
Pascal Söpper

Crowdfunding

Reward-Crowdfunding, Crowdlending und Crowdinvesting
– eine Analyse aus schuld-, gesellschafts- sowie kapital-
marktrechtlicher Sicht



MV-WISSENSCHAFT

Crowdfunding

Reward-Crowdfunding, Crowdlending und Crowdinvesting

-

*eine Analyse aus schuld-, gesellschafts-
sowie kapitalmarktrechtlicher Sicht*

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Rechte
durch die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Westfälischen
Wilhelms-Universität zu Münster

vorgelegt von: Pascal Söpper
aus Dortmund

Erster Berichterstatter: Prof. Dr. Ingo Saenger
Zweiter Berichterstatter: Prof. Dr. Matthias Casper
Dekan: Prof. Dr. Ingo Saenger
Tag der mündlichen Prüfung: 15.12.2015

Crowdfunding

Reward-Crowdfunding, Crowdlending und Crowdinvesting

–

eine Analyse aus schuld-, gesellschafts-
sowie kapitalmarktrechtlicher Sicht

Pascal Söpper

Pascal Söpper, »Crowdfunding – Reward-Crowdfunding,
Crowdlending und Crowdfunding - eine Analyse aus
schuld-, gesellschafts- sowie kapitalmarktrechtlicher Sicht«

© 2016 der vorliegenden Ausgabe:

Verlagshaus Monsenstein und Vannerdat OHG Münster.

www.mv-wissenschaft.com

© 2016 Pascal Söpper

Alle Rechte vorbehalten

Satz: Pascal Söpper

Umschlaggestaltung: Monsenstein und Vannerdat

Druck und Einband: Monsenstein und Vannerdat

ISBN 978-3-95645-758-6

Inhaltsübersicht

1. Teil: Einführung.....	1
A. Begriff.....	1
B. Arten des Crowdfunding.....	2
C. Gang der Darstellung.....	3
D. Definitionsversuch.....	5
E. Überblick.....	9
2. Teil: 'Historische' Entwicklung.....	11
A. Anfänge des Crowdfunding.....	12
B. Abgrenzung zum Crowdsourcing.....	17
C. Arten des Crowdfunding.....	23
D. Ökonomische Entwicklung.....	36
3. Teil: Marktlage in Deutschland.....	45
A. Allgemeines.....	46
B. Reward-Crowdfunding.....	47
C. Crowdlending.....	49
D. Crowdfunding.....	51
E. Mischformen.....	63
F. Zusammenfassung.....	63
4. Teil: Bestandsaufnahme und aktuelle Diskussion.....	65
A. Schuld- und gesellschaftsrechtliche Perspektive.....	65
B. Kapitalmarktrechtliche Perspektive.....	125
C. Weitergehende Regulierungsperspektiven.....	199
5. Teil: EU Perspektive.....	204
A. Überblick über die bisherigen Aktivitäten.....	204
B. Stellungnahme.....	207
6. Teil: Fazit.....	209
7. Teil: Anhang.....	212
A. Abkürzungsverzeichnis.....	212
B. Literaturverzeichnis.....	213

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	XII
Danksagung.....	XIV
Zusammenfassung.....	XV
Abstract.....	XVI
1. Teil: Einführung.....	1
A. Begriff.....	1
B. Arten des Crowdfunding.....	2
C. Gang der Darstellung.....	3
D. Definitionsversuch.....	5
I. Crowd.....	5
II. Plattform.....	7
III. Projekt.....	8
IV. Fundingschwelle und Fundinglimit.....	8
E. Überblick.....	9
2. Teil: 'Historische' Entwicklung.....	11
A. Anfänge des Crowdfunding.....	12
B. Abgrenzung zum Crowdsourcing.....	17
C. Arten des Crowdfunding.....	23
I. Donation-Crowdfunding.....	26
II. Reward-Crowdfunding.....	27
III. Crowdlending.....	29
IV. Crowdfunding.....	33
V. Mischformen.....	36
D. Ökonomische Entwicklung.....	36
I. Zahlen und Fakten.....	36
1. Reward-Crowdfunding.....	37
2. Crowdfunding.....	38
3. Crowdlending.....	39
4. Europäischer Markt.....	39
5. Crowdfunding Weltweit.....	40
6. Anzahl der Plattformen.....	40
7. Erfolg von Crowdfunding.....	41
8. Ergebnis und Prognose.....	42
II. Gründe für die Popularität.....	42

3. Teil: Marktlage in Deutschland.....	45
A. Allgemeines.....	46
B. Reward-Crowdfunding.....	47
C. Crowdlending.....	49
D. Crowdinvesting.....	51
I. Mezzanine-Finanzierung.....	52
1. Partiarische Nachrangdarlehen - Beispiel 1: <i>Seedmatch</i>	53
2. Partiarische Nachrangdarlehen - Beispiel 2: <i>Companisto</i>	55
3. Stille Beteiligungen.....	57
4. Das 'mittelbare' Modell.....	57
5. Genussrechte.....	58
II. Aktienmodell.....	59
III. Einzelprojektinvestings.....	61
E. Mischformen.....	63
F. Zusammenfassung.....	63
4. Teil: Bestandsaufnahme und aktuelle Diskussion.....	65
A. Schuld- und gesellschaftsrechtliche Perspektive.....	65
I. Konstellationen der Vertragsbeziehungen untereinander.....	67
II. Vertragsschluss.....	68
1. Parteien.....	68
a) Unternehmer-/ Verbrauchereigenschaft.....	69
b) Plattformbetreiber.....	69
aa) Stellvertretung.....	72
bb) Botenschaft.....	73
cc) Zusammenführung von Willenserklärungen nach festen Regeln.....	74
dd) Auskunftsvertrag.....	74
ee) Besonderheit: Handelsvertretung bei <i>Companisto</i>	75
ff) Besonderheit: mittelbare Konstruktion.....	75
gg) Weitere Einordnung.....	76
c) Kapitalnehmer.....	76
d) Kapitalgeber.....	77
2. Vertragsschluss als Solches.....	79
a) Crowdinvesting.....	81
b) Crowdlending.....	81
c) Reward-Crowdfunding.....	82
d) Besonderheit: <i>Bergfürst</i>	82

e) Besonderheit: Fundingschwelle.....	83
f) Besonderheit: Internetplattform.....	84
III. Vertragsinhalt.....	86
1. Leistung des Kapitalgebers.....	86
2. Gegenleistung des Kapitalnehmers.....	86
a) Reward-Crowdfunding.....	87
b) Crowdlending.....	88
c) Crowdinvesting.....	88
3. Leistungen der Plattform.....	89
IV. Vertragsarten und Vertragsgestaltung.....	89
1. Reward-Crowdfunding.....	90
2. Crowdlending.....	91
a) Grundkonstellation.....	91
b) Konstellationen am deutschen Markt.....	92
3. Crowdinvesting.....	94
a) Partiarische Nachrangdarlehen.....	96
aa) Nachrangabrede.....	96
bb) Gewinnbeteiligung.....	98
cc) Abgrenzung zur stillen Gesellschaft.....	98
dd) Abgrenzung zum Genussrecht.....	100
ee) Einzelprojektinvestings.....	101
ff) Zusammenfassung.....	101
b) Stille Beteiligung und stille Gesellschaft.....	102
aa) Typische und atypische stille Gesellschaft.....	103
bb) Unterbeteiligung.....	104
cc) Mittelbare Beteiligung I.....	105
dd) Mittelbare Beteiligung II.....	106
ee) Zusammenfassung.....	106
c) Genussrechte.....	107
d) Aktien.....	108
e) Kredite.....	110
f) Andere gesellschaftsrechtliche Konstellationen.....	110
g) Zusammenfassung.....	111
4. Mischformen.....	111
V. Pflichten.....	114
1. Kapitalgeber.....	115

2. Kapitalnehmer.....	115
3. Plattformbetreiber.....	115
VI. Haftung.....	116
1. Kapitalgeber.....	117
2. Kapitalnehmer.....	117
3. Plattformbetreiber.....	118
VII. AGB.....	119
1. Plattformnutzung.....	120
2. Musterverträge.....	120
3. Stille Gesellschaft und partiarische Darlehen.....	121
B. Kapitalmarktrechtliche Perspektive.....	125
I. Derzeitige Rechtslage.....	126
1. Prospektpflicht.....	126
a) WpPG.....	127
b) VerkProspG.....	129
c) VermAnlG.....	131
d) Zusammenfassung.....	132
2. Prospekthaftung.....	133
a) Spezialgesetzliche Prospekthaftung.....	134
aa) WpPG.....	134
(1) Fehlender Prospekt.....	136
(2) Fehlerhafter Prospekt.....	136
bb) VerkProspG.....	139
cc) VermAnlG.....	140
dd) Prozessrecht.....	141
b) Allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung.....	141
aa) Anwendbarkeit neben spezialgesetzlicher Haftung.....	144
bb) Anwendbarkeit bei Eingreifen eines Ausnahmetatbestandes.....	147
cc) Anwendbarkeit auf partiarische Darlehen.....	149
dd) Anwendbarkeit auf das mittelbare Modell.....	150
ee) Zwischenergebnis.....	151
ff) Prospektverantwortlichkeit.....	151
gg) Prospektbegriff.....	154
hh) Prüfungsumfang.....	156
ii) Kausalität.....	156
jj) Rechtsfolgen.....	157

c) Crowdinvestings und Prospekthaftung (Zusammenfassung).....	159
d) Lücken in der Regelung.....	159
3. Aufsichtsrechtliche Fragen.....	160
a) Erlaubnispflicht nach § 32 KWG.....	160
aa) Anlagevermittlung.....	161
bb) Betrieb eines multilateralen Handelssystems.....	163
cc) Emissionsgeschäft/Platzierungsgeschäft.....	164
dd) Zwischenergebnis.....	165
b) Verhaltenspflichten nach 31 WpHG.....	165
c) Erlaubnispflicht nach § 34f GewO.....	165
d) Erlaubnispflicht nach § 34c GewO.....	166
e) Erlaubnispflicht nach § 8 ZAG.....	166
f) Zusammenfassung.....	167
II. Rechtslage nach Umsetzung des Kleinanlegerschutzgesetzes.....	167
1. Die relevanten Änderungen im Einzelnen.....	170
a) Grundsätzliche Änderungen im VermAnlG.....	170
aa) Mindestlaufzeit.....	170
bb) Werbung.....	170
(1) Entwurfsfassung.....	171
(2) Endgültige Fassung.....	171
cc) Vermögensanlagen-Informationsblatt.....	172
(1) Entwurfsfassung.....	172
(2) Endgültige Fassung.....	173
dd) Gültigkeit des Verkaufsprospekts.....	174
b) Partiarische Nachrangdarlehen im VermAnlG.....	174
aa) Maximalhöhe 2,5 Millionen Euro.....	175
bb) Investmenthöchstgrenzen pro Einzelinvestor.....	175
cc) Vermögensanlagen-Informationsblatt.....	176
dd) Widerrufsrecht.....	176
ee) Zusammenfassung.....	176
c) Aufsichtsrechtliche Konsequenzen für partiarische Darlehen.....	177
2. Kritik am Entwurf/an Regulierung.....	178
a) Generelle Kritik an Regulierung.....	179
aa) Paternalismus.....	179
bb) Der Fall <i>Prokon</i>	181
b) Konkrete Kritik an den geplanten Gesetzesänderungen.....	183

aa) Bestehen einer Regelungslücke.....	183
bb) Nutzen des Prospekts.....	185
cc) Höchstgrenze zu niedrig angesetzt.....	187
dd) Höchstinvestitionssumme pro Einzelinvestor.....	189
ee) Bereichsausnahme nicht weit genug.....	191
ff) Vermögensanlage-Informationsblatt.....	193
gg) Werbung.....	195
hh) Zusammenfassung.....	197
III. Crowdlending.....	198
C. Weitergehende Regulierungsperspektiven.....	199
I. Auswirkungen für das mittelbare Modell.....	200
II. Regulierung von Crowdlending?.....	201
III. Regulierung von Reward-Crowdfunding?.....	201
IV. Zusammenfassung.....	203
5. Teil: EU Perspektive.....	204
A. Überblick über die bisherigen Aktivitäten.....	204
B. Stellungnahme.....	207
6. Teil: Fazit.....	209
7. Teil: Anhang.....	212
A. Abkürzungsverzeichnis.....	212
B. Literaturverzeichnis.....	213

Vorwort

Diese Abhandlung ist entstanden als Dissertation am Institut für internationales Wirtschaftsrecht der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster unter Betreuung von Prof. Dr. Ingo Saenger. Die Abgabe erfolgte bereits im Juni 2015. Seither hat die Entwicklung um das Crowdfunding selbstverständlich nicht angehalten, sondern ist ebenso spannend wie während des Schreibens dieser Abhandlung weiter gegangen. Einige dieser Entwicklungen ließen sich damit leider nicht mehr einarbeiten.

Ein Beispiel ist die in Teil 2.C.III. angesprochene Möglichkeit, dass Crowdlendings über die Vermittlung von Kleinkrediten von Privat an Privat hinauswachsen und auch für größere Unternehmungen interessant werden könnten. So hat im August 2015 *Companisto* eine als 'Venture Loan' bezeichnete neue Anlageklasse eingeführt, die letztlich ein Crowdlending-Modell darstellt. Beim ersten angebotenen 'Venture Loan' der *Sawade GmbH*, einem Süßwarenhersteller, handelt es sich um ein mit 8% p.a. fest verzinstes Darlehen, welches mit einem Nachrang versehen ist. Der Darlehensbetrag wird am Ende zurückgezahlt, die Zinsen in halbjährlichen Intervallen. Mangels Erfolgsbeteiligung kann man hier nicht mehr von Crowdinvesting, sondern lediglich von Crowdlending sprechen. Als Besonderheit kann die Verzinsung in Geld auch in eine Verzinsung in Produkte des Unternehmens (dann im Wert von 12% p.a.) nach Wahl des Kapitalgebers umgewandelt werden.¹ Das Projekt war erfolgreich und hat von 1 100 Geldgebern insgesamt 1 350 000 Euro eingenommen.² Da nunmehr auch Nachrangdarlehen neu in § 1 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG aufgenommen wurden, musste nach § 13 VermAnlG ein Vermögensanlagen-Informationsblatt erstellt werden. Eine Ausnahme hiervon ist in § 2a VermAnlG nicht vorgesehen (s. ausführliche Besprechung der Neuregelung unter Teil 4 B.II.1.a)cc) sowie Teil 4 B.II.1.b)cc)). Für *Sawade* wurde ein solches Vermögensanlagen-Informationsblatt erstellt, welches im Internet abrufbar ist.³

Am 10.07.2015 ist das Kleinanlegerschutzgesetz mit wenigen Ausnahmen in Kraft getreten.⁴ Die damit umgesetzten Änderungen, insbesondere im VermAnlG, werden im Hauptteil dieser Abhandlung detailliert besprochen. Die Befürchtungen

1 *Companisto GmbH*, Venture Loan in Form eines Nachrangdarlehens, verfügbar unter: https://www.companisto.com/assets/1439448552_Nachrangdarlehensvertrag_Sawade.pdf (zuletzt geprüft: 19.12.2015).

2 *Companisto GmbH*, Crowdfunding für Sawade - Übersicht, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/investment/sawade> (zuletzt geprüft: 19.12.2015).

3 *Companisto GmbH*, Sawade - VermögensanlageInfBl, verfügbar unter: https://www.companisto.com/assets/1439460531_Verm%C3%B6gensanlagen-Informationsblatt_Sawade.pdf (zuletzt geprüft: 19.12.2015).

der Kritiker, die von einem Ende des Crowdfunding-Standortes Deutschland sprachen, haben sich bisher nicht bewahrheitet. Wo in 2014 insgesamt 14,7 Millionen Euro per Crowdfunding eingenommen wurden, sind es in den ersten drei Quartalen 2015 bereits 12,7 Millionen Euro. Allerdings ist hier die Investition in Startups ein wenig stagniert, wohingegen die neuen Investings in Immobilienprojekte zunehmend in der Gunst der Kapitalgeber steigen. Insgesamt ist das Wachstum nicht mehr so rasant wie in den Vorjahren. Dies mag jedoch auch damit zusammenhängen, dass sich der Markt mittlerweile auf ein gewisses Volumen eingependelt hat und die Novität des Crowdfunding langsam nachlässt. Besonders erwähnenswert ist jedoch der starke Wachstum des Crowdlending von 35,6 Millionen Euro in 2014 auf bereits 117,5 Millionen Euro in den ersten drei Quartalen 2015.⁵ Vermutlich profitieren die älteren Crowdlending-Plattformen von der Aufmerksamkeit, die dem Crowdfunding insgesamt zuteil wurde.

Eine eingehende Bestandsaufnahme der Änderungen und deren Folgen ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht möglich. Hier wird die Entwicklung in 2016 zu beobachten und vor allem auch die Ende des Jahres 2016 geplante Evaluation des Kleinanlegerschutzgesetzes abzuwarten und genau zu analysieren sein.

– Dezember 2015

4 Nach dessen Art. 13 tritt Art. 4 Nr. 3 am 1. Januar 2016 in Kraft. Art 2 Nr. 7 b) und d) bb) sowie Nr. 15 a) aa), Art. 3 Nr. 7, Art. 6 Nr. 2 d) sowie Art. 7 treten am 3. Januar 2017 in Kraft. Vgl. BGBl. 2015, Teil I Nr. 28, S.1114.

5 *Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland, verfügbar unter: https://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2015_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2015, zuletzt geprüft: 20.12.2015), S. 1, 6.

Danksagung

An erster Stelle möchte ich Herrn Prof. Dr. Ingo Saenger vom Institut für internationales Wirtschaftsrecht an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster für die umfassende und außerordentlich gute Betreuung beim Schreiben dieser Abhandlung danken. Prof. Saenger stand immer für Fragen und sonstige Anliegen zur Verfügung und war über die gesamte Dauer des Projekts sehr an dessen Fortschritt interessiert. Ebenso gebührt mein Dank dem Kollegium am Institut für Internationales Wirtschaftsrecht, wo man mir vor allem bei vielerlei Verwaltungsaufgaben behilflich war.

Auch danken möchte ich an dieser Stelle Herrn Prof. Dr. Casper vom Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, der Zweitgutachter dieser Abhandlung war.

Als nächstes möchte ich dem Kollegium der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Niigata in Japan danken, wo ich als Assistant Professor im Sommer 2013 als Mitarbeiter und Repräsentant aus Münster herzlich aufgenommen wurde und viele Freunde gefunden habe. In Niigata und zu einem Großteil mittels der Ressourcen der dortigen Universität ist diese Abhandlung entstanden.

Nicht in fachlicher, aber doch in persönlicher Hinsicht danken möchte ich zudem meiner Familie, die mich von Beginn des Studiums an in vielfältiger und an dieser Stelle unmöglich im Detail aufzuführender Weise unterstützt haben. Auch vielen meiner Freunde möchte ich für vielfältige Unterstützung über die Jahre danken, hierbei aber nicht weiter ins Detail gehen, um nicht dem großen Missgeschick zu unterfallen, am Ende noch jemanden zu vergessen.

Letztlich gilt mein Dank noch einer für meine persönliche Entwicklung über die letzten zwei Jahre besonders wichtigen Person, nämlich meiner Verlobten, Frau-
lein Naomi Watanabe.

Zusammenfassung

Die vorliegende Dissertation befasst sich mit dem sich neu entwickelnden Feld des Crowdfunding in Deutschland. Nachdem in einem einführenden Teil auf Crowdfunding generell, dessen Entwicklung, Begrifflichkeiten sowie die wirtschaftliche Bedeutung eingegangen wird, behandelt der Hauptteil die rechtliche Seite der drei Varianten des Crowdfunding, welche eine Gegenleistung für den Kapitalgeber versprechen. Dies sind Reward-Crowdfunding, Crowdlending sowie der neueste Teilbereich Crowdfundinginvesting.

Im ersten Abschnitt wird auf die schuld- sowie gesellschaftsrechtliche Seite des Crowdfunding eingegangen. Hierbei geht es vor allem um die Frage, welche Arten von Verträgen vorliegen und welche Besonderheiten sich bei Vertragsschluss, Vertragsgestaltung, den Vertragspflichten, der Haftung sowie der Einbeziehung von AGB in Hinblick auf das Crowdfunding ergeben.

Im nächsten Abschnitt wird sodann auf die vor allem Crowdfundinginvestings betreffende kapitalmarktrechtliche Seite eingegangen. Hierzu wird zunächst die bis zur Umsetzung des neuen Kleinanlegerschutzgesetzes am 10. Juli 2015 geltende Rechtslage dargestellt und deren Probleme aufgezeigt. Hauptschwerpunkte sind hier die Prospektspflicht sowie Prospekthaftung für die Kapitalnehmer. Im nächsten Schritt wird der Gesetzgebungsprozess um das Kleinanlegerschutzgesetz in den Blick genommen. Die Änderungen werden herausgearbeitet und zu den Neuregelungen kritisch Stellung genommen.

Letztlich schließt die Dissertation mit einer Diskussion um weitere Regulierungsperspektiven, einem kurzen Blick auf die bisher zurückhaltenden Aktivitäten seitens der Europäischen Union sowie einem abschließenden Fazit zu den Ergebnissen.

Schlagwörter: Crowdfunding, Reward-Crowdfunding, Crowdlending, Crowdfundinginvesting, Kleinanlegerschutzgesetz, Prospektspflicht, Prospekthaftung

Abstract

This thesis has at its core an evaluation of the legal aspects of crowdfunding in Germany. From the outset it deals only with those kinds of crowdfunding which involve some kind of return to the investor, i.e. reward-crowdfunding, crowdlending and equity-crowdfunding.

After a short introduction as to what is meant by crowdfunding, a brief description of its history, different kinds of crowdfunding and its economic impact, it tries to analyze and differentiate the various different kinds of crowdfunding according to their underlying legal basis. The different types of contracts and contract relations between the involved parties are presented. The analysis focuses on how the contracts between the parties are established while using internet based crowdfunding-platforms, what these contracts look like, what kinds of duties are established, what kinds of problems can arise and how standard contract terms are involved.

In the second part of its analysis, this thesis takes a look at the important regulations for equity-crowdfunding in the area of capital market/securities law. Here, first the situation up to July 10th 2015 is presented. In a second step the legislative process of a new law for the protection of small scale investors is presented and critically evaluated. This new set of laws took effect on July 10th 2015 and will change equity-crowdfunding in Germany.

In the end further perspectives for possible regulation as well as a short overview of activities of the European Union concerning crowdfunding are presented, before the results of the thesis are summarized in the end.

Keywords: crowdfunding, reward-crowdfunding, crowdlending, equity-crowdfunding, German law, capital market law, securities law

1. Teil: Einführung

Beim Crowdfunding handelt es sich um ein neues, innovatives und vor allem in rechtlicher Hinsicht noch wenig untersuchtes Thema, wobei die Aufsätze, welche sich aus juristischer Sicht mit dem Thema befassen, seit 2012 stark zugenommen haben.⁶ Dies liegt überwiegend an der Einrichtung der ersten deutschen Plattformen, die ein Crowdfunding in Startup Unternehmen ermöglichten, dem sogenannten Crowdfunding.⁷ Crowdfunding steckt noch in den Kinderschuhen und entwickelt sich stetig weiter. Ein Phänomen, geboren durch das Internetzeitalter und dessen unheimlicher Dynamik. Ein Phänomen, dass stetig an Dynamik und damit auch an Wichtigkeit gewinnt. Ein Phänomen, welches Politik, Rechtsanwender und Privatpersonen vor etliche Fragen und Problemstellungen stellt.

Diesem neuartigen Thema ist die vorliegende Abhandlung gewidmet. Wie bei allen neuen Dingen ist es notwendig, zunächst grundlegend zu erklären, worum es überhaupt geht, bevor man eine rechtliche Analyse vornehmen kann. Eingangs wird sich diese Abhandlung damit zunächst der Frage stellen, was Crowdfunding überhaupt ist, welche verschiedenen Varianten es gibt und wie man diese zueinander abgrenzen kann, was der Hintergrund der Entwicklung ist und welche Bedeutung Crowdfunding in unserer Gesellschaft mittlerweile erlangt hat.

A. Begriff

Ohne die Abgrenzung in verschiedene Varianten des Crowdfunding vorzunehmen, lässt sich bereits anhand der Wortzusammensetzung erkennen, dass es um die 'Crowd' (Menschenmasse) und ein 'Funding' (Finanzierung) geht. Mit *Bareiß* lässt sich demnach allgemein für Crowdfunding folgende Definition geben:

"[...] die Finanzierung eines Vorhabens durch Appell an die Masse."⁸

Als wichtiger Zusatz hierzu muss für die hier untersuchte, neue Ausgestaltung des Crowfundings, noch die Zuhilfenahme des Internets und noch spezifischer die Zuhilfenahme einer 'Crowdfundingplattform' zwecks Austragung des Fundings hin-

6 Die ersten und sicher auch als wegweisend zu bezeichnenden waren hier *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237; *Jansen/Pfeifle*, ZIP 2012, 1842; sowie *Bareiß*, ZUM 2012, 456.

7 Erste Plattform war hier *Seedmatch*, welche 2011 online ging; *Seedmatch GmbH*, Über uns, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/ueber-uns> (zuletzt geprüft: 19.04.2014)

8 *Bareiß*, ZUM 2012, 456, 457.

zukommen. Man kann also kombiniert von der 'Finanzierung eines Vorhabens durch Appell an die Masse unter Zuhilfenahme des Internets' sprechen. Diese rudimentäre Definition wird im Folgenden noch weiter verfeinert.

B. Arten des Crowdfunding

Unter dem hier verwendeten Oberbegriff des Crowdfunding sollen verschiedene Varianten zusammengefasst werden, welche später bezüglich ihrer Eigenarten getrennt voneinander betrachtet werden. Grob lassen sich folgende vier Varianten unterscheiden: Das Donation-, Reward-, Lending- und Investmentmodell (s.u. Teil 2 C.), wobei es auch Mischformen zwischen den verschiedenen Ansätzen gibt. Diese aus dem angloamerikanischen Raume übernommenen Begriffe sind momentan dabei, sich auch in der deutschen (nicht nur akademischen) Landschaft zu etablieren. Die häufig am Rande oder im Rahmen einer Fußnote erwähnte deutsche Variante 'Schwarmfinanzierung' findet allerdings weniger Anklang. Weiter abzugrenzen von Crowdfunding, bei dem es um die Finanzierung von Projekten geht, ist das 'Crowdsourcing', bei dem es ohne den Einsatz von Geld um die Verwirklichung eines Projektes mithilfe der 'Crowd' geht, beispielsweise durch den Einsatz von Arbeitskraft und -zeit oder die Zurverfügungstellung von Know-How und kreativer Ideen.

Es mag von Anfang an die Frage aufkommen, ob man die verschiedenen Arten von Crowdfundings in einer Abhandlung behandeln kann. Die Antwort hierauf lautet, man kann dies nicht nur, man muss es sogar tun. Bereits ein kurzer Blick auf einzelne Plattformen zeigt, dass es selten eine reine Form des einen oder anderen Crowdfundingmodells gibt. Wie später noch zu zeigen sein wird, handelt es sich häufig um Mischformen verschiedener Modelle. Bei Crowdinvesting wird ab einer bestimmten Summe noch eine zusätzliche materielle Gegenleistung gewährt, die über die geldwerte Rendite hinausgeht. Bei Reward-Crowdfundings liegt häufig trotz einer materiellen Gegenleistung, doch eher der Spendenaufruf im Vordergrund bzw. aus Sicht der Geldgeber ist die Verwirklichung des Projekts als solchem wichtiger als die erhaltene Gegenleistung. Die Abgrenzung kann sich vielfach äußerst schwierig gestalten. Auch einzelne Plattformen bieten die Möglichkeit zur Durchführung unterschiedlicher Crowdfundingformen an. Die Plattform *Startnext* beispielsweise bietet die Möglichkeit sowohl Reward-Crowdfundings, als auch Crowdinvestings durchzuführen, wobei bei beiden Varianten Elemente des Donation-Crowdfunding mit hineinspielen. Auch die EU hat bereits in ihrer ersten Konferenz zum Thema 'Crowdfunding: Potentiale

Erschließen, Risiken reduzieren' hier nicht diskriminiert, sondern alle Formen zum Thema gemacht.⁹

Am Ende soll auch die Frage geklärt werden, warum gerade Crowdinvestings berechtigterweise in rechtlicher Hinsicht anders behandelt werden als sonstige Crowdfunding Formen. Dies hängt beispielsweise für den Vergleich mit Reward-Crowdfundings zusammen mit der völlig anderen Interessen- und Risikolage von Kapital- und Gütermärkten (s.u. Teil 4 C.). Diese Abhandlung wird die diversen Gemeinsamkeiten zwischen den einzelnen Formen herausarbeiten sowie die relevanten Unterschiede aufzeigen. An gegebener Stelle werden diese Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausgestellt, sie sind für eine gemeinsame Bearbeitung jedoch nicht hinderlich.

C. Gang der Darstellung

Die bisherige deutsche Literatur zum Thema Crowdfunding ist größtenteils entweder aus Sicht der Praxis, also für an der Durchführung eines Projektes Interessierte oder aber aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht geschrieben worden. Die im Vergleich dazu wenigen juristischen Aufsätze, die sich mit dem Thema befassen, haben als Schwerpunkt kapitalmarktrechtliche Problemstellungen zum Gegenstand, etwa die Frage nach einer möglichen Prospektpflicht und den sich daran anschließenden Investorenschutz.¹⁰ Dies sind Problemstellungen die sich lediglich auf Crowdinvestings beschränken, nicht jedoch für andere Arten des Crowdfunding relevant werden. Dennoch handelt es sich um eines der Hauptprobleme der rechtlichen Betrachtung von Crowdfunding. In Hinblick auf die Prospektpflicht nach dem VermAnlG etwa, nutzen die meisten ein Crowdinvesting anbietenden Plattformen entweder einen der Ausnahmetatbestände oder das Instrument des partiarischen Nachrangdarlehens, bei welchem bisher eine Prospektpflicht gerade nicht bestand. Da es sich hierbei in gewissem Sinne um eine Umgehung der Prospektpflicht handelt, wurde bereits früh in der Politik darüber nachgedacht, bestehende Gesetzeslücken zu schließen.¹¹ Dies führte zunächst im Mai 2014 zur Vorstellung eines Aktionsplans der Bundesregierung

⁹ *Europäische Kommission*, Crowdfunding: Potentiale erschließen, Risiken reduzieren, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0603-crowdfunding-workshop/index_de.htm (Stand: 03.10.2014, zuletzt geprüft: 29.05.2015).

¹⁰ *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237; *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411.

¹¹ *Wenzlaff*, Crowdfunding im Koalitionsvertrag: was heißt das für die Crowdfunding-Branche in Deutschland?, verfügbar unter: http://www.huffingtonpost.de/karsten-wenzlaff/crowdfunding-im-koalition_b_4343012.html?view=print (Stand: 26.11.2013, zuletzt geprüft: 11.02.2014).

zum Verbraucherschutz im grauen Kapitalmarkt¹² und weiter im Juli desselben Jahres zur Vorstellung eines ersten Gesetzesentwurfs¹³. Auch nach Umsetzung dieses Kleinanlegerschutzgesetzes ist jedoch weiterhin davon auszugehen, dass sich Crowdinvestings auch künftig im Rahmen der (stark erweiterten) Ausnahmetatbestände bewegen werden. In welchem Rahmen dies möglich ist und welche sonstigen kapitalmarktrechtlichen Problemstellungen bestehen, wird ein Schwerpunkt dieser Abhandlung sein. Womöglich (wenn auch äußerst unwahrscheinlich) wird es in einem Prozess dazu kommen, dass Gerichte ein partiarisches Nachrangdarlehen in eine stille Beteiligung umdeuten und somit eine Prospektpflicht ausgelöst wird.¹⁴ Die Vorschriften zur Prospektpflicht sind auch hier ausgesprochen relevant.

Die vorliegende Abhandlung möchte jedoch über die kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen hinaus mehr Betrachtungen zur rechtlichen Einordnung von Crowdfundings im Allgemeinen anstellen. Die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften spielen eine herausragende Rolle wenn es um die rechtliche Betrachtung von Crowdinvestings geht. Dieser Punkt wird somit einen Schwerpunkt der Bearbeitung darstellen. Es sollen jedoch auch auf sonstige zivilrechtliche Fragestellungen, hier vor allem auf die möglichen Vertragsgestaltungen und die sich hieraus ergebenden Anspruchsgrundlagen eingegangen werden. Es sollen alle relevanten Arten des Crowdfunding untersucht werden, nicht lediglich Crowdinvestings. Um die rechtliche Einordnung grundlegend zu untersuchen, beginnt Teil 4 dieser Abhandlung zunächst mit einer allgemeinen Analyse aus Sicht der Rechtsgeschäftslehre (Vertragsschluss, Inhalt der Willenserklärungen, Einordnung der Verträge, usw.), um dann im weiteren Verlauf immer spezifischere Fragestellungen aufzugreifen.

Letztlich soll noch eine Einschränkung gemacht werden. Diese Abhandlung wird sich im Kern auf diejenigen Varianten des Crowdfunding beschränken, bei denen der Kapitalgeber für seine Investition eine (materielle und nicht nur ideelle) Gegenleistung erhalten soll (also Reward, Lending und Investing). Zwar gibt es auch bei anderen Varianten des Crowdfunding oder Crowdsourcing rechtliche Problemlagen,

12 *Bundesministerium der Finanzen/Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*, Aktionsplan der Bundesregierung zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Aktionsplan-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=3 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014).

13 *Deutsche Bundesregierung*, Referentenentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-07-28-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (Stand: 28.07.2014, zuletzt geprüft: 04.08.2014).

14 *Beck*, Crowdinvesting, 2. Aufl., S. 113.

die erörterungswürdig sind, wie beispielsweise Fragen des geistigen Eigentums.¹⁵ Vorliegend sollen jedoch vor allem diejenigen Fragen geklärt werden, die ein möglicher Kapitalgeber in Hinblick auf das Schicksal seines in ein Projekt gesteckten Geldes bzw. der daraus erwachsenden Gegenleistung hat. Eine umfassende Erörterung jedweder möglichen rechtlichen Problemstellung würde den Umfang dieser Abhandlung um einiges übersteigen.

Zwar handelt es sich vorliegend um eine rechtswissenschaftliche Abhandlung. Dennoch finden sich gerade anfangs weite Ausführungen zu nicht juristischen Themen wie der Entwicklung des Crowdfunding. Dies soll nicht lediglich als Einleitung verstanden werden, sondern stellt Grundlage für die anschließende juristische Betrachtung dar. Weil es sich um ein neues Phänomen handelt, für das sich noch keine einheitliche Betrachtungsweise in der Wissenschaft herausgebildet hat, ist es unabdingbar, zunächst Begrifflichkeiten zu klären. Auch ohne eine grundsätzliche Einordnung der verschiedenen Arten des Crowdfunding wäre eine Erörterung des rechtlichen Rahmens nicht sinnvoll machbar. Insbesondere um die spätere Betrachtung der Neuregulierung durch die Bundesregierung zur Regulierung zu verstehen, ist eine Betrachtung der Reichweite sowie der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Größe des Crowdfunding notwendig.

D. Definitionsversuch

Einige Definition werden erst im weiteren Verlauf der Analyse geklärt werden. Insbesondere der Abgrenzung der verschiedenen Crowdfunding Arten ist ein eigener größerer Abschnitt gewidmet (s.u. Teil 2 C.). Hier sollen jedoch bestimmte Begriffe, die als Hintergrundinformationen dienen, zum besseren Verständnis vorab vorgestellt werden.

I. Crowd

Der englische Begriff 'Crowd' lässt sich zunächst einfach ins deutsche übersetzen als „... 'Menge', 'Ansammlung' oder 'Menschenmasse' ...“¹⁶. Im vorliegenden

¹⁵ *Ulbricht, Crowdsourcing & Recht - Wer trägt die rechtlichen Risiken?*, verfügbar unter: <http://www.rechtzweinnull.de/archives/47-Crowdsourcing-Recht-Wer-traegt-die-rechtlichen-Risiken.html> (zuletzt geprüft: 07.02.2014).

¹⁶ Durch *Beck, Crowdinvesting*, 3. Aufl., S. 198 z.B. als „Menschenmenge“.

Themenbereich um 'Crowd'-spezifische Phänomene ist damit jedoch nicht einfach eine beliebige Ansammlung von Menschen gemeint, die zufällig zusammengekommen sind. Vielmehr geht es darum, dass die Individuen innerhalb einer Ansammlung von Menschen etwas gemeinsam haben, was sie verbindet, einen gemeinsamen Zweck könnte man sagen. Dieser Zweck ist jedoch nicht beschränkt auf das bloße Beisammensein und miteinander verweilen im Sinne einer Ansammlung von z.B. Fußballfans im Stadion oder Besuchern eines Konzertes. Auch diese teilen den Zweck des Besuchs einer Veranstaltung, haben jedoch darüber hinaus kein weiteres Interesse an einer Kooperation miteinander und die Ansammlung löst sich nach Ende der Veranstaltung auf. Vielmehr geht es darum, dass die Individuen in der Crowd zusammen an einem Projekt arbeiten, also anders als die Besucher eines Konzertes, die jeweils für sich die Veranstaltung genießen möchten, steht am Ende des Energieaufwandes der Individuen in der Crowd ein Ergebnis, welches nur durch das Zusammenspiel aller Teilnehmer Wirklichkeit werden konnte. Wiederum abzugrenzen ist die Crowd jedoch von einer Gruppe, in welcher die Mitglieder aktiv zusammenwirken und sich gegenseitig beeinflussen, um ein gemeinsames Ziel zu erreichen. Die Mitglieder der Crowd sind voneinander unabhängige Akteure.

Der Begriff wurde in diesem Sinne entscheidend geprägt von *James Surowiecki* durch sein 2004 erschienenes Buch 'The Wisdom of Crowds - Why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economies, societies, and nations'. Hierin beschreibt er durch eine große Anzahl von Beispielen ein besonderes Phänomen, nämlich dass eine zumeist zufällig zusammengewürfelte Ansammlung von Menschen, zusammen ein Ergebnis zu Tage fördert, welches im Mittel besser ist als 90% der Einzelergebnisse für sich genommen und welches weiterhin besser ist als das Ergebnis der meisten 'Experten' innerhalb der Ansammlung. Die Beispiele beginnen mit einfachen Situationen wie dem Experiment einen Hörsaal von Studenten raten zu lassen, wie viele *Jelly Beans* sich in einem großen Glas befinden. Das durchschnittliche Ergebnis ist besser als die einzelnen Schätzungen der individuellen Teilnehmer (mit Ausnahme einiger weniger Teilnehmer, wobei bei aufeinanderfolgenden Experimenten, nicht immer dieselben Teilnehmer gewinnen würden).¹⁷ Ein weiteres populäres Beispiel ist der Publikumsjoker bei der Quizshow *Wer wird Millionär*, welcher in Vergleich zum Experten-Telefonjoker weitaus bessere Ergebnisse liefert (91% gegen 65% korrekte Antworten).¹⁸ *Surowieckis* Untersuchungen umfassen jedoch auch kompliziertere Mechanismen wie 'Future-Prediction Markets', die

17 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 5.

18 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 4.

z.B. den Ausgang von Wahlen wesentlich akkurater vorhersagen als klassische Umfrageergebnisse von Meinungsforschungsinstituten.¹⁹ Entsprechendes gilt für den Börsenmarkt, wo Anleger beispielsweise nach dem Unfall des *Challenger Spaceshuttles* im Jahre 1986 sofort 'wussten', welche der Beteiligten vier Unternehmen die Verantwortung zu tragen hatte, noch bevor irgendwelche Untersuchungsergebnisse vorlagen. Entsprechend sank der Aktienwert dieses Unternehmens weitaus stärker als derjenige der anderen drei Unternehmen.²⁰

Das besondere an den Untersuchungen *Surowieckis* ist das bereits genannte Merkmal der Unabhängigkeit der Teilnehmer im Vergleich zu einer Gruppe, die sich aktiv zusammensetzt und miteinander interagiert. Um effizient zu sein, müssen die einzelnen Mitglieder einer Crowd unabhängig voneinander sein. *Surowiecki* nennt insgesamt vier Merkmale, die nötig sind, um die 'Wisdom of Crowds' anzuzapfen:

„... four conditions [...] characterize wise crowds: diversity of opinion [...], independence [...], decentralization [...], and aggregation ...“²¹

Weiterhin beschreibt er, wie im Gegensatz hierzu, Gruppen tatsächlich beim Treffen von wichtigen Entscheidungen völlig falsch liegen können, was er auf zwei psychologische Ursachen zurückführt: 'confirmation bias'²² und 'group polarization'²³. Der Umstand, dass Gruppen häufig sehr homogen sind, sich daher gleiche Informationen anhäufen und stärkere Gruppenmitglieder, ob gewollt oder nicht, mehr Autorität genießen, kann gerade dazu führen, dass sie schlechter funktionieren als Crowds. Hierbei handelt es sich um eine zunächst intuitiv fragwürdige Annahme,²⁴ die jedoch zumindest in den von *Surowiecki* untersuchten Fällen von empirischen Daten nachgewiesen wird. Angewandt auf Crowdfundings ließe sich hiermit beispielsweise erklären, warum die Ausfallrate im Bereich des Crowdinvesting bisher so unheimlich niedrig ist (s.u. Teil 2 D.I.).

II. Plattform

Als Plattform wird das Internetportal bezeichnet, das Crowdfundings über seine Architektur ermöglicht. Über die Plattform kommen die Veranstalter und die Interes-

19 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 17 ff.

20 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 7 ff.

21 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 10.

22 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 178.

23 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 184.

24 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*, S. 273 f.

sierten Geldgeber zusammen. Hier kann der Kapitalnehmer sein Projekt auf einer Internetseite der Öffentlichkeit vorstellen und angemeldete Nutzer können für individuelle Projekte die gewünschte bzw. allein angebotene Gegenleistung auswählen und Gelder per Mausklick zur Verfügung stellen. Weiterhin dient die Plattform als Kommunikationsforum zwischen den angemeldeten Nutzern und den Projektinitiatoren.

III. Projekt

Die Begriffe Projekt, Kampagne oder Funding sollen in dieser Abhandlung synonym verwendet werden. Gemeint ist damit das von einem Kapitalnehmer auf einer Internetplattform (oder über eine eigene Website) veranstaltete Crowdfunding selbst.

IV. Fundingschwelle und Fundinglimit

Zwei Geldsummen sind für ein Crowdfunding allgemein von Relevanz. Die **Fundingschwelle** und das **Fundinglimit**. Nicht bei jeder Plattform sind beide Instrumente zu finden.

Bei der sogenannten Fundingschwelle handelt es sich um eine Mindestsumme, die erreicht werden muss, damit das Funding überhaupt erfolgreich ist und das Geld an den Kapitalnehmer ausgezahlt wird. Wird diese Schwelle nicht erreicht, so erhalten die Kapitalgeber das Geld zurück oder je nach Ausgestaltung der Plattform wird es überhaupt nicht erst eingezogen. Die Fundingschwelle ist somit auch einer der Gründe (neben z.B. der Provision), warum das Geld nicht von den Kapitalgebern direkt an die Kapitalnehmer geht, sondern das Geld vor der Auszahlung gebündelt wird, entweder durch die Plattform oder, wie in den meisten Fällen, unter Zuhilfenahme eines separaten Zahlungsdienstleisters. Nur so kann sichergestellt werden, dass der Prozess reibungslos abläuft.

Das Fundinglimit bezeichnet die Maximalsumme, die bei einem Funding eingesammelt werden kann. Ist diese erreicht, ist das Crowdfunding vorbei. Ein Fundinglimit wird allgemein nur dann eingesetzt, wenn lediglich ein bestimmtes Kontingent an möglichen Gegenleistungen vorhanden ist. Meist anzutreffen bei Crowdinvestings, wo eine Höchstmenge an Beteiligungen ausgegeben wird. Meist nicht anzutreffen bei Reward-Crowdfundings, da es hier gerade darum geht so viel Geld wie möglich ein-

zusammeln. Bei sehr erfolgreichen Projekten kann dies ein Vielfaches des angestrebten Betrages sein.²⁵

E. Überblick

Die vorliegende Abhandlung teilt sich in drei größere Bereiche: einen beschreibenden Bereich sowie zwei voneinander abzugrenzende rechtliche Bereiche, nämlich Schuld-/Gesellschaftsrecht sowie Kapitalmarktrecht. Zunächst erfolgt eine Beschreibung von Crowdfunding allgemein. In Teil 2 wird auf die Hintergründe und Geschichte des Phänomens eingegangen sowie verschiedene Ausgestaltungen aufgezeigt und genau definiert. Sodann wird in Teil 3 genauer beschrieben welchen Stellenwert Crowdfunding mittlerweile in der Gesellschaft eingenommen hat.

In Teil 4 A. erfolgt eine rechtliche Analyse in Hinblick auf das Schuld- und Gesellschaftsrecht. Hier geht es um grundlegende Fragen wie Vertragsschluss, -inhalt, -pflichten, -einordnung, allgemeine Geschäftsbedingungen sowie Verbraucherschutz. Soweit möglich werden die verschiedenen Arten von Crowdfundings hier zusammen bearbeitet, ohne weiter zu differenzieren. Eine aufgeschlüsselte Analyse erfolgt nur soweit dies notwendig erscheint (etwa bei der Einordnung der verschiedenen Vertragsarten).

Danach erfolgt in Teil 4 B. eine rechtlich spezifische Analyse in Hinblick auf die kapitalmarktrechtlichen Regelungen, welche für Crowdfundings relevant sind. Hierzu gibt es momentan in Deutschland die größte Debatte und ein Crowdfunding stark betreffendes Gesetzesvorhaben – das Kleinanlegerschutzgesetz, dessen Untersuchung einen Schwerpunkt dieser Abhandlung darstellt.

Zum Abschluss wird auf weitere Fragen, wie weitere Regulierungsperspektiven für den deutschen Markt (Teil 4 C.) sowie die gemeineuropäische Perspektive (Teil 5) eingegangen, bevor in einem abschließenden Fazit zur Gesamtschau Stellung genommen wird. Schließlich soll auch der gelegentliche Blick auf den internationalen

²⁵ Z.B. die *Kickstarter* Kampagne der Videospieffirma *Double Fine Productions* zur Entwicklung eines damals noch namenlosen neuen Adventure-Videospiels unter der Leitung von *Tim Schaffer*. Über die ursprünglich angestrebten 400 000 US\$ hinaus wurden in dem Fundingzeitraum allein über *Kickstarter* 3 336 371 US\$ von 87 142 'Backern' eingesammelt, *Kickstarter.com/Double Fine Productions, Inc.*, Double Fine Adventure, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/projects/doublefine/double-fine-adventure> (zuletzt geprüft: 27.08.2014). Außerhalb von *Kickstarter* kamen noch einmal ca. 110 000 US\$ hinzu; *Hamilton*, Double Fine Kickstarter Closes After Raising 3.4 Million Dollars, verfügbar unter: <http://kotaku.com/5893064/double-fine-kickstarter-closes-after-raising-34-million-dollars> (Stand: 13.03.2012, zuletzt geprüft: 12.12.2014), so dass sich die Gesamtsumme auf knapp 3,5 Millionen US\$ belief, was beinahe das neunfache der angepeilten Summe darstellt.

Crowdfunding Markt nicht vernachlässigt werden. Andere Länder stehen vor gleichen Entwicklungen oder haben sogar bereits einen weitaus größeren Markt vorzuweisen als Deutschland.

2. Teil: 'Historische' Entwicklung

Im Folgenden soll zunächst versucht werden im gebotenen Rahmen die Geschichte des Crowdfunding näher zu erläutern (A.). Weiterhin soll eine Abgrenzung zum sogenannten Crowdsourcing gezogen werden (B.). Dieses wird in der weiteren rechtlichen Betrachtung keine bzw. nur eine untergeordnete Rolle spielen, jedoch ist es aufgrund der Entwicklung des Crowdfunding wesentlich, zunächst das Crowdfunding als weitere Kategorie und sodann die Verbindung bzw. den Unterschied zwischen den beiden Varianten zu verstehen. Von einigen Autoren wird das Crowdfunding als Unterkategorie des Crowdsourcing verstanden.²⁶ Von anderen wiederum wird das Crowdfunding als eigenständiges Phänomen neben dem Crowdsourcing verstanden. *Mollick* beschreibt die Verbindung beispielsweise so:

"Crowdfunding draws inspiration from concepts like micro-finance (*Morduch*, 1999) and crowdsourcing (*Poetz and Schreier*, 2012), but represents its own unique category of fundraising, facilitated by a growing number of internet sites devoted to the topic."²⁷

In diesem Sinne soll der Begriff auch in vorliegender Abhandlung Verwendung finden. Zwar aus dem Crowdsourcing entstanden, aber mittlerweile soweit eigenständig, dass man es nicht mehr als bloße Unterkategorie bezeichnen kann.

Nach Vorstellung der Geschichte des Crowdfunding und näherer Abgrenzung zum Crowdsourcing, werden die verschiedenen heute gebräuchlichen Varianten des Crowdfunding näher vorgestellt und allgemein für die weitere Bearbeitung definiert (C.). Letztlich soll auch auf die wirtschaftliche Dimension des Crowdfunding näher eingegangen werden (D.). Dies ist insbesondere von Relevanz, um aufzeigen zu können, dass der Markt für Crowdfunding in den letzten Jahren einen rasanten Wachstumsschwung durchlaufen hat, dessen Ende noch nicht abzusehen ist.

Auch wenn es noch keine vollständige Einigkeit in der Literatur zu den im Folgenden dargestellten Begrifflichkeiten gibt, was von den meisten Autoren auch soweit herausgestellt wird,²⁸ so ist dennoch eine starke Tendenz in Richtung der hier aufgegriffenen Terminologie auszumachen. Diese Abhandlung soll auch einen Beitrag dazu leisten, diese sich neu entwickelnden Begriffe zu verdeutlichen und zu verfestigen.

26 *Kortleben/Vollmar*, *Crowdinvesting*, S. 2 f.

27 *Mollick*, *Journal of Business Venturing* 2013, 1, 2 (*Hervorhebungen* nicht im Original).

28 *Mollick*, *Journal of Business Venturing* 2013, 1, 2.

A. Anfänge des Crowdfunding

Die ersten Crowdfunding Projekte lassen sich auf eine Zeit lange vor den großen Plattformen wie *Kickstarter* und *Co.* zurückführen. Bereits mit Beginn des sich ausbreitenden Internets fingen beispielsweise Musiker an, sich ihr nächstes Album oder etwa eine Tournee direkt durch einen Appell an ihre Fans finanzieren zu lassen. Bereits im Jahre 1997 konnte die britische 'Progressive Rock' Band *Marillion* durch einen Aufruf an ihre Fans über das Internet, für ihre US-Tournee erfolgreich 60 000 US\$ einnehmen und damit die Tournee überhaupt erst ermöglichen, welche mangels Finanzierung durch die damalige Plattenfirma ansonsten nicht zustande gekommen wäre. Seit dem großen Erfolg dieser frühen Crowdfunding Kampagne nutzt die Band das Internet bis heute, um durch Fan Support ihre Arbeit zu finanzieren. Hierdurch hat sie eine gewisse Unabhängigkeit von Musikstudios erlangt.²⁹ So wurde z.B. 2001 das neue Album der Band wiederum durch eine Internetkampagne finanziert, bei der um die 12 000 Fans ganze 12 Monate vor der eigentlichen Veröffentlichung des Albums dieses vorbestellt haben.³⁰ *Mark Kelly*, der Keyboarder der Band, beschreibt die Entwicklung der Band seit 1997 in seinem bezeichnend betitelten TED Vortrag 'How I and our fans invented crowd-funding'.³¹ Diese Formulierung mag zwar etwas übertrieben wirken, hat jedoch zumindest in Bezug auf das Internetzeitalter einen wahren Kern. *Marillions* 1997er Erfolg kann tatsächlich als eines der ersten Crowdfundingprojekte des Internetzeitalters bezeichnet werden.

Auf der Suche nach den Anfängen des Crowdfunding kann man allerdings noch viel weiter in der Geschichte, ja sogar weit vor die Zeit des Internets zurückgehen. *Bareiß* merkt in seinem Aufsatz zur Filmfinanzierung an, dass bereits die Freiheitsstatue durch eine Art von Crowdfunding finanziert wurde, wobei die Spender eine namentliche Nennung in einer Zeitung als Gegenleistung erhielten.³² Tatsächlich handelte es sich hierbei um einen Teil der Summe, welche für den Bau des Sockels der Freiheitsstatue gebraucht wurde. Der damalige Herausgeber der *Brooklyn Sunday Press* und der *New York World* – *Joseph Pulitzer*, veröffentlichte den Spendenaufruf 1885 in seiner Zeitung und bot als Gegenleistung die Namensnennung eines jeden

29 *Spellman*, Crowd Funding, verfügbar unter: http://www.berklee.edu/bt/194/crowd_funding.html (zuletzt geprüft: 24.04.2014).

30 *Masters*, Marillion 'understood where the internet was going early on', verfügbar unter: <http://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382> (Stand: 01.09.2013, zuletzt geprüft: 24.04.2014).

31 *Kelly*, The birth of crowdfunding, verfügbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=AJZvJ2lqZnU> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

32 *Bareiß*, ZUM 2012, 456, 457.

Spenders in selbiger an.³³ Weiterhin verkaufte *Pulitzer* kleine Abbilder der Statue und es wurden verschiedene Fundraising Events veranstaltet. So wurden innerhalb von 5 Monaten von über 120 000 Spendern insgesamt 102 000 US\$ eingesammelt und die Arbeiten an dem Sockel der Statue konnten weitergehen.³⁴ Dieses frühe Beispiel zeigt bereits, welche wichtige Rolle zum einen der Entwicklungsstand des Projektes vor Beginn der Crowdfunding Kampagne und zum anderen mediale Aufmerksamkeit während ihres Laufes spielt. Aus heutiger Sicht ist zudem auf die Rolle von sozialen Medien wie *Facebook* und *Twitter* besonders hinzuweisen.³⁵

Auch das im 17./18. Jahrhundert entstandene Subskriptions- oder Pränumerationsmodell zur (Vorab-)Finanzierung des Drucks von Büchern kann als historischer Vorläufer des Crowdfunding angesehen werden.³⁶ Hierbei handelt es sich um die Vorbestellung eines Buches auf eine Anzeige hin. Bei der Subskription handelt es sich um eine Verpflichtung zu Zahlung und Abnahme, wohingegen bei der Pränumeration bereits mit der Verpflichtung zur Abnahme auch der Kaufpreis im Voraus zu verrichten ist.³⁷ Heute in vielfältigen Varianten und Branchen immer noch vorhanden, handelt es sich somit schlicht um die Vorbestellung für ein noch herzustellendes Produkt, häufig auch in sich wiederholenden Zeitintervallen (dann Abonnement). Nicht nur Bücher und Zeitschriften (hier vor allem Fachliteratur mit einer geringen Leserschaft) werden auf diese Weise vermarktet, sondern beispielsweise auch im Weinhandel ist dieses Modell gebräuchlich. Der besondere Anreiz hierbei ist, neben der geringen Verfügbarkeit mancher Produkte bei oder kurz nach deren Erscheinen, häufig auch ein gewisser Rabatt auf den eigentlichen Preis.³⁸ Selbst bei dem bereits genannten Subskriptionsvertrieb von Büchern erlaubt das in Deutschland geltende Buchpreisbindungsgesetz einen speziellen Subskriptionspreis festzusetzen (vgl. § 5 Abs. 4 Nr. 3

33 *Leimeister*, ZfCM 2012, 388, 389; Harnisch, Crowdfunding – die Macht der Masse, verfügbar unter: <http://webmagazin.de/business/Crowdfunding-Macht-Masse-168248> (Stand: 23.10.2013, zuletzt geprüft: 23.04.2014); v. Müller-Schmale, BaFinJournal 2014, 10, 11.

34 *Leimeister*, ZfCM 2012, 388; *Crowdfunduk*, Crowdfunding lessons from history – The Statue of Liberty, verfügbar unter: <http://crowdfunduk.org/2012/01/05/crowdfunding-lessons-from-history-the-statue-of-liberty/> (Stand: 05.01.2012, zuletzt geprüft: 23.04.2014).

35 *Crowdfunduk*, Crowdfunding lessons from history – The Statue of Liberty, verfügbar unter: <http://crowdfunduk.org/2012/01/05/crowdfunding-lessons-from-history-the-statue-of-liberty/> (Stand: 05.01.2012, zuletzt geprüft: 23.04.2014); *Steinberg/DeMaria/Kimmich*, The Crowdfunding Bible, S. 49.

36 *Lobo*, Die Zukunft des Buchstabenverkaufs, verfügbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=4kyONG0sx80> (Stand: 23.04.2014, zuletzt geprüft: 23.04.2014).

37 *Bürger*, in: Estermann/Wittmann, AfGB, S. 130.

38 *koelner-weinkeller.de*, Bordeaux Subskription (AGB), verfügbar unter: <http://www.koelner-weinkeller.de/agb/bordeaux-subskription/> (zuletzt geprüft: 23.04.2014).

BuchPrG) und ermöglicht damit Rabatte.³⁹ Der Rabattgedanke und besondere Gegenleistungen, die nur für Vorbesteller gelten, finden sich in den Reward-Crowdfunding Projekten beinahe überall, um einen besonderen Anreiz für Investoren zu bieten, überhaupt oder aber möglichst früh zu investieren.⁴⁰

Mozart und *Beethoven* sollen sich ihre Konzerte und Veröffentlichungen von neuen Manuskripten über vorherige Zahlungen von interessierten Geldgebern haben finanzieren lassen.⁴¹ Auch von dem amerikanischen Marktführer *Kickstarter* wird die historische Komponente des Crowdfunding anerkannt und beschrieben als eine Erweiterung des Modells, welches bereits *Mozart*, *Beethoven*, *Whitman* und *Twain* zur Finanzierung ihrer Arbeit genutzt haben.⁴²

Die in vorliegender Abhandlung zu betrachtenden neueren Arten des Crowdfunding über speziell zu diesem Zweck geschaffene Online-Plattformen nahmen ihren Ausgang Anfang des neuen Jahrtausends. Als erstes Beispiel ist hier wohl die Plattform *ArtistShare*⁴³ zu nennen. *ArtistShare* beschreibt sich selbst als "... the Internet's first fan funding platform for artists ...".⁴⁴ Bei dieser von *Brian Camelio* gegründeten Plattform, welche im Jahre 2003 ihr erstes Projekt startete und bis heute erfolgreich am Markt aktiv ist, handelt es sich um eine Plattform, die speziell auf die Musikbranche spezialisiert ist. Fans können hier in die Produktion ihrer Lieblingsmusik investieren. Als Gegenleistung gibt es die unterschiedlichsten Rewards, von dem eigentlich produzierten Album, über Videodokumentationen des Entstehungsprozesses, bis hin zu Privatkonzerten der Künstler. Der Erfolg der dort produzierten Musik und Künstler hat sich mittlerweile in neun gewonnenen *Grammy Awards* für durch die Plattform finanzierte Projekte manifestiert.⁴⁵

Die heute am ehesten mit Crowdfunding in Verbindung gebrachte Plattform ist das amerikanische Portal *Kickstarter*. Gegründet im Jahre 2009 wurden hierüber nach

39 *Harnisch*, Crowdfunding – die Macht der Masse, verfügbar unter: <http://webmagazin.de/business/Crowdfunding-Macht-Masse-168248> (Stand: 23.10.2013, zuletzt geprüft: 23.04.2014).

40 Bei vielen Projekten sind besondere Rewards, die ab einer sehr hohen Summe angeboten werden, in der Stückzahl stark begrenzt. In dem in Fn. 25 beschriebenen Projekt zur Produktion eines Videospiele durch *Double Fine Productions* auf *Kickstarter* beispielsweise gab es ein Treffen mit dem Team nur für maximal vier 'Backer', die mindestens 10 000 US\$ hingaben, *Kickstarter.com/Double Fine Productions, Inc.*, Double Fine Adventure, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/projects/doublefine/double-fine-adventure> (zuletzt geprüft: 27.08.2014).

41 *Hemer*, A snapshot on crowdfunding, S. 1.

42 *Kickstarter.com*, Seven things to know about kickstarter, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/hello?ref=footer> (zuletzt geprüft: 25.04.2014), Nr. 5.

43 <http://www.artistshare.com/v4/>.

44 *ArtistShare*, About Us, verfügbar unter: <http://artistshare.com/v4/About> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

45 *ArtistShare*, About Us, verfügbar unter: <http://artistshare.com/v4/About> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

eigenen Angaben bisher von sechs Millionen Menschen insgesamt über eine Milliarde US\$ in über 60 000 Projekte investiert.⁴⁶ Bei dieser Website handelt es sich um das Paradebeispiel für das, was weiter unten als Reward-Crowdfunding vorgestellt wird (s.u. Teil 2 C.II.). Es geht dabei grob um die Entwicklung neuer Produkte, häufig in Form von Internetdownloads (Musik, Filme, Software), aber nicht annähernd ausschließlich. Projektkategorien umfassen Kunst, Comics, Musik, Filme, Videospiele, Photographie und einige weitere. *Kickstarter* akzeptiert nicht nur Projekte und Geldgeber aus den USA, sondern prinzipiell aus aller Welt.⁴⁷

Eine weitere nennenswerte Plattform, dessen Idee nach eigenen Angaben bereits im Jahre 2008 erste Formen angenommen hat, ist *Indiegogo*. Diese beschränkt sich nicht lediglich auf das Reward-Modell, sondern ist prinzipiell für jede Art von Crowdfunding offen, also auch für das, was weiter unten als Crowdfunding vorgestellt wird (s. 2.C.IV.).⁴⁸ Auch hier gilt, dass der Anwendungsbereich für neue Projektideen lediglich durch die Phantasie der Nutzer beschränkt ist. Genau wie beim Crowdsourcing im Laufe der Zeit immer neuere Ideen und Anwendungsbereiche entstanden sind, kommt es beim Crowdfunding zu immer spannenderen Geldsammelaktionen. Als Beispiel sei nur die über *Indiegogo* erfolgreiche Kampagne eines amerikanischen Ehepaares genannt, Geld für eine In Vitro Fertilisation einzusammeln, damit das unter Unfruchtbarkeit leidende Paar die Möglichkeit bekam, ein Baby zu bekommen.⁴⁹

In Deutschland ließ die Einführung von mit *Kickstarter* vergleichbarer Services noch etwas länger auf sich warten. Die nach eigenen Angaben größte Plattform für Crowdfunding im deutschsprachigen Raum und gleichzeitig erste deutsche Crowdfundingplattform überhaupt ist das im Jahre 2010 gegründete *Startnext*.⁵⁰ Hierbei handelt es sich wiederum um eine Plattform auf der theoretisch alle Varianten eines Crowdfunding möglich sind (Donation-, Reward-Crowdfunding sowie Crowdfunding, wohl nicht Crowdlending). Die Plattform legt dabei jedoch einen großen Wert

46 *Kickstarter.com*, Seven things to know about kickstarter, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/hello?ref=footer> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

47 *Kickstarter.com*, Discover Projects — Kickstarter, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/discover?ref=nav> (zuletzt geprüft: 10.12.2014).

48 *Indiegogo*, About Us, verfügbar unter: <https://www.indiegogo.com/about/our-story> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

49 *Indiegogo*, HELP THE HALEYS HAVE A BABY!, verfügbar unter: <https://www.indiegogo.com/projects/help-the-haleys-have-a-baby#home> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

50 *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Über Startnext, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/Info/startnext.html> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

darauf, dass es sich bei den dort angebotenen Projekten um sog. Kreativprojekte handelt, also solche von Filmemachern, Musikern, Künstlern, usw..⁵¹ *Startnext* versucht damit alle an einem Crowdfunding oder Crowdinvesting Interessierten zufriedenzustellen (s.u. Teil 3 B.). Gerade für das in dieser Abhandlung als Crowdinvesting bezeichnete Modell gibt es jedoch einige spezialisierte Plattformen wie *Seedmatch* (momentan Marktführer, gestartet 2011) oder *Companisto* (gestartet Mitte 2012).

Im Gegenteil zu Reward orientierten Plattformen ist das unter Crowdinvesting weiter unten näher dargestellte Modell der Finanzierung von Startup Unternehmen wiederum gerade in Deutschland anfangs rasend schnell gewachsen. Hier ist durch die bis zum Inkrafttreten des *JOBS-Acts*, welcher in Abschnitt III neue Regeln für Equity-Crowdfunding enthält (sog. *Crowdfunding Act*) und welcher bereits am 05.04.2012 von Präsident *Barack Obama* unterzeichnet wurde, in den USA äußerst restriktive Gesetzeslage für die Entwicklung nach wie vor äußerst hinderlich.⁵² Eine der früheren in den USA ein Crowdinvesting anbietenden Plattformen (*ProFunder*) hat nach eigenen Angaben aufgrund dessen den Betrieb eingestellt.⁵³ Zwar wurde das Gesetz vor über drei Jahren unterzeichnet, jedoch sieht es vor, dass die *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*, ihres Zeichens verantwortlich für die Aufsicht über den Wertpapierhandel in den USA, zunächst die genauen Regeln zu dessen Anwendung ausarbeiten muss. Die Frist hierzu war ursprünglich auf den 01.01.2013 gesetzt, jedoch ist bis heute keine endgültige Fassung eines Regelwerkes erschienen und es ist momentan auch noch nicht genau absehbar, wann bzw. ob dies geschieht. Nach eigenen Angaben der *SEC* wird der Prozess voraussichtlich Anfang 2016 abgeschlossen sein.⁵⁴ Kritischere Stimmen gehen davon aus, dass der *Crowdfunding Act* bereits begraben wurde und hinter den Kulissen an einem neuen Konstrukt gearbeitet wird.⁵⁵ Schaut man sich den Reward-Crowdfunding Markt in den USA an und vergleicht dessen Größe mit dem Markt in Deutschland, so ist davon auszugehen, dass

51 *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Über Startnext, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/Info/startnext.html> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

52 *Fouse*, *The Crowdfunding Act: A New Frontier*, verfügbar unter: http://works.bepress.com/lindsay_fouse/1/ (zuletzt geprüft: 04.04.2014), S. 7 f., 14.

53 *Rao*, *Fundraising Platform For Startups ProFounder Shuts Its Doors*, verfügbar unter: <http://techrunch.com/2012/02/17/startup-fundraising-platform-profounder-shuts-its-doors/> (Stand: 17.02.2012, zuletzt geprüft: 08.06.2015); *Beck*, *Crowdinvesting*, 3. Aufl., S. 213.

54 *Harrington*, *Will JOBS Act Equity Crowdfunding Ever Happen?*, verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/kevinharrington/2015/02/03/will-jobs-act-equity-crowdfunding-ever-happen/> (Stand: 03.02.2015, zuletzt geprüft: 08.06.2015).

55 *Guzik*, *JOBS Act State of the Union: What's Become of Regulation A+ and Crowdfunding?*, verfügbar unter: <http://www.crowdfundinsider.com/2015/03/64148-jobs-act-state-of-the-union-whats-become-of-regulation-a-and-crowdfunding/> (Stand: 11.03.2015, zuletzt geprüft: 08.06.2015).

auch der Crowdfunding Markt, nach der Implementierung neuer Regeln, stark anwachsen und den deutschen Markt schnell überholen wird.

B. Abgrenzung zum Crowdsourcing

Beim Crowdsourcing handelt es sich um ein Phänomen, welches in Bezug auf das Informationszeitalter mindestens so alt ist wie das Internet selbst. Dies gilt selbst in Angesicht der Tatsache, dass der Begriff als solcher noch nicht so alt ist. Von Anfang an wurden durch das Internet menschliche Ressourcen zusammengeführt und gebündelt. In vielen Fällen geschah dies ohne wirtschaftliche Interessen der Beteiligten. Die Geschichte des Internets ist fest verknüpft mit der Arbeit von Freiwilligen in Kooperation mit anderen Freiwilligen. Man schaue nur auf die grundlegende Architektur des Internets, welche in weiten Teilen von der *Internet Engineering Task Force (IETF)* entwickelt und vorangetrieben wird. Diese gemeinnützige Nichtregierungsorganisation, ist verantwortlich für allgemeine Standards des Internet, welche die Kommunikation hierüber überhaupt erst möglich machen. Jedermann kann an den verschiedenen Projekten mitwirken und an den regelmäßigen Treffen oder Konferenzen teilnehmen. Das erste Treffen, damals noch nicht in demselben Umfang und derselben Offenheit wie heute, fand bereits im Jahre 1986 statt.⁵⁶

Weitaus bekannter als die *IETF* sind jedoch diverse andere Projekte des Informationszeitalters, welche allesamt über die freiwillige Kooperation von Individuen aus aller Welt zustande gekommen sind. Man denke hier vor allem an frei zugängliche Software wie beispielsweise *Linux* mit seiner für das Informationszeitalter langen Geschichte, welche im Jahre 1991 begann als *Linus Torvalds* die erste Version (0.01) des *Linux* Kernels veröffentlichte⁵⁷. Oder aber Projekte wie *Wikipedia*, welches es in kurzer Zeit geschafft hat durch die freiwillige Zusammenarbeit von Menschen in aller Welt zu einem unvergleichlichen Fundus an Informationen zu werden, welcher in einer Unmenge von Sprachen (beinahe) überall auf der Welt abgerufen werden kann und in einigen, wenn auch leicht umstrittenen Qualitätstests, klassische Nachschlage-

56 *IETF*, The Tao of IETF: A Novice's Guide to the Internet Engineering Task Force, verfügbar unter: <http://www.ietf.org/tao.html> (Stand: 02.11.2012, zuletzt geprüft: 22.04.2014); *IETF*, About the IETF, verfügbar unter: <http://www.ietf.org/about/> (Stand: 18.03.2014, zuletzt geprüft: 22.04.2014).

57 *Hasan*, History of Linux, verfügbar unter: <http://www.ragibhasan.com/linux/> (Stand: 18.10.2005, zuletzt geprüft: 22.04.2014).

werke wie den *Brockhaus* oder die *Encyclopaedia Britannica* schon lange überholt hat.⁵⁸

Den Begriff Crowdsourcing im hier dargestellten Sinne, d.h. im Sinne einer Ansammlung von Menschen, die Know-How, Arbeitskraft und -zeit oder andere Ressourcen für eine gruppendynamische Aktivität zur Verfügung stellen, hat in Hinblick auf das Internet und dessen Kommunikationsmöglichkeiten eine wesentlich größere Bedeutung erlangt. Der Begriff Crowd zur Bezeichnung einer Ansammlung von Menschen im Sinne einer Bündelung ihrer Intelligenz bzw. Fähigkeiten taucht bereits 2004 in *James Surowieckis* Buch „The Wisdom of Crowds“⁵⁹ auf (s.o. Teil 1 D.I.).

Der Begriff des Crowdsourcing wiederum entstammt einer Abwandlung des Begriffs Outsourcing und wurde als solcher geprägt von *Jeff Howe* im Juni 2006. In seinem Artikel „The Rise of Crowdsourcing“ für das Magazin *Wired* beschreibt er das Phänomen so:

"Remember outsourcing? Sending jobs to India and China is so 2003. The new pool of cheap labor: everyday people using their spare cycles to create content, solve problems, even do corporate R & D."⁶⁰

Für einige Zeit nach Veröffentlichung des Artikels hat *Howe* einen Blog zum Thema Crowdsourcing betrieben⁶¹ auf welchem er zwei kurze Definitionen für den von ihm mitgeprägten Begriff gibt:

"I like to use two definitions for crowdsourcing:

The White Paper Version: Crowdsourcing is the act of taking a job traditionally performed by a designated agent (usually an employee) and outsourcing it to an undefined, generally large group of people in the form of an open call.

The Soundbyte Version: The application of Open Source principles to fields outside of software."⁶²

58 *Spiegel Online*, Vergleichstest: Wikipedia schlägt die Profis, verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/netzwelt/web/vergleichstest-wikipedia-schlaegt-die-profis-a-521457.html> (Stand: 05.12.2007, zuletzt geprüft: 16.04.2014); *Kalenda*, Studie: Wikipedia ist zuverlässiger als Encyclopaedia Britannica, verfügbar unter: <http://www.zdnet.de/88117622/studie-wikipedia-ist-zuverlassiger-als-encyclopaedia-britannica/> (Stand: 04.08.2012, zuletzt geprüft: 16.04.2014).

59 *Surowiecki*, *Wisdom of Crowds*.

60 *Howe*, *The Rise of Crowdsourcing*, verfügbar unter: <http://archive.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html> (zuletzt geprüft: 04.04.2014), S. 1; R&D steht als Abkürzung für Research & Development.

61 <http://www.crowdsourcing.com> (letzter Eintrag vom 11.05.2010, zuletzt geprüft: 16.04.2014).

62 *Howe*, *Crowdsourcing* (Blog), verfügbar unter: <http://www.crowdsourcing.com/cs/> (zuletzt geprüft: 04.04.2014), **Hervorhebungen** im Original.

Insbesondere die zweite Definition ist mit ihrem Bezug auf die Open Source Bewegung von Relevanz. Wie zu Beginn dieses Abschnittes angedeutet gab es von Anfang an innerhalb der sich neu aufbauenden Internetgemeinschaft Bestrebungen zur Kooperation. Die Open Source Bewegung, initiiert durch *Richard Stallman* mit Gründung der *Free Software Foundation* und der Veröffentlichung seines *GNU Manifests* über freie Software im Jahre 1985,⁶³ spielt hierbei eine entscheidende Rolle und hat über die Jahre und vor allem aus heutiger Sicht eine nicht zu unterschätzende Marktposition erlangt. Insbesondere Großprojekte wie das bereits angesprochene *Linux*, *OpenOffice* oder der Internetbrowser *Firefox*, um nur drei Beispiele aus einer Unmenge an weiteren Möglichkeiten auszuwählen, sind aus dem Alltag vieler Computer- bzw. Internetuser, ja gar Großunternehmen oder Behörden⁶⁴ nicht mehr wegzudenken.

Im Deutschen ließe sich für Crowdsourcing der Begriff 'Schwarmauslagerung'⁶⁵ verwenden, jedoch ist wie bei der deutschen Übersetzung des Begriffs Crowdfunding ('Schwarmfinanzierung') auch, dieser nicht sonderlich gebräuchlich und wirkt etwas hölzern. Noch allgemeiner als durch *Howe*, lässt sich Crowdsourcing, wie von *Klöhn/Hornuf* als das

„[...] Sammeln von Beiträgen einer Vielzahl von Menschen zur Erreichung eines gemeinsamen Ziels.“⁶⁶

definieren. Diese Beiträge sind dabei im allgemeinen immaterieller Natur, z.B. das Einbringen von Know-How oder (Arbeits-)Zeit in ein Projekt. Eine materielle Gegenleistung wird im allgemeinen nicht gewährt.⁶⁷ Typische Anwendungsbereiche sind die Sammlung von Ideen, die Lösung von Problemen oder das Designen von Kreativprojekten, wie z.B. Logos. Auch der öffentliche Beta-Test von neuer Software

63 *Hasan*, History of Linux, verfügbar unter: <http://www.ragibhasan.com/linux/> (Stand: 18.10.2005, zuletzt geprüft: 22.04.2014), *GNU* steht als Abkürzung für 'GNU is not Unix' und war als Anspielung auf das damals nicht freie Betriebssystem *Unix* gewählt. *Stallman* hat unter dem Dach der *Free Software Foundation* verschiedene *GNU General Public Licenses* (GNU GPL Lizenzen) veröffentlicht, die im Bereich freier Software große Verbreitung gefunden haben. Siehe hierzu auch: <https://gnu.org/licenses/licenses.html> (zuletzt geprüft: 22.04.2014).

64 Beispielsweise hat die Stadtverwaltung München im Dezember 2013 verkündet, dass nach 10 Jahren Arbeit endgültig die Gesamtzahl von 15 000 Arbeitsplätzen der Stadtverwaltung erfolgreich auf *Linux* umgestellt wurden, *Heise*, Linux in München: Alle Rechner sind migriert, verfügbar unter: <http://www.heise.de/open/meldung/Linux-in-Muenchen-Alle-Rechner-sind-migriert-2065559.html> (Stand: 13.12.2013, zuletzt geprüft: 16.04.2014).

65 *Kortleben/Vollmar*, Crowdinvesting, S. 3.

66 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 239.

67 *Howe*, Crowdsourcing, S. 7 ff.; als Beispiel für Crowdsourcing mit einer geringen finanziellen Gegenleistung nennt *Howe* etwa *iStockphoto*, eine Internetplattform welche Hobbyphotographen nutzen können, um ihre besten Bilder für eine geringe Summe zu verkaufen.

vor ihrer eigentlichen Marktreife wird häufig von Firmen gewählt, um damit die Kosten für hausinterne Testläufe sparen zu können. Schnelle Internetverbindungen ermöglichen es Softwareherstellern ihr Produkt im Vorhinein an tausende von Testnutzern zu verteilen. Diese Nutzer haben den Vorteil die Software im Vorhinein kostenlos verwenden zu können und die Firma hat den Vorteil, Berichte über Fehler oder Programmabstürze zu erhalten. Die reine Menge an möglichen Beta-Testern macht diese Praxis zu einer wichtigen Komponente vor allem in Großprojekten wie neuen Videospielen.⁶⁸ Auch ein Branchenriese wie *Microsoft* setzt vor Einführung von neuen Produkten, wie z.B. dem Betriebssystem *Windows* auf öffentliche Betatests.⁶⁹

Ein weiteres interessantes Beispiel, welches bereits im Jahre 1999 begann und noch immer läuft, ist das *SETI@home* Projekt der Universität *Berkeley*.⁷⁰ *SETI* steht für 'Search for Extraterrestrial Intelligence', es handelt sich also um ein wissenschaftliches Projekt zur Suche nach außerirdischem Leben, welches Radioteleskopdaten auswertet. *@home* bezeichnet die Partizipation der Internetgemeinde. Anders als bei sonstigen Crowdsourcing Projekten wird hier nach ungenutzter Rechenleistung des heimischen Computers einer Vielzahl von Nutzern gefragt. Diese laden sich eine freie Software auf ihren Rechner zu Hause herunter, welche dann von einem zentralen Server die Radioteleskopiedaten zur Analyse erhält. Nach Beendigung der Analyse des jeweiligen kleinen ausgelagerten Teils, schickt die Software die Ergebnisse zurück an den zentralen Server. Über das Internet kommt es so zur Erschaffung eines virtuellen Großrechners den das *SETI* Projekt nicht selbst bereitstellen muss.⁷¹ Die Beteiligung der Nutzer der Software ist auch hier ohne Gegenleistung und somit rein ideeller Natur. Der große Erfolg von *SETI@home* führte zur Entwicklung ähnlicher Projekte wie

68 So hat beispielsweise *Microsoft* Ende 2014 ein dreiwöchiges Beta-Test Event für ihr in 2015 zu veröffentlichendes Videospiel *Halo 5* für die Konsole *Xbox One* veranstaltet. Jeder, der vorher die *Halo: The Master Chief Collection* gekauft hatte oder aber ein Mitglied des *Xbox Live Preview*-Programms war, konnte hieran teilnehmen, *Gamespot.com*, Halo 5 Beta Arrives Today For Some, Watch New Trailer Now, verfügbar unter: <http://www.gamespot.com/articles/halo-5-beta-arrives-today-for-some-watch-new-trail/1100-6424320/> (zuletzt geprüft: 08.06.2015).

69 Z.B. wurde vor der Veröffentlichung des aktuellen Betriebssystems *Windows 8* zunächst eine sich an Entwickler gerichtete sog. 'Developer Preview' und etwas später eine sich an Endnutzer richtende sog. 'Consumer Preview' veröffentlicht. Beide Varianten waren frei verfügbar über das Internet herunterzuladen und hatten eine Art Verfallsdatum, bis zu diesem man die jeweilige Version benutzen konnte, *Stern*, Microsoft releases Windows 8 Developer Preview, announces Windows Store (update: it's out early!), verfügbar unter: <http://www.theverge.com/2011/09/13/microsoft-releases-windows-8-developers-preview-announces-windows-store> (Stand: 13.09.2011, zuletzt geprüft: 10.12.2014); *BBC News*, Windows 8: Microsoft unveils consumer preview, verfügbar unter: <http://www.bbc.com/news/technology-17205753> (Stand: 29.02.2012, zuletzt geprüft: 10.12.2014)

70 Howe, Crowdsourcing, S. 12.

71 *SETI@home*, Über *SETI@home*, verfügbar unter: http://setiathome.berkeley.edu/sah_about.php (zuletzt geprüft: 22.04.2014).

foldings@home der *Stanford University* zur Erforschung der Faltung von Proteinen⁷² oder dem mittlerweile beendeten *Cancer Research Project* der *Oxford University*.⁷³

Die Beispiele sind vielfältig und das weitere Potential sicherlich noch lange nicht ausgeschöpft. Hier sind der Phantasie keine Grenzen gesetzt. *Shirky* beschreibt in seinem 2012er TED Vortrag, wie sich mittels der Internetplattform *Github*, eine Plattform für die Entwicklung von Open Source Software, Politik betreiben und Gesetze entwerfen lassen.⁷⁴ Die isländische Regierung hat bereits versucht die neue Verfassung Islands über ein Crowdsourcing Projekt entwerfen zu lassen. Ein Projekt, dass über soziale Medien und das Internet allgemein für viel Aufmerksamkeit gesorgt hat.⁷⁵ Zwar wurde die Verfassung nicht komplett von der Crowd geschrieben, wie man es etwa von *Linux* her kennt, jedoch war die Arbeit des Verfassungsrates, welcher aus 25 Personen bestand, komplett öffentlich über das Internet verfolgbar. Jeder Vorschlag konnte von der Crowd kommentiert werden und führte zu einer Ansammlung von Feedback, welches in den nächsten Entwurf eingearbeitet wurde. Die Verfassung wurde zwar letztlich nicht erlassen, jedoch zeigt dieses Experiment, dass der politische, ja sogar der Gesetzgebungsprozess nicht auf einige wenige Spitzenpolitiker und Experten beschränkt bleiben muss.⁷⁶

Die sich im Rahmen des Crowdsourcing ergebenden rechtlichen Probleme sind von völlig anderer Art als diejenigen, welche sich im Rahmen der verschiedenen Arten des Crowdfunding zeigen. Aus diesem Grunde wird das Crowdsourcing vorliegend gesondert behandelt und spielt im weiteren Verlauf der Bearbeitung nur eine

72 *Folding@home*, About Us, verfügbar unter: <https://folding.stanford.edu/home/about-us/> (Stand: 31.08.2013, zuletzt geprüft: 22.04.2014).

73 *Grid.org*, GRID.ORG™ - Cancer Research Project, verfügbar unter: <http://web.archive.org/web/20070320121712/http://www.grid.org/projects/cancer/> (zuletzt geprüft: 22.04.2014).

74 *Shirky*, How the Internet will (one day) transform government, verfügbar unter: http://www.ted.com/talks/clay_shirky_how_the_internet_will_one_day_transform_government#t-1095859 (Stand: 06.2012, zuletzt geprüft: 09.04.2014).

75 *Siddique*, Mob rule: Iceland crowdsources its next constitution, verfügbar unter: <http://www.theguardian.com/world/2011/jun/09/iceland-crowdsourcing-constitution-facebook> (Stand: 09.06.2011, zuletzt geprüft: 09.06.2015), ein Mitglied des Verfassungsrates wird wie folgt zitiert: "I believe this is the first time a constitution is being drafted basically on the internet," said Thorvaldur Gylfason, member of Iceland's constitutional council. "The public sees the constitution come into being before their eyes ... This is very different from old times where constitution makers sometimes found it better to find themselves a remote spot out of sight, out of touch."

76 *Landemore*, We, All of the People, verfügbar unter: http://www.slate.com/articles/technology/future_tense/2014/07/five_lessons_from_iceland_s_failed_crowdsourced_constitution_experiment.single.html (Stand: 31.07.2014, zuletzt geprüft: 09.06.2015).

sehr untergeordnete Rolle. Für den hier angestrebten umfassenden Ansatz ist es jedoch unentbehrlich auch hierauf kurz einzugehen.

Die im Rahmen des Crowdfunding zu findenden Problembereiche hängen vor allem mit der jeweiligen Vertragsgestaltung und -einordnung zusammen. Bei allen weiter unten vorgestellten Formen geht es um materielle Werte, also dem Austausch von Leistung und Gegenleistung (mit Ausnahme des in der späteren rechtlichen Betrachtung ebenfalls ausgeklammerten Donation Modells, s. Teil 2 C.I.). Im deutschen Recht, auf welches diese Abhandlung vorrangig eingehen möchte, gibt es keinen vertypen 'Crowdfundingvertrag' im BGB (noch sonst in einem Gesetz). Das erste Problem ist somit die rechtliche Einordnung der unterschiedlichen Vertragswerke, welche am Markt vorzufinden sind, in bestehende Vertragskonstruktionen. Weitere Probleme tauchen dann auf, wenn das Projekt entweder völlig erfolglos oder im Nachhinein nicht im vollen Umfang den Erwartungen der Kapitalgeber entspricht und sich die Investition somit nicht in der gewünschten Weise manifestiert.

Beim Crowdsourcing ist dies anders. Hier liegt der Schwerpunkt zwar wiederum auf einer gemeinsamen Zweckerreichung, jedoch gibt es keine monetären Investitionen oder Gegenleistungen. Probleme können sich bei der Schöpfung eines kreativen Werkes durch eine Vielzahl von Personen oder durch die Auswahl eines Werkes nur einer eingereichten Arbeit, vor allem im Rahmen des Urheberrechts ergeben. Zunächst muss für jede Einreichung das Nutzungsrecht geklärt werden. Weiterhin ist es für denjenigen, der sich auf die Crowd verlässt, oftmals schwierig nachzuprüfen ob es sich bei der eingereichten Idee um eine tatsächliche Neuheit oder eventuell um ein Plagiat handelt. Die sich hieraus ergebende Schwierigkeit für den Initiator der Crowdsourcing Kampagne ist, wie er sich rechtlich absichern kann, für den Fall, dass die Verwendung eines Werkes Rechte anderer verletzt. In den Teilnahmebedingungen wird womöglich versucht werden, eventuelle Schadensersatzansprüche auf die Teilnehmer abzuwälzen.⁷⁷

Obwohl einer weiteren Begutachtung sicherlich wichtige und spannende Schlüsse entspringen können, soll das Crowdsourcing hier nicht weiter aufgearbeitet werden. Diese Abhandlung versteht sich als ein Beitrag zu neuen Finanzierungsformen mittels verschiedener Crowdfunding Ansätze und soll daher auf Modelle beschränkt werden, bei denen es um die Hingabe von Geldern für Projekte oder Unternehmen geht.

⁷⁷ *Ulbricht, Crowdsourcing & Recht - Wer trägt die rechtlichen Risiken?*, verfügbar unter: <http://www.rechtzweinnull.de/archives/47-Crowdsourcing-Recht-Wer-traegt-die-rechtlichen-Risiken.html> (zuletzt geprüft: 07.02.2014).

C. Arten des Crowdfunding

Zunächst sind die verschiedenen Arten des Crowdfunding zu definieren und ihre Zielsetzung sowie allgemeine Funktionsweise darzustellen. Auf die spezielle Funktionsweise einzelner Anbieter wird erst in Teil 3 genauer eingegangen. Trotz in der Literatur unterschiedlicher Verwendung der im Folgenden dargestellten Begrifflichkeiten lässt sich eine gewisse Tendenz in Richtung der hier vorgenommenen Kategorisierung ausmachen. Zwar wird zum jetzigen Zeitpunkt nicht jeder darin übereinstimmen, jedoch ist es für die weitere Bearbeitung von entscheidender Bedeutung die Begriffe vorab zu klären. Auch für die zukünftige Behandlung ist es, wie bei jedem neuen Thema, unerlässlich sich auf eine gewisse sprachliche Grundlage zu einigen. Verwendung findet im Folgenden bewusst die sich mittlerweile im Alltag eingebürgerte englische Terminologie. Der häufig als Fußnote zu findende Begriff der 'Schwarmfinanzierung' ist zum einen zu vage, da nicht genau herausgestellt ist, welche Art des Crowdfunding damit letztlich gemeint ist, zum anderen ist äußerst fraglich, ob sich dieser Begriff in Zukunft in der Öffentlichkeit und Fachliteratur durchsetzen wird.

Bei dem englischen Begriff 'Crowdfunding' handelt es sich bezeichnenderweise um eine Zusammensetzung der beiden Wörter 'Crowd' und 'Funding'. 'Crowd' im Sinne einer koordinierten Ansammlung von Menschen wurde bereits definiert (s.o. Teil 1 D.I.). 'Funding' wiederum kann schlicht als finanzieren übersetzt werden. Zusammengesetzt lässt sich hieraus die Minimaldefinition für Crowdfunding ableiten, welche auch von *Klöhn/Hornuf* in Anlehnung an ihre Definition für Crowdsourcing entwickelt wurde. Demnach lässt sich Crowdfunding allgemein bezeichnen als

„[...] das Sammeln von **Finanzierungsbeiträgen** einer Vielzahl von Menschen zur Erreichung eines gemeinsamen Ziels“.⁷⁸

Dieses Ziel kann unterschiedlicher Natur sein. So ist Crowdfunding möglich für die Finanzierung der Entwicklung und Herstellung eines neuen Produktes,⁷⁹ für die Anfangsfinanzierung neuer Startup Unternehmen,⁸⁰ die Finanzierung von Veranstaltungen,⁸¹ die Förderung wohltätiger oder gemeinnütziger Zwecke,⁸² ja sogar für die Finanzierung von öffentlichen Einrichtungen,⁸³ oder die Finanzierung einer Unterwas-

78 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 239 (**Hervorhebung** nicht im Original).

79 Z.B. über Kickstarter, <https://www.kickstarter.com/>.

80 Z.B. über Seedmatch, <https://www.seedmatch.de>.

81 Z.B. über Crowdfunder, <https://www.crowdfunder.com/>.

82 Z.B. über JustGiving, <https://www.justgiving.com/>.

83 Z.B. über Citizeninvestor, <http://www.citizeninvestor.com/>.

serhochzeit inklusive neuem Guinness Rekord.⁸⁴ Die Möglichkeiten sind, wie bereits erwähnt, grundsätzlich nur durch die Phantasie der Initiatoren beschränkt. Für alle möglichen Anwendungsbereiche gibt es mittlerweile spezialisierte Internetplattformen und es werden kontinuierlich neue Plattformen gestartet, während andere den Dienst wieder einstellen. So unterschiedlich die Zielsetzungen beim Crowdfunding sind, so unterschiedlich sind dann auch die darunter liegenden rechtlichen Konstruktionen. Der Begriff Crowdfunding lässt sich für verschiedenartigste zivilrechtliche Vereinbarungen verwenden (etwa Schenkung, Kaufvertrag, Darlehen, stille Beteiligung).⁸⁵ Ein Großteil dieser Abhandlung wird darin bestehen, diese rechtlichen Konstruktionen genauestens zu untersuchen und zu kategorisieren (Teil 4).

Neben der genauen Wortbedeutung weiterhin nicht einvernehmlich geklärt, ist die Abgrenzung der verschiedenen Arten von Crowdfunding. *Klöhn/Hornuf* z.B. nehmen eine Einteilung in drei verschiedene Varianten vor (Crowdsourcing, Crowdfunding und Crowdinvesting), wobei anders als hier das Crowdsourcing als Oberkategorie verwendet wird und Crowdfunding eine Unterform des Crowdsourcing, das Crowdinvesting wiederum eine Unterform des Crowdfunding darstellt.⁸⁶ Zwar sind innerhalb ihres Ansatzes die Definitionen der jeweiligen Formen den hier verwendeten Definitionen ähnlich, jedoch erscheint eine Einteilung in Unterformen und ein Rangverhältnis des einen zum anderen weder zielführend noch notwendig. Auch für die rechtliche Betrachtung ist ein solches Rangverhältnis nicht zwingend.

Die folgende Abgrenzung und Einordnung in mindestens vier verschiedene Varianten des Crowdfunding scheint am plausibelsten. Die jeweilige Grenze zwischen den einzelnen Formen wird gezogen anhand ihrer Funktionsweise bzw. ihres Zieles. So sind grob vier verschiedene Möglichkeiten auszumachen, auf welche Art Gelder von einzelnen Kapitalgebern, über eine Crowdfunding Plattform als Mittler, an ein Projekt fließen können. Diese vier Varianten sind:⁸⁷

84 *Donationto.com*, Honeymoon & Wedding Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.donationto.com/blog/honeymoon-wedding-crowdfunding/> (Stand: 03.09.2013, zuletzt geprüft: 24.04.2014).

85 *Regierer/Mühling/Haupt*, Stiftung & Sponsoring (Rote Seiten) 2015, 1, S. 3.

86 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 239; auch *Moritz/Block* nehmen in ihrer Literaturobwertung zu Crowdfunding und Crowdinvesting diese Einordnung in ein Rangverhältnis vor und bezeichnen Crowdfunding als einen 'Teilbereich' des Crowdsourcing, *Moritz/Block*, Crowdfunding und Crowdinvesting: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur (Crowdfunding and Crowdinvesting: A Review of the Literature), verfügbar unter: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2274141> (Stand: 09.2013, zuletzt geprüft: 02.07.2014), S. 4.

87 Sehr ähnlich auch die Einteilung der Europäischen Kommission, *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014).

1. Spenden (Donation Modell)

2. die Geldhingabe für eine Gegenleistung im Sinne

- a) eines Produktes oder sonstiger Gegenleistung, die nicht eine Rendite in Geld ist (Reward Modell)**
- b) von Zinsen (Lending oder Kredit Modell)**
- c) einer Beteiligung am finanziellen Erfolg des jeweiligen Unternehmens oder Einzelprojektes (Investment Modell)**

Diese Einordnung stellt für sich genommen jedoch kein Dogma dar und soll nicht ausschließen, dass man weitere feinere Unterscheidungen ziehen kann. Auch das auftreten von Mischformen soll nicht ausgeschlossen werden, sondern wird vielmehr innerhalb der jeweiligen Punkte mit angesprochen. Was allen Arten gemeinsam ist, ist die Einnahme von Finanzierungsmitteln von einer nicht näher definierten und theoretisch unbegrenzten Menge an Kapitalgebern (eben der Crowd). Die einzelnen Beiträge können insoweit von verschwindend geringer Höhe sein und erst durch die Menge an Kapitalgebern das eigentliche Finanzierungsziel erreicht werden. *Mollick* beschreibt es folgendermaßen:

"Crowdfunding refers to the efforts by entrepreneurial individuals and groups – cultural, social, and for-profit – to fund their ventures by drawing on relatively small contributions from a relatively large number of individuals using the internet, without standard financial intermediaries."⁸⁸

Wie in dieser Definition richtig festgestellt, ist die Möglichkeit, sich mit seiner Idee an ein unbegrenztes Publikum von potentiellen Investoren zu wenden, erst in neuerer Zeit durch das Internet entstanden. Die Einbeziehung von neuen Technologien und einer unbegrenzten Menge an potentiellen Investoren stellt damit auch die Besonderheit dar, auf welche im Rahmen der rechtlichen Betrachtung genauer einzugehen sein wird. Einen Crowdfunding Vertrag gibt es als solchen im deutschen Recht nicht. Vielmehr werden die verschiedenen Ansätze bisher im Rahmen von klassischen rechtlichen Institutionen verortet (z.B. Darlehen oder stille Beteiligungen). Wie sich diese klassischen Instrumente des Zivilrechts auf die sich aus der Crowd ergebenden Besonderheiten und neuen Fallgestaltungen anwenden und anpassen lassen, ist ein weiterer Schwerpunkt dieser Abhandlung. Im Folgenden sollen nunmehr die vier aufgezeigten Varianten im einzelnen genauer dargestellt werden.

⁸⁸ *Mollick*, Journal of Business Venturing 2013, 1, 2.

I. Donation-Crowdfunding

Bei der möglicherweise ältesten Form des Crowdfunding, geht es schlicht um die Realisierung eines Zweckes durch das Einsammeln von Spenden. Häufig Gebrauch gemacht wird von diesem Modell für wohltätige oder künstlerische Zwecke. Wie das oben bereits erwähnte Beispiel der Freiheitsstatue zeigt, kann es eine ideelle Gegenleistung wie beispielsweise die Aufnahme des Namens in eine Spender- oder Unterstützerliste als Gegenleistung geben. Bei der Finanzierung eines Filmes kann z.B. der Name mit in den Abspann aufgenommen werden. Manche Autoren wollen hier noch weiter unterteilen in ein Spendenmodell ohne jegliche, auch lediglich ideelle, Gegenleistung wie eine Namensnennung (Crowddonating) und ein Spendenmodell mit besagter ideeller Gegenleistung (Crowdsupporting).⁸⁹

Mischformen des Spenden-Modells sind vor allem mit dem Reward-Crowdfunding möglich.⁹⁰ Ein Blick auf die U.S. Plattform *Kickstarter* zeigt, dass bei den meisten Projekten erst ab einer gewissen Summe eine materielle Gegenleistung ausgeht. Es werden jedoch auch Spenden darunter angenommen, mit der einfachen Erklärung, dass der Geldgeber damit in den Kreis der Förderer aufgenommen wird, beispielsweise bei Computer-Spielen verbunden mit einer Nennung im Abspann oder dem beigelegten Begleitbuch⁹¹. Auch bei der deutschen Plattform *Startnext* ist eine bloße Spende ohne bzw. mit lediglich ideeller Gegenleistung möglich.⁹² Beide Varianten, allein oder als Mischform, werden auch als Crowdsponsoring bezeichnet.⁹³

⁸⁹ Kortleben/Vollmar, *Crowdinvesting*, S. 6 f..

⁹⁰ Europäische Kommission, Minutes of the 2nd European Crowdfunding Stakeholder Forum meeting Held on 3 November 2014, in Brussels, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/141103-minutes_en.pdf#maincontentSec6 (zuletzt geprüft: 05.06.2015), S. 1.

⁹¹ Ein Beispiel von vielen auf *Kickstarter*: das erfolgreich finanzierte Projekt *Baker Street: Roleplaying in the World of Sherlock Holmes* der amerikanischen Videospieleschmiede *Fearlight Games* wirbt für die 'Spende' von einem Dollar mit den Worten: „**Pledge \$1 or more** [...] Street Urchin - Our sincerest thanks for your support! Everyone who contributes at the Street Urchin level will have their name listed as a Kickstarter contributor in the Baker Street rulebook.“; erst ab 10 US\$ Einsatz gibt es ein Set von drei Spielwürfeln als materielle Gegenleistung, zusätzlich zu der Namensnennung im Regelbuch, *Fearlight Games*, *Baker Street: Roleplaying in the World of Sherlock Holmes*, verfügbar unter: https://www.kickstarter.com/projects/fearlightgames/baker-street-roleplaying-in-the-world-of-sherlock?ref=home_spotlight (zuletzt geprüft: 17.02.2014).

⁹² Ein Beispiel von vielen auf *Startnext*: die Crowdfunding Kampagne für den Spielfilm *Amok* wirbt mit einer Namensnennung in kleiner Schriftart ab 5 Euro Förderung und einer Namensnennung in Großschrift ab 10 Euro Förderung, jeweils sowohl im Abspann des Films sowie auf der Film-Webseite. Erst ab 15 Euro gibt es eine materielle Gegenleistung in Form einer CD mit der Filmmusik, *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, *Amok*, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/amok-spielfilm> (Stand: 17.02.2014, zuletzt geprüft: 17.02.2014).

⁹³ Europäische Kommission, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 3.

Die rechtlichen Problemstellungen, die sich bei dem reinen Spendenmodell ergeben sind für die weitere Bearbeitung lediglich von untergeordneter Bedeutung. Es ergeben sich etwa Fragen aus dem Schenkungsrecht (z.B. Zweckverfehlung) oder aber im Zusammenhang mit rein strafrechtlichen Fallgestaltungen (z.B. Betrug). In- des soll auf strafrechtliche Aspekte in dieser Abhandlung nicht eingegangen werden. Zum anderen möchte sich diese Abhandlung auf Fallgestaltungen beschränken, in denen eine materielle Gegenleistung versprochen wird. Da beim reinen Spendenmodell dies von vornherein nicht der Fall ist, wird dies hier auch keinen Schwerpunkt darstellen.

II. Reward-Crowdfunding

Das Reward-Crowdfunding ist dasjenige Modell, welches wohl mittlerweile am populärsten ist und welches in der Presse am meisten Beachtung findet. Spricht man über Crowdfunding, ohne weiter zu spezifizieren, so wird meist das Reward-Modell gemeint. Auch in der Fachliteratur wird an mancher Stelle mit Crowdfunding lediglich das Reward-Modell bezeichnet und dieses von Crowdinvesting oder Crowdsourcing abgegrenzt,⁹⁴ oder aber es wird von Crowdfunding i.e.S. gesprochen.⁹⁵ Weitere Bezeichnungen sind beispielsweise Vorverkauf-Modell (pre-sales crowdfunding) oder auch hier, wie beim Spendenmodell, Crowdsponsoring.⁹⁶ Um es anhand einer bestimmten Plattform festzumachen, ließe sich am ehesten vom *Kickstarter*-Modell sprechen, benannt nach dem US-Amerikanischen (bzw. sogar weltweiten) Marktführer in dieser Art von Projektfinanzierung. Der Markt für Reward-Crowdfunding ist in den USA wohl auch der Größte, wie weiter unten noch darzustellen sein wird (s. Teil 2 D.I.). *Klöhn/Hornuf* definieren das Reward-Modell so:

„In dem Belohnungsmodell (*reward model*) erhalten diejenigen, die zur Finanzierung beigetragen haben, von dem Anbieter eine bestimmte Kompensation.“⁹⁷

Schiereck/Meinshausen greifen den Gedanken auf, dass das Internet hier eine entscheidende Rolle spielt:

94 So auch bereits *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 239.

95 *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 25, umfasst hier zusätzlich neben dem Reward- auch das Spendenmodell.

96 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 3.

97 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 239.

"Als Crowdfunding bezeichnet man definitionsgemäß die Finanzierung eines konkreten Projekts durch eine Vielzahl von Personen mithilfe von Instrumenten des Web 2.0."⁹⁸

Letztere Definition ließe sich, mangels Einbeziehung einer Gegenleistung, ebenso für das Donation Modell verwenden (s.o. Teil 2 C.I.). Die Definition muss somit in Hinblick auf den Reward-Gedanken weiter spezifiziert werden. Die Idee bei diesem Modell ist gerade, dass der Kapitalgeber bei Erfolg des Projektes eine Belohnung (engl. Reward) erhält. Diese Belohnung kann in verschiedensten Gegenleistungen bestehen. Die einfachste Variante ist die Sammlung von Kapital zur Herstellung eines neuen Produktes. Die Geldgeber erhalten bei Erfolg der Aktion am Ende eben gerade dieses Produkt. Es handelt sich damit letztlich um eine Form der Vorfinanzierung von neu herzustellenden Dingen (ähnlich dem oben bereits dargestellten Subskriptionsgedanken). Es muss dabei nicht immer ein greifbarer Gegenstand gemeint sein, sondern kann es sich gerade wegen der technischen Möglichkeiten des Internets, vielfach um ein virtuelles Produkt handeln. So ist das vorliegende Reward-Crowdfunding bei Herstellern von Software, Filmen oder Musik äußerst beliebt. Die Gegenleistung kommt dann nach Abschluss der Arbeiten in Form eines Downloads des fertigen Computerspiels, Filmes oder Musikalbums. So erklärt sich auch, dass die erste größere Plattform dieser Art das oben angesprochene *ArtistShare* war.⁹⁹

Vielfach versuchen die Hersteller jedoch die Investoren dazu anzuregen, mehr als den reinen Preis für das Hauptprodukt zu investieren und bieten für höhere Investitionssummen weitere größere und teurere Belohnungen an. Bei der Finanzierung eines Filmes kann sich dies beispielsweise von einem Filmposter über signierte Autogrammkarten, ein Soundtrack-Album bis hin zu einem Abendessen mit der gesamten Filmcrew oder für die Höchstbietenden sogar bis zur Besetzung einer kleinen Statistenrolle in dem Film selbst mit dem Kapitalgeber steigern.¹⁰⁰ Der Unterschied zu der

98 *Schiereck/Meinshausen*, Die Bank 2012, 66, 66.

99 Bereits für das erste durch *ArtistShare* produzierte Musikalbum im Jahre 2003, die *Maria Schneider Orchestra CD*, gab es neben einer limitierten Auflage von physischen CDs, auch Downloads des Albums über das CD Kontingent hinaus, *ArtistShare*, About Us, verfügbar unter: <http://artistshare.com/v4/About> (zuletzt geprüft: 25.04.2014). Auf der Website kann man einem Link zu Screenshots des ersten Projektes folgen, wo auf der Beschreibungsseite die Anpreisung des Downloads eingesehen werden kann.

100 Die oben bereits angesprochene Crowdfunding Kampagne auf *Startnext* für den Film *Amok* beispielsweise bietet eine DVD des Filmes für 30 Euro Einsatz, Freikarten der Kinopremiere für 50 Euro, einen Besuch am Set für 500 Euro, eine Statistenrolle für 1 000 Euro und für den Höchstpreis von 5 000 Euro die Namensnennung im Vorspann als Executive Producer sowie den Status eines VIP-Gastes bei der Premiere in Berlin. *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Amok, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/amok-spielfilm> (Stand: 17.02.2014, zuletzt geprüft: 17.02.2014).

weiter unten dargestellten Variante des Crowdfunding ist, dass auch Crowdfunding auf einer Gegenleistung beruht, jedoch diese eine finanzielle Gegenleistung ist (Ertrag oder Rendite), es sich also um eine Geldanlage handelt. Bei Reward-Crowdfunding ist dies gerade nicht der Fall. Hier geht es vielmehr darum, ein Projekt als solches zu finanzieren. Auch für die Unterstützer kommt es hierbei darauf an, dass sie etwa ein neuartiges Produkt erhalten oder eine Veranstaltung besuchen können.¹⁰¹ Dennoch eignet sich auch diese Crowdfunding Variante in manchen Fällen für Startup Unternehmen, bei denen es gerade um die Frage geht, wie viele Einheiten eines neu entwickelten Produktes man möglicherweise absetzen kann. Mittels eines Crowdfunding finanzierte Produkte minimieren das Risiko, auf einer bereits produzierten, aber nicht abgenommenen Menge sitzen zu bleiben.¹⁰²

III. Crowdlending

Beim Crowdlending, P2P Lending oder ursprünglich Social Lending handelt es sich um die Kreditvergabe zu festen Zinskonditionen von Privat an Privat (oder Peer to Peer, P2P) ohne Einschaltung einer Bank. Jedermann, der Kapital für jedwede mögliche Verwendungsart braucht, kann sich auf den einschlägigen Plattformen (in Deutschland vor allem *Auxmoney*¹⁰³ und *Smava*¹⁰⁴) um einen Kredit bewerben. Die Möglichkeiten sind jedoch nicht (mehr) lediglich auf Privatleute beschränkt, sondern auch für Unternehmen interessant (Peer to Business, P2B). Als spezialisierte deutsche Plattform ist hier *Finmar*¹⁰⁵ zu nennen. Der Kreditbetrag wird nicht von einer Einzelperson oder Bank aufgebracht, sondern setzt sich aus kleinen Beiträgen einer Vielzahl von Geldgebern zusammen, wird durch eine Plattform gebündelt und dann an den Kreditnehmer ausgezahlt.¹⁰⁶ Die Abwicklung der Rückzahlungsraten erfolgt wiederum durch Hilfe der Plattform. Der Kreditnehmer zahlt seine monatliche Rate an die

101 *Kickstarter.com*, Seven things to know about kickstarter, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/hello?ref=footer> (zuletzt geprüft: 25.04.2014); *Kickstarter* bezeichnet die Kapitalgeber als 'Backer'.

102 *Crowdfunding Blog*, Reward Based Crowdfunding für Hardware Startups am Beispiel von Lock8, verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2013/11/03/reward-based-crowdfunding-fur-hardware-startups-am-beispiel-von-lock8/> (Stand: 03.11.2013, zuletzt geprüft: 14.08.2014), dargestellt wird das Beispiel *lock8*, ein Startup, welches neuartige mit dem Smartphone steuerbare Fahrradschlösser herstellen wollte und sich die erste Produktionsrunde über *Kickstarter* finanzieren ließ.

103 <https://www.auxmoney.com/>.

104 <https://www.smava.de/>.

105 <https://www.finmar.com>.

106 *Moritz/Block*, Crowdfunding und Crowdfunding: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur (Crowdfunding and Crowdfunding: A Review of the Literature), verfügbar unter: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2274141> (Stand: 09.2013, zuletzt geprüft: 02.07.2014), 5 f.

Plattform und diese zahlt sodann anteilig weiter an die Kreditgeber. In Deutschland wird, wie noch zu zeigen ist, hierfür jedoch weiterhin eine Bank zwischengeschaltet (s.u. Teil 4 A.IV.2.). Hier weicht die deutsche Konstruktion von der eigentlichen Idee ab, Banken als Intermediäre auszuschalten.

Die Vergabe von Kleinkrediten kann historisch ins China des vierten Jahrhunderts und im Westen auf die Gründung des *Irish Loan Funds* durch *Jonathan Swift* im 18. Jahrhundert zurückgeführt werden. Im heutigen Sinne wurde die Idee einer Vergabe von Kleinstkrediten (Microloans) als Entwicklungshilfeprojekt durch die *Grameen Bank* in Bangladesch in den 1970er Jahren geboren.¹⁰⁷ Diese im Jahre 1976 von *Dr. Muhammad Yunus* gegründete und 1983 offiziell als Bank in Bangladesch angemeldete Einrichtung gibt Kleinstkredite (durchschnittlich 100 Dollar) hauptsächlich an mittellose Frauen aus, um ihnen den Start in ein selbstbestimmtes Geschäftsleben zu ermöglichen. Über gewöhnliche Banken haben die Kreditnehmer der *Grameen Bank* mangels ausreichender Sicherheiten meist keine Aussicht einen Kredit zu erhalten. Das Konzept war äußerst erfolgreich. Die Ausfallrate der Kredite war von Anfang an äußerst gering und die Familien der Kreditnehmer haben vielfach mittels des Geldes eine neue Existenz aufbauen können. Dies führte letztlich zur Verleihung des Friedensnobelpreises an *Dr. Yunus* und die *Grameen Bank* gemeinschaftlich im Jahre 2006.¹⁰⁸

Inspiziert von der *Grameen Bank* ist auch eine der ältesten Crowdlending Plattformen im Internet, nämlich *Kiva*.¹⁰⁹ Gegründet im Jahre 2005 und registriert als gemeinnützige Organisation in den Vereinigten Staaten, wurden über diese Plattform weltweit bis Mai 2015 über 700 Millionen US\$ von über 1,2 Millionen Geldgebern in Mikrokredite an arme Menschen ausgegeben, immer mit dem Ziel deren Lebens- bzw. Arbeitsbedingungen zu verbessern. Die Rückzahlungsquote liegt bei 98,72%. Bei dieser Plattform geht es jedoch nicht um Gewinnstreben. Die Kredite werden sämtlich zinslos vergeben und *Kiva* selbst erhebt keine Gebühren für die Vermittlung.¹¹⁰ Kurze Zeit später entstanden auch die ersten Plattformen, die Kredite gegen Zinszahlung vermitteln. *Prosper*,¹¹¹ die erste Plattform in den USA und gleichzeitig

107 Zhang, *Communities & Banking* 2013, 30, 30.

108 *Nobelprize.org*, Grameen Bank - Facts, verfügbar unter: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/grameen-facts.html (zuletzt geprüft: 12.05.2015); *Nobelprize.org*, Muhammad Yunus - Facts, verfügbar unter: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-facts.html (zuletzt geprüft: 12.05.2015).

109 <http://www.kiva.org/home>.

110 *Kiva*, About Us, verfügbar unter: <http://www.kiva.org/about> (zuletzt geprüft: 12.05.2015).

111 <https://www.prosper.com/>.

diejenige mit dem größten Umsatz (wohl auch weltweit) ging im Februar 2006 ans Netz.¹¹²

Beim Lending Modell des Crowdfunding handelt es sich um diejenige Variante, die wohl in der einschlägigen Literatur bisher am weitesten vernachlässigt wird. Und dies obwohl diese Variante eigentlich früher entwickelt wurde als das noch zu beschreibende Crowdfunding. Der nach eigenen Angaben größte „Online Kreditmarktplatz für Peer-to-Peer-Kredite“ in Deutschland, *Auxmoney*, wurde beispielsweise bereits 2007 gegründet,¹¹³ die erste Crowdfunding Plattform und gleichzeitig bisheriger deutscher Marktführer *Seedmatch* erst 2011.¹¹⁴

Der Grund für die bisherige Vernachlässigung in der Literatur zu Crowdfunding könnte darin liegen, dass hier vornehmlich die Vermittlung von kleinen Krediten von Privat an Privat im Vordergrund steht und es den 'Investoren' wohl hauptsächlich um eine gute Verzinsung geht. Eine Erfolgsbeteiligung ist in aller Regel nicht gegeben. Die Kredite werden für verschiedenste Zwecke verwendet, die in den meisten Fällen nicht gewinnorientiert sind und daher nicht direkt eine Geschäftstätigkeit darstellen. Auf *Auxmoney* finden sich z.B. Kreditprojekte zur Finanzierung eines neuen Autos oder zur Ablösung eines älteren Bankkredits zu besseren Konditionen.

Diese Form des Crowdfunding stellt eine interessante Alternative zu den anderen Formen dar und zwar aus mindestens zwei Gründen. Zum einen ist kein Argument ersichtlich, warum das Kreditmodell nicht für ein Crowdfunding im Sinne der anderen Varianten zur Anwendung kommen sollte. Zwar wird von vielen Autoren in Hinblick auf das Crowdfunding vor allem auf den Gedanken der Gewinn- bzw. Erfolgsbeteiligung abgestellt und diese als maßgeblich für die Motivation der Investoren angesehen.¹¹⁵ Jedoch kann für eine andere Zielgruppe oder zur Diversifikation von Investments, welche immer wieder empfohlen wird,¹¹⁶ auch eine feste Verzinsung durchaus ein starker Antrieb für einen Kapitalgeber sein. Nicht lediglich für Privatpersonen, sondern auch für Unternehmen birgt diese Form des Crowdfunding das Potential zur Kapitalbeschaffung.¹¹⁷ Auch in der Praxis ist die Finanzierung der Geschäftstätigkeit eines Kapitalnehmers bereits etabliert. Insbesondere für kleinere Fir-

112 *Zhang*, *Communities & Banking* 2013, 30, 30.

113 *Auxmoney GmbH*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/infos/geld-anlegen-mit-auxmoney> (zuletzt geprüft: 16.04.2014).

114 *Seedmatch GmbH*, Über uns, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/ueber-uns> (zuletzt geprüft: 19.04.2014).

115 *Beck*, Missverständnisse um den Begriff Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.crowdinvestor24.de/2013/02/07/missverst%C3%A4ndnisse-um-den-begriff-crowdfunding/> (Stand: 07.02.2013, zuletzt geprüft: 15.04.2014).

116 *Klöhn/Hornuf*, *VC Magazin* 2013, 34, 34.

men oder Einzelunternehmer mit geringem Kapitalbedarf eignet sich diese Art des Crowdfunding, etwa um beispielsweise ein bestehendes Geschäftsmodell um einen Online-Shop zu erweitern.¹¹⁸ Die 2013 gegründete Plattform *Finmar* hat sich beispielsweise die Vermittlung von Krediten bis 25 000 Euro von Privat an kleine bis mittelständische Unternehmen oder Selbstständige als Geschäftsidee zu eigen gemacht und bezeichnet sich selbst schlicht als Crowdfunding Plattform.¹¹⁹

Weiterhin ist vor allem das Lending Element in diversen Mischformen von Crowdfunding und Crowdlending zu beachten. Vielmals gibt es nicht lediglich eine reine Erfolgsbeteiligung, sondern zusätzlich eine feste Verzinsung des eingesetzten Kapitals bzw. die feste Verzinsung ist die Regel und die Erfolgsbeteiligung kommt lediglich in Form eines erfolgsabhängigen Bonuszinses zum tragen. Ein Beispiel hierfür ist *Econeers*, die Tochterplattform von *Seedmatch*. Dort wurden bisher zumeist Projekte angeboten, die eine hohe jährliche Mindestverzinsung und sodann einen im Vergleich hierzu einen weitaus geringeren gewinnabhängigen Bonuszins boten. Eine für Crowdfundings typische Gewinnbeteiligung in Form eines Exit-Erlöses wird nicht versprochen.¹²⁰ Hier lässt sich trotz der Einordnung als partiarisches Darlehen (mit Endfälligkeit anstelle von monatlicher Tilgung) durchaus fragen, ob nicht der Schwerpunkt der Investition auf der Grundverzinsung liegt. Zudem handelt es sich auch bei den für Crowdfundings so beliebten partiarischen Nachrangdarlehen grundsätzlich erst einmal um ein gewöhnliches Darlehen, welches lediglich in seiner konkreten Ausgestaltung einige Besonderheiten aufweist (vgl. Teil 4 A.IV.3.a)).

117 *Moritz/Block*, Crowdfunding und Crowdfunding: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur (Crowdfunding and Crowdfunding: A Review of the Literature), verfügbar unter: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2274141> (Stand: 09.2013, zuletzt geprüft: 02.07.2014); 5 f..

118 So berichtete das *Handelsblatt* am 22.09.2014 unter dem Titel 'Schnelles Geld vom Schwarm' über *Michael Volk*, der über einen Kredit bei *Auxmoney* die Eröffnung seines Online Shops für Wachtelhalter-Bedarf (www.wachtelshop.com) finanzieren konnte, *Auxmoney GmbH*, *Handelsblatt: Schnelles Geld vom Schwarm*, verfügbar unter: <http://auxmoney-presse.de/handelsblatt-schnelles-geld-vom-schwarm/> (zuletzt geprüft: 13.10.2014).

119 Bezeichnenderweise spiegelt der Name *Finmar* wichtige Motivationsgründe für Startups wieder, ein Crowdfunding durchzuführen, **Finanzierung** und **Marketing**; Skrabania, „Bei kleinen Krediten entscheidet man mit dem Bauchgefühl“, verfügbar unter: <http://www.gruenderszene.de/allgemein/finmar-crowdlending> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

120 Z.B. das Crowdfunding für den *Solarpark Langenbogen* der *Sonneninvest Langenbogen GmbH & Co. KG* aus dem Sommer 2014, welches eine Mindestverzinsung von 4,5% bot und sodann einen gewinnabhängigen Bonuszins von 0,25 bzw. 0,5%, je nach Ertrag darauf aufschlägt, *Econeers GmbH/Sonneninvest Langenbogen GmbH & Co. KG*, *Econeers - Crowdfunding für Solarpark Langenbogen*, verfügbar unter: <https://www.econeers.de/investment-chancen/sonneninvest> (zuletzt geprüft: 03.07.2014).

IV. Crowdfunding

Das Modell, welches in dieser Abhandlung als Crowdfunding bezeichnet werden soll, befasst sich zum jetzigen Zeitpunkt hauptsächlich mit der Finanzierung junger Startup Unternehmen. Es ist jedoch kein Grund ersichtlich, warum nicht in Zukunft auch alteingesessene Firmen die Möglichkeiten eines Crowdfunding nutzen sollten, um einzelne (evtl. aus der gewöhnlichen Unternehmensstruktur ausgelagerte) Projekte zu finanzieren oder sich für bestimmte andere Zwecke neues Kapital zu beschaffen.¹²¹ Weiterhin werden mittlerweile auch die ersten Investments in Einzelprojekte angeboten, etwa über die Plattform *Cinedime* zur Filmfinanzierung.¹²²

Die Besonderheit und der Abgrenzungsfaktor liegen hier in der Gegenleistung. Für den Einsatz von Geld bekommt man beim Crowdfunding, anders als beim oben besprochenen Reward-Modell, nicht ein fertiges Produkt oder sonstige Waren (in manchen Fällen gibt es dies als Bonus für eine besonders hohe Investitionssumme noch zusätzlich¹²³), sondern zumeist die Aussicht auf monetären Gewinn, schlicht das Versprechen mehr Geld zurückzuerlangen als man investiert hat. Im Allgemeinen erwirbt man durch seine Investition eine bestimmte (Erfolgs-) Beteiligung am Unternehmen selbst oder an dem zu finanzierenden Projekt. Es kann sich bei dem aus Anlegersicht zu erwartenden Gewinn um eine bestimmte (gewinnabhängige) Verzinsung oder eine Beteiligung am Erfolg des Unternehmens (etwa an deren Wertsteigerung) handeln, häufig auch beides in Kombination. Die Erfolgsbeteiligung, in welcher Form auch immer, eignet sich besonders gut für die Abgrenzung vom oben dargestellten Lending-Modell. So sieht *Beck* das Element der Erfolgsbeteiligung sogar als das kennzeichnende Merkmal schlechthin und möchte alle anderen Varianten ohne Erfolgskomponente aus der Gruppe Crowdfunding heraushalten.¹²⁴ Dies schlägt sich auch in der weiter unten zu betrachtenden rechtlichen Betrachtung nieder, da für Crowdfunding im diesem Sinne das Kapitalmarktrecht von entscheidender Bedeutung ist. Auch ohne Erfolgsbeteiligung ist eine Finanzierung von Unternehmen oder Einzelprojekten über die Crowd machbar. Begrifflich handelte es sich dann um Crowdlending (s.o. Teil 2 C.III.).

121 *Beck*, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 11 f.; *Beck*, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 231.

122 *Für-Gründer.de*, Plattform CINEDIME startet mit erstem Film-Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.fuergruender.de/blog/2014/10/cinedime/> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

123 Als Beispiel s. Fn. 244 sowie Fn. 368.

124 *Beck*, Missverständnisse um den Begriff Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.crowdinvestor24.de/2013/02/07/missverst%C3%A4ndnisse-um-den-begriff-crowdfunding/> (Stand: 07.02.2013, zuletzt geprüft: 15.04.2014).

Aus dieser Beschreibung als Ausgangsposition lassen sich auch die anderen möglichen Bezeichnungen besser verstehen, die für ein Crowdfunding in der Literatur Verwendung finden. So finden sich bisweilen die Begriffe Equity Crowdfunding¹²⁵ (vor allem im englischsprachigen Raum ist dies die vorherrschende Bezeichnung), Crowdfinancing¹²⁶ oder eigenkapital-basiertes Crowdfunding.¹²⁷ Auch zu lesen ist die Zusammenfassung von Crowdlending (als debt-based) und Crowdfunding (als equity-based) unter der Oberbegriff 'financial crowdfunding'.¹²⁸

In der englischsprachigen Literatur und Presse taucht der Begriff Crowdfunding als solcher wiederum nicht auf. Es handelt sich hier also um eine anglistische Wortneuschöpfung, die lediglich im deutschsprachigen Raum existiert und hier auch einen eigenen Bedeutungsspielraum erlangt hat. Umso besser eignet sich dieser Begriff daher, um die spezifisch deutsche Marktlage zu beschreiben. Die Tatsache, dass der Begriff jedoch einerseits lediglich im deutschsprachigen Raum existiert und andererseits noch keine festgelegte Definition hat, macht ihn jedoch noch lange nicht zu einem überflüssigen Kunstbegriff. Diese von *Tschesche*¹²⁹ in einem Blogbeitrag dargestellte und von *Beck*¹³⁰ richtigerweise kritisierte Behauptung überzeugt nicht. Auch die von *Tschesche* vorgeschlagene Lösung, den englischen Begriff Equity-Crowdfunding anstelle des Begriffs Crowdfunding ins Deutsche zu übernehmen, würde eher die Problematik um eine trennscharfe Definition noch verstärken, wie im Folgenden noch dargestellt wird.

Die wohl umfassendste allgemeine Definition stammt wiederum von *Klöhn/Hornuf*. Diese bezeichnen das Crowdfunding als

125 *Prive*, Inside The JOBS Act: Equity Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/06/inside-the-jobs-act-equity-crowdfunding-2/> (zuletzt geprüft: 15.04.2014).

126 *Dörner*, Crowdfunding: Der sonderbare Aufstieg eines Exoten-Darlehens, verfügbar unter: <http://blogs.wsj.de/wsj-tech/2013/12/05/crowdfunding/> (zuletzt geprüft: 15.04.2014).

127 *Beck*, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 24.

128 *Nigro/Carli/Santoro*, European Company Law 2014, 229, 230.

129 *Tschesche*, Kauft die Crowd auf dem Crowdmart bald Crowdsalat vom Crowdhändler?, verfügbar unter: <http://blog.smallcapservice.de/21/02/2013/kauf-die-crowd-auf-dem-crowdmart-bald-crowdsalat-vom-crowdhandler/> (Stand: 21.02.2013, zuletzt geprüft: 19.04.2014).

130 *Beck*, Missverständnisse um den Begriff Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.crowdinvestor24.de/2013/02/07/missverst%C3%A4ndnisse-um-den-begriff-crowdfunding/> (Stand: 07.02.2013, zuletzt geprüft: 15.04.2014).

„... eine Form von Crowdfunding, bei dem Emittenten Eigenkapital oder hybride Finanzierungsinstrumente über das Internet an Kleinanleger herausgeben.“¹³¹

In einer Fußnote stellen sie weiter fest, dass die Bezeichnung Equity-Crowdfunding aufgrund unterschiedlicher Ausgestaltung und Marktlage des Modells in den USA, für den deutschen Markt unpassend ist.¹³² Der Unterschied liegt in der verschiedenen Behandlung von Eigen- und Fremdkapital, wie auch von *Beck* deutlich herausgestellt wird.¹³³ Der Begriff 'Equity' bedeutet Eigenkapital, eine Beteiligungsform, die gerade bei Kreditverhältnissen nicht vorliegt. Bei der klassischen Investition in ein Unternehmen mittels Aktien liegt eine Eigenkapital- (Equity-) Finanzierung vor, beim gewöhnlichen Kredit eine Finanzierung über Fremdkapital. Obwohl beides für ein Crowdfunding von Bedeutung sein kann (die Plattform *Bergfürst* gibt z.B. Aktien aus [s.u. Teil 3 D.II.], bei *Auxmoney* ließe sich ein Crowdfunding über einen klassischen Kredit anbieten, dann eben Crowdlending, s.o. Teil 2 C.III.), liegt bei den meisten Crowdinvestingplattformen eine sogenannte „hybride Finanzierungsform“ vor, die zwischen Eigen- und Fremdkapital einzuordnen ist. Als hybride Finanzierungsformen oder auch Mezzanine-Kapital bezeichnet man beispielsweise partiarische Darlehen, stille Beteiligungen oder Genussrechte.¹³⁴ Ein weiterer Abgrenzungsfaktor zu klassischen Unternehmensfinanzierungen beispielsweise über Aktien liegt darin, dass bei Crowdinvesting bisher (mit Ausnahme der Plattform *Bergfürst*) kein Sekundärmarkt besteht, an welchem die erworbenen Unternehmensbeteiligungen gehandelt werden könnten.¹³⁵

Crowdinvesting kann wohl als der jüngste Markt mit den momentan größten Wachstumsperspektiven bezeichnet werden. Weiterhin ist hier die Regulierungsdichte aufgrund der kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen weitaus höher als bei anderen Formen des Crowdfunding. Aus diesem Grund stellt das Crowdinvesting hier auch einen Schwerpunkt dar und werden die kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen und derzeitigen Regulierungsansätze noch unten genauer zu untersuchen sein (s. Teil 4 B.).

131 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 239.

132 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 239 Fn. 14.

133 *Beck*, Crowdinvesting, 2. Aufl., S. 18 ff.

134 *Beck*, Crowdinvesting, 2. Aufl., S. 19, 104 f.; s.u. Teil 3 D..

135 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 4.

V. Mischformen

Wenn man sich die Entwicklung und die unterschiedlichen am Markt vorhandenen Varianten des Crowdfunding ansieht, so ist die obige Einteilung vielfach ein wenig 'gekünstelt'. In den wenigsten Fällen lassen sich Projekte lediglich einer einzigen Kategorie zuteilen. Bei Reward-Crowdfundings spielt für den Geldgeber häufig der Sponsoring-Gedanke eine viel größere Rolle als die Hoffnung auf eine materielle Gegenleistung. Der Kapitalgeber gibt sein Geld gerne hin, weil er eine aus seiner Sicht gute Idee unterstützen und das Projekt oder Produkt realisiert sehen möchte.¹³⁶ Dies gilt auch für das Crowdfunding. Zudem wird hier meist nicht nur ein Gewinn in Geld gewährt (z.B. über eine Unternehmensbeteiligung), sondern zusätzlich wird ab gewissen Investitionssummen als besonderer Anreiz ein 'Reward' gewährt, womit das Projekt einen Mischcharakter aus Crowdfunding und Reward-Crowdfunding erhält, grundsätzlich dann mit einem Schwerpunkt auf dem Investing-Gedanken.¹³⁷

D. Ökonomische Entwicklung

Im Folgenden soll zunächst anhand von statistischen Werten die Größe und das Wachstum von Crowdfunding allgemein dargestellt werden. Es wird hierbei auf die deutsche sowie auch die internationale Entwicklung eingegangen. Danach sollen verschiedene Gründe für dieses rasante Wachstum und die Popularität von Crowdfunding genauer betrachtet werden.

I. Zahlen und Fakten

Die ökonomische Entwicklung von Crowdfunding und Reward-Crowdfunding in Deutschland nachzuverfolgen ist dank der Internetseite *Für-Gründer.de*¹³⁸ recht einfach. Dort wird neben allgemeiner Berichterstattung zu Crowdfunding (hier hauptsächlich i.S.v. Reward-Crowdfunding gemeint) und -investing unter den Rubriken 'Crowdfunding-Monitor'¹³⁹ sowie 'Crowdfunding-Monitor'¹⁴⁰ regelmäßig ein Quartalsbericht zur Entwicklung der beiden Varianten bereitgestellt. Dieser umfasst

136 *Kickstarter.com*, One Billion Dollars, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/1billion?ref=promo&ref=PromoNewsletterMar0314> (zuletzt geprüft: 04.03.2014).

137 *Regierer/Mühling/Haupt*, Stiftung & Sponsoring (Rote Seiten) 2015, 1, 3; vgl. außerdem weiter unten Teil 3 E. sowie die Beispiele bei Fn. 244 und Fn. 368.

138 <http://www.fuer-gruender.de/>.

139 <http://www.fuer-gruender.de/kapital/eigenkapital/crowd-investing/monitor/>.

140 <http://www.fuer-gruender.de/kapital/eigenkapital/crowd-funding/monitor/>.

eine detaillierte Analyse der Entwicklung in wirtschaftlicher Hinsicht (wie viel Kapital wurde in wie viele erfolgreiche Projekte investiert). Auch auf die bisherigen Ausfälle von einzelnen Projekten wird dabei eingegangen und eine Rangliste derjenigen Projekte erstellt, die bisher die größten Finanzierungsrunden erfolgreich beendet haben. Die vorhandenen Daten zu Crowdfunding deuten sämtlich in eine Richtung, und zwar Wachstum. Es handelt sich bei dem Markt für Crowdfunding in Deutschland um einen Markt, der von Beginn an immer größer wird und voraussichtlich auch in Zukunft noch stärker wachsen wird.

1. Reward-Crowdfunding

Reward-Crowdfundings haben überschaubar mit einer halben Million Euro begonnen, die 2011 insgesamt in diverse Projekte investiert wurden. 2012 hat sich diese Zahl bereits auf 2 Millionen Euro vervierfacht, 2013 waren es 5,4 Millionen Euro und bereits zum Ende des dritten Quartals 2014 wurde dieser Wert des Vorjahres mit insgesamt 6,3 Millionen Euro übertroffen.¹⁴¹

Auch die Anzahl an finanzierten Projekten stieg in diesem Zeitraum stetig an. Von 170 Projekten in 2011 auf 83 allein im ersten Quartal 2012, sodann 182 im ersten Quartal 2013 und schließlich 288 im dritten Quartal 2014. Die Kurve zeigt deutlich nach oben. In der von *Für-Gründer.de* bereitgestellten Graphik lässt sich das stetige Wachstum von Quartal zu Quartal anschaulich nachverfolgen.¹⁴² Letztlich ist auch das durchschnittliche Finanzierungsvolumen pro Einzelprojekt von 5 800 Euro in 2013 auf 8 200 Euro bis Ende des dritten Quartals 2014 angestiegen.¹⁴³ Es ist somit sowohl in Hinblick auf das Gesamtvolumen, die Menge an durchgeführten Kampagnen, als auch in Hinblick auf die Gesamthöhe an eingesetztem Kapital pro Einzelprojekt ein kontinuierliches Wachstum zu beobachten.

141 *Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland, verfügbar unter: http://www.fuergruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2014_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 2.

142 *Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland, verfügbar unter: http://www.fuergruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2014_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 3.

143 *Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland, verfügbar unter: http://www.fuergruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2014_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 3.

2. Crowdfunding

Noch schneller und stärker wuchs der Markt für Crowdfundings. Von 0,45 Millionen Euro, die 2011 in verschiedene Projekte investiert wurden, über 4,3 Millionen Euro 2012, über 15 Millionen Euro in 2013,¹⁴⁴ sind bis Ende des dritten Quartals 2014 bisher 12,1 Millionen Euro investiert worden.¹⁴⁵ „Seit der ersten erfolgreichen Finanzierung im Oktober 2011 wächst der deutsche Crowdfunding-Markt um durchschnittlich 8% pro Monat.“¹⁴⁶

Bezüglich der Projektanzahl sieht die Lage bei Crowdfundings etwas anders aus als bei Reward-Crowdfundings. Im Anfangsjahr des Crowdfunding in Deutschland 2011 wurden lediglich 5 Projekte finanziert, 2012 bereits 45 und 2013 letztlich 66 Projekte.¹⁴⁷ Hier scheint der Aufwärtstrend momentan zu stagnieren. Vergleicht man die ersten drei Quartale der Jahre 2013 und 2014, so wurden in ersterem 48 und in letzterem 46 Projekte finanziert.¹⁴⁸ Die Projektanzahl vom ersten Quartal 2013 bis einschließlich dem zweiten Quartal 2014 liegt zwischen 13-19 Projekten pro Quartal.¹⁴⁹ Dementsprechend höher ist das durchschnittliche Finanzierungsvolumen pro Einzelprojekt, das die große Steigerung der Gesamtinvestitionssummen erklärt. In den ersten drei Quartalen 2013 lag dieses bei 173 000 Euro, 2014 bei 264 000 Euro.¹⁵⁰

In diesem Bereich ist also ein Wachstum der Gesamtsummen sowie der Einzelsummen pro Projekt zu beobachten, nicht jedoch bezüglich der Menge an durchgeführten Kampagnen. Auch hier hält der Aufwärtstrend somit weiter an. Da der Markt

144 *Für-Gründer.de*, Crowdfunding Monitor, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfunding-Monitor_H1_2014_Fuer-Gruender.de.pdf (Stand: 30.06.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 8.

145 *Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2014_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 5.

146 *Hölzner/Kortleben/Biering*, Zukunftsperspektiven im Crowdfunding, S. 2.

147 *Für-Gründer.de*, Crowdfunding Monitor, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfunding-Monitor_H1_2014_Fuer-Gruender.de.pdf (Stand: 30.06.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 9.

148 *Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2014_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 5.

149 *Für-Gründer.de*, Crowdfunding Monitor, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfunding-Monitor_H1_2014_Fuer-Gruender.de.pdf (Stand: 30.06.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 9.

150 *Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2014_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014), S. 5.

noch etwas jünger ist als bei Reward-Crowdfundings, ist zu erwarten, dass noch Potential brach liegt, dass in Zukunft erschlossen werden wird. *Beck* geht davon aus, dass das Crowdinvesting das Potential dazu hat, sich zu einem weltweiten Milliardenmarkt zu entwickeln.¹⁵¹

3. Crowdlending

Speziell für Crowdlending steht kein dem Crowdfunding- oder Crowdinvesting-Monitor vergleichbarer Service zur Verfügung. Die größte Plattform in Deutschland ist wohl *Auxmoney*, mit nach eigenen Angaben über 220 Millionen Euro vermitteltem Kapital seit der Gründung 2007 und einem Marktanteil von 76% in Deutschland (Stand: Mai 2015).¹⁵² Laut einem *Forbes* Bericht aus dem Jahre 2013 handelt es sich bei *Auxmoney* damit um die viertgrößte Plattform in Europa.¹⁵³ Allein diese Kapitalmenge, die weitaus höher liegt als diejenige bei Crowdinvestings, zeigt, dass Crowdlending im Rahmen einer Gesamtanalyse zu Crowdfunding nicht zu vernachlässigen ist. Größter und ältester Anbieter in Europa ist die Plattform *Zopa*, gegründet im Jahre 2005 mit über 849 Millionen BS£ vermitteltem Kapital (Stand: Mai 2015).¹⁵⁴ Weltweit größter Anbieter ist wohl die erste US-Plattform *Prosper*, mit über 2 Milliarden US\$ vermitteltem Kapital seit der Gründung im Jahre 2005.¹⁵⁵

4. Europäischer Markt

Der europäische Markt für Crowdfundings ist schwieriger zu erfassen als der rein deutsche Markt. Die EU-Kommission spricht auf Grundlage des 'Crowdfunding Industry Report' des Anbieters *Massolution* von schätzungsweise 735 Millionen Euro, die 2012 über alle Arten von Crowdfunding in Europa in ungefähr eine halbe Million

¹⁵¹ *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 230 f.

¹⁵² *Auxmoney GmbH*, Über Uns, verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/infos/ueber-uns> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

¹⁵³ *Drake*, Crowdfunding In Europe: The Top 10 'Peer-to-Peer' Lenders, verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/groupthink/2013/04/23/crowdfunding-in-europe-the-top-10-peer-to-peer-lenders/> (Stand: 23.04.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015).

¹⁵⁴ *Drake*, Crowdfunding In Europe: The Top 10 'Peer-to-Peer' Lenders, verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/groupthink/2013/04/23/crowdfunding-in-europe-the-top-10-peer-to-peer-lenders/> (Stand: 23.04.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015); *Zopa*, About Zopa, verfügbar unter: <https://www.zopa.com/about> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

¹⁵⁵ *Prosper*, Company Overview - Prosper, verfügbar unter: <https://www.prosper.com/about> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

unterschiedliche Projekte investiert wurden. Die Prognose für 2013 liegt in demselben Report bei ungefähr einer Milliarde Euro. Damit liegt das Gesamtvolumen weitaus geringer als das von Banken, hat jedoch Business Angels bereits überholt.¹⁵⁶

5. Crowdfunding Weltweit

Der weltweite Markt für Crowdfundings insgesamt ist dementsprechend noch schwieriger zu überschauen. Die *Washington Post* spricht, ohne noch verschiedene Arten von Crowdfundings zu differenzieren, von einem Gesamtvolumen von 5.1 Milliarden US\$ 2013 und von erwarteten 10.7 Milliarden US\$ 2014.¹⁵⁷ Mit einem Anfangsvolumen von 530 Mio. US\$ 2009 bis zu einem Jahresvolumen von 5,1 Milliarden US\$ 2013¹⁵⁸ ist Crowdfunding weltweit innerhalb von lediglich vier Jahren um das zehnfache gewachsen. Diese Zahlen sind sicherlich schwer zu überprüfen, vermutlich aber nicht ganz abwegig. Schaut man sich den weltweiten Marktführer für Reward-Crowdfundings *Kickstarter* an und schenkt dessen Statistik-Überblick Glauben, so wurden allein hier seit der Gründung in 2009 über 1,7 Milliarden US\$ (Stand: Mai 2015) für unterschiedlichste Projekte aufgebracht.¹⁵⁹

6. Anzahl der Plattformen

Neben der Menge an Projekten und der Höhe der Investitionen ist letztlich noch die Zahl der Internetplattformen relevant, die ein Crowdfunding jedweder Art anbieten. Allein bis 2012 handelte es sich schätzungsweise um über 500 Plattfor-

156 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 2.

157 *The Washington Post*, Germans Warm to Crowdfunding as Luxury Beach Draws Investors, verfügbar unter: <http://washpost.bloomberg.com/Story?docId=1376-NAPG1D6S972S01-7EH477DJ87LKO3RSBVFBSF4NGK> (Stand: 27.08.2014, zuletzt geprüft: 29.08.2014).

158 *Wilson/Testoni*, The crowdfunding phenomenon - looking beyond the hype, verfügbar unter: <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1330-the-crowdfunding-phenomenon> (Stand: 14.05.2014, zuletzt geprüft: 03.03.2015); *Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss*, Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zu der Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen — Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014AE4004&from=DE> (Stand: 16.12.2014, zuletzt geprüft: 03.03.2015), S. 71; *Regierer/Mühling/Haupt, Stiftung & Sponsoring (Rote Seiten) 2015*, 1, 4.

159 *Kickstarter.com*, Stats, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=footer> (zuletzt geprüft: 26.05.2015).

men,¹⁶⁰ 2013 schätzungsweise 1 000.¹⁶¹ Für Deutschland listet das Internetportal *Crowdfunding.de* insgesamt 91 Plattformen, davon 38 im Bereich Reward-Crowdfunding (davon wiederum 14 regionale Plattformen), 5 im Bereich Donation, 7 im Bereich Lending und 41 im Bereich Investing (Stand: Mai 2015).¹⁶² *Beck* listet im Anhang 4 insgesamt 35 deutsche Crowdinvestingplattformen auf.¹⁶³

7. Erfolg von Crowdinvesting

Letztlich sei noch kurz auf die Erfolgsrate speziell von Crowdinvestings eingegangen, da hier verlässliche Statistiken vorliegen und die Diskussion im Bereich Crowdinvesting wesentlich größer ist, als in anderen Bereichen. Allgemein lässt sich sagen, dass durch Crowdinvestings finanzierte Startups in Deutschland bisher eine außerordentlich gute Erfolgsleistung aufweisen. Der Prozentsatz an Insolvenzen ist im Vergleich zu durch andere Arten finanzierten Startups (bisher) weitaus geringer. Dies wird häufig damit erklärt, dass der Markt einfach noch zu jung ist um das Risiko genau abschätzen zu können.¹⁶⁴ Dies bedeutet jedoch nicht, dass es keine Fehlschläge gibt. Das Internetportal *Crowdstreet* verzeichnet (im Mai 2015) insgesamt 22 „Problemfälle“, also Insolvenzen, Geschäftsaufgaben oder Ähnliches.¹⁶⁵

Die geringe Menge an Fehlschlägen kann jedoch auch von *Surowiecki* erklärt werden. Ähnlich wie in seiner Beschreibung zu 'prediction markets',¹⁶⁶ könnte man darauf abstellen, dass die Crowd bei Crowdinvestings eben von vornherein besser prognostizieren kann, welche Geschäftsideen erfolgversprechend sind und welche nicht. *Beck* sieht in dem Erreichen der Fundingschwelle ein Indiz für die Tragfähigkeit des Geschäftsmodells.¹⁶⁷ Auf der anderen Seite ließe sich so auch erklären, warum manche Projekte von vornherein scheitern, also nie die Fundingschwelle erreichen. Das erste Crowdinvesting auf der 2014 neu gestarteten Plattform *Cinedime*, der Film *LenaLove* war Anfang 2015, trotz Verlängerung der Fundingzeit, nicht er-

160 *Regierer/Mühling/Haupt*, Stiftung & Sponsoring (Rote Seiten) 2015, 1, 4.

161 *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1789.

162 *Crowdfunding.de*, Crowdfunding Plattformen Übersicht, verfügbar unter: <http://www.crowdfunding.de/plattformen/> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

163 *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 241 f..

164 *Heimlich*, VC Magazin 2015, 3, S. 3; *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 165 f..

165 *Crowdfunding Blog*, Liste von Crowdfunding-Problemfällen (Insolvenzen, vorläufige Insolvenzen, Insolvenzprüfverfahren, Geschäftsaufgaben, etc.), verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2014/01/30/liste-der-crowdfunding-problemfaellen/> (zuletzt geprüft: 13.05.2015); kritisch auch *Garbs*, VC Magazin 2015, 12.

166 *Surowiecki*, Wisdom of Crowds, S. 17 ff..

167 *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 165.

folgreich.¹⁶⁸ Das zweite Projekt der Plattform, der Film *König Laurin* wurde wenig später voll finanziert.¹⁶⁹

8. Ergebnis und Prognose

Die Statistiken zum Crowdfunding sind in vielerlei Hinsicht unvollständig oder undifferenziert, vor allem in Hinblick auf die vorliegend vorgenommene Einteilung in die verschiedenen Crowdfunding Arten. Eines lassen die Zahlen jedoch auch bei aller Ungewissheit um die genauen Werte erschließen. Beim Crowdfunding handelt es sich nach wie vor um einen sehr jungen Markt, der ausweislich der Statistiken ein rasantes Wachstum vorgelegt hat. Dieses Wachstum wird voraussichtlich noch einige Zeit anhalten. In Deutschland wurde diese Entwicklung teilweise durch bestehende Gesetzeslücken begünstigt, was unten noch genauer dargelegt wird. Dies erklärt wiederum auch, warum es relativ schnell zu einer Debatte um eine Regulierung des Crowdfundings kam. Die Regulierung des Crowdinvesting wird dem Wachstum voraussichtlich nicht schaden, sondern eher durch die Schaffung von Rechtssicherheit und einem verlässlichen Rahmen dafür sorgen, dass das Wachstum weiter anhält (s.u. Teil 4 B.II.).

II. Gründe für die Popularität

Zur Beantwortung der Frage, warum Crowdfunding in den letzten Jahren so sehr an Popularität gewonnen hat, reicht ein einfacher Hinweis auf das Gewinnstreben der Akteure jedenfalls nicht aus. Schaut man sich die Erhebungen dazu an, warum Projektinitiatoren den Weg über ein Crowdfunding wählen, so treten unterschiedlichste Beweggründe zu Tage, wovon die reine Gewinnerwartung eher eine untergeordnete Rolle spielt. Gründe für Kapitalsuchende sind beispielsweise Kapitalbeschaffung ohne Mitbestimmungsrechte, die finanzielle Überbrückung bei Förderprogrammen und das Feedback der Crowd. Als wichtigster Beweggrund für den Gang über ein Crowdinvesting wird der zusätzliche Nutzen für die Vermarktung des Projektes genannt.¹⁷⁰ Wurden Crowdinvestings anfangs noch skeptisch betrachtet, so ist

168 *Cinedime GmbH*, Lena Love, verfügbar unter: <https://www.cinedime.de/medias/1/lena-love> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

169 *Cinedime GmbH*, König Laurin, verfügbar unter: <https://www.cinedime.de/medias/2/konig-laurin> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

170 *Hölzner/Kortleben/Biering*, Zukunftsperspektiven im Crowdinvesting, S. 6; dass tatsächlich ein großer Marketingeffekt besteht, zeigt z.B. das Immobiliencrowdinvesting *Weissenhaus* auf *Companisto* im Sommer 2014. Nach Fun-

Crowdinvesting mittlerweile ein „zusätzliches Element in der Kapitalbeschaffungslandschaft.“¹⁷¹ Auch die Europäische Kommission sieht Crowdfunding insgesamt mittlerweile als ein „...zusätzliches Instrument für Markttests und Marketing...“.¹⁷²

Weiterhin denkbar ist ein gewisser Crowdsourcing-Effekt. In manchen Fällen besteht die Möglichkeit über einen der Kapitalgeber an Ressourcen zu gelangen, die ein Kapitalnehmer sonst nicht zur Verfügung hätte. Dies spielt im Bereich Reward-Crowdfunding oder Donation-Crowdfunding vermutlich eine größere Rolle als bei Crowdinvesting. Ein Unterstützer, der an ein Projekt glaubt, ist eventuell bereit nicht nur Geld zur Verfügung zu stellen, sondern auch andere Vorteile, etwa Know-How oder ihm persönlich zur Verfügung stehende sonstige Ressourcen.¹⁷³

Genauso diversifiziert sind die Gründe auf Seiten der Kapitalgeber, also derjenigen Personen, die durch ihren Kapitaleinsatz die Verwirklichung eines Projekts ermöglichen. Bei Crowdinvestings ist wieder nicht lediglich das Gewinnstreben als ausschlaggebender Grund zu nennen. Sogenannte 'Rendite-Investoren' stellen nur einen Teil der Unterstützer dar. Daneben gibt es Kapitalgeber, die aus Begeisterung kleine Summen einsetzen, Unterstützung durch Freunde und Familie, die durch eine Plattform äußerst einfach gestaltet wird sowie Menschen, die an das Produkt oder die Idee glauben und diese verwirklicht sehen wollen. Insbesondere für Letztere ist ein möglicher Gewinn nur Nebensache.¹⁷⁴ Crowdinvesting wird von vielen Kapitalgebern als 'familiärer' als klassische Anlageprodukte wie z.B. Aktien angesehen. Zusätzlich gebe es einem noch das Gefühl bei der Investition in junge Startup-Unternehmen in eine gute Sache zu investieren.¹⁷⁵ Bei Reward-Crowdfundings kommt es häufig darauf an, dass die Unterstützer sich als Förderer einer Idee oder als Teil einer Gemein-

dingstart konnte hier ein Anstieg der Buchungen für das Resort vermeldet werden, sogar bis hin zu vollständiger Auslastung, *Companisto GmbH*, Buchungssituation in WEISSENHAUS übertrifft Planung, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/news/buchungssituation-in-weissenhaus-%C3%BCbertrifft-planung-startup-article-672> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

171 *Heimlich*, VC Magazin 2015, 3.

172 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 5.

173 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 6.

174 *Hölzner/Kortleben/Biering*, Zukunftsperspektiven im Crowdinvesting, S. 12.

175 *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1789.

schaft verstehen, die gemeinsam etwas auf die Beine stellen.¹⁷⁶ Durch die direkte Auswahl eines Projektes entstehe ein „... Gefühl von Beteiligung am Projekt.“¹⁷⁷

Für jeden einzelnen Beteiligten eines Crowdfunding spielen sicherlich andere Beweggründe eine ausschlaggebende Rolle. Die aufgezeigten Beispiele verdeutlichen jedoch, dass es nicht nur rein um Gewinn bzw. Leistungsaustausch geht, sondern mehr hinter der Entscheidung steckt einerseits ein Crowdfunding durchzuführen und andererseits eines zu unterstützen.

¹⁷⁶ *Kickstarter.com*, One Billion Dollars, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/1billion?ref=promo&ref=PromoNewsletterMar0314> (zuletzt geprüft: 04.03.2014).

¹⁷⁷ *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 5.

3. Teil: Marktlage in Deutschland

In diesem Abschnitt soll ein kurzer Überblick über die am deutschen Markt vorhandenen Crowdfunding Modelle inklusive der bisher erfolgreichsten Crowdfunding Plattformen und deren jeweiliger Funktionsweise gegeben werden. Dies muss notwendigerweise der sich im nächsten Abschnitt anschließenden rechtlichen Analyse vorangestellt werden.

Mittlerweile gibt es allein in Deutschland eine große Zahl verschiedener Crowdfunding Plattformen, die sich vielfach auf verschiedene Bereiche spezialisieren (z.B. *Econeurs*, die Partnerplattform von *Seedmatch* auf Crowdfunding-Projekte aus dem Bereich erneuerbarer Energien; *Startnext* auf Kreativprojekte, usw.) oder die jeweils versuchen durch ein anderes Konzept Kapitalgeber anzulocken.¹⁷⁸ Aufgrund der schiereren Menge an unterschiedlichen Plattformen, die sich teilweise in der Funktionsweise, den Vertragswerken oder aber in der angesprochenen Zielgruppe unterscheiden, ist es notwendig eine gewisse Auswahl vorzunehmen. Auch die Kurzlebigkeit einzelner Ansätze ist dabei nicht unerheblich.¹⁷⁹ Vorgestellt werden sollen im Folgenden daher beispielhaft anhand unterschiedlicher Plattformen die verschiedenen Ansätze innerhalb der jeweiligen Crowdfundingarten. Zunächst wird dies abstrakt beschrieben und sodann anhand bestimmter Plattformen verdeutlicht.

Die folgende Auswahl an Plattformen orientiert sich zum einen daran, welche unterschiedlichen Funktionsweisen und Investitionsmöglichkeiten diese anbieten, und zum anderen daran, welche Plattform innerhalb eines Modells bereits eine gewisse Marktposition oder Popularität erlangt hat. Ersteres Unterscheidungskriterium soll sodann auch im Rahmen der rechtlichen Analyse (s.u. Teil 4) wieder aufgegriffen werden, in welcher die Modelle unabhängig von einzelnen Plattformen analysiert und mit spezifischen Bezugnahmen lediglich beispielhaft untermauert werden sollen. Da der Fokus auf den unterschiedlichen Möglichkeiten der Kapitalallokation liegen soll und gerade das Crowdfunding hier den größten Variantenreichtum aufweist, sind in der folgenden Auswahl die meisten vorgestellten Plattformen dem Crowdfunding zuzuordnen. Dies wird sich auch in der rechtlichen Analyse widerspiegeln, da eben innerhalb der möglichen Vertragsgestaltungen die meisten Unterschiede im Rahmen der angebotenen Kapitalanlagen zu finden sind.

¹⁷⁸ Vgl. Beck, Crowdfunding, 2. Aufl., der in Anhang 4 (S. 188) eine Liste mit 35 deutschen Crowdfunding Plattformen aufführt.

¹⁷⁹ A.a.O. von den 35 aufgelisteten Plattformen sind 10 als inaktiv angegeben (d.h. eingestellt oder noch nicht gestartet).

A. Allgemeines

Allen Plattformen gemein ist zunächst, dass es den potentiellen Investoren erst nach einer vorherigen Registrierung möglich wird, überhaupt in ein Projekt zu investieren. Meist kann man den vorhandenen Katalog an momentan aktiven Projekten bereits ohne eine solche durchsuchen und sich über die Projekte auf ihren Beschreibungsseiten informieren, d.h. also die Beschreibung lesen und ein werbewirksames Video anschauen, in welchem sich die Projektinitiatoren selbst und ihr Projekt vorstellen. Wenn es um tiefergehende Informationen, wie z.B. den Businessplan (*Seedmatch*) oder Finanzplan (*Companisto*) geht, so kommt man auf die jeweiligen Bereiche der Homepage erst als registrierter Benutzer. Die Registrierung ist jedoch ein sehr einfacher Prozess und stellt eine geringe Hürde dar, um auf die weiteren Informationen der einzelnen Projekte zugreifen zu können. Anstelle einer Registrierung bei der Plattform selbst ist auch, wie von anderen Webseiten bekannt, eine Registrierung über den eigenen *Facebook*-, *Google+*-, *Twitter*-Account oder ähnlichen Social Media Plugins möglich.

Die Zahl der Informationen, welche man im Zuge der Registrierung über sich preisgeben muss, variiert leicht. Neben Name, Anschrift und Bankverbindung wird hier bei den Crowdfunding-Plattformen z.B. bereits nach der persönlichen Steueridentifikationsnummer gefragt, da die Startups eines Crowdfunding es übernehmen, bei Gewinnen die für Privatpersonen anfallende Kapitalertragssteuer in Höhe von zurzeit 25% direkt an das Finanzamt abzuführen. Die Angabe von Bankverbindung und Steuernummer wird zumeist nicht für die Registrierung selbst, sondern erst benötigt, falls man investieren möchte. Hier tauchen auch bereits erste Unterschiede im Prozess auf. Während man bei *Companisto* noch ohne sofortige Angabe der Steuernummer weiterkommt und sich direkt auf die Investition stürzen kann, so ist dies bei *Seedmatch* nicht möglich. Hier wird man ohne Angabe der Steuernummer bei Klick auf den Investieren Button wieder zu seinen persönlichen Angaben umgeleitet. Eine Prüfung der Angaben erfolgt häufig (zumindest anfangs) nicht. Eine Ausnahme stellt hier die Plattform *Fundsters* dar, bei der als Voraussetzung für die Möglichkeit, in ein Projekt zu investieren, eine Identitätsprüfung verlangt wird. Diese Legitimation muss nicht sofort erfolgen, jedoch zumindest nachdem man in ein Projekt investiert hat. Sie kann über den Online Dienst *Verify-u*, über ein bereits legitimes Konto bei der *Fidor Bank AG* (ihres Zeichens Partnerbank von *Fundsters*) oder über die Zusendung einer beglaubigten Ausweiskopie bzw. einen Besuch in der Zentrale von *Fundsters*

(in Meerbusch) mit dem eigenen Ausweis erfolgen.¹⁸⁰ Auch bei der Registrierung auf *Bergfürst* ist der Abschluss eines solchen Legitimierungsvorganges nötig, bevor man dort gehandelte Aktien erhalten kann. Im Zuge des Registrierungsprozesses muss letztlich auch den AGB und der jeweiligen Datenschutzerklärung zugestimmt werden.

Soweit zu den Gemeinsamkeiten in der Handhabung. Vielfältiger und meist erst im Detail erkennbar sind jedoch die Unterschiede. Dies beginnt bereits damit, wer auf der jeweiligen Plattform investieren darf. Bei *Seedmatch* ist dies momentan nur Personen vorbehalten, die ein Konto in Deutschland haben.¹⁸¹ *Companisto* versucht bereits weiter zu expandieren und lässt Investitionen auch von außerhalb Deutschlands zu.¹⁸² Auch die Höhe der Mindestinvestition ist sehr unterschiedlich (*Seedmatch* 250 Euro, *Companisto* 5 Euro, *Fundsters* 1 Euro). Aber wenden wir uns nun den einzelnen Crowdfundingarten, den Plattformen und der genaueren Beschreibung der Fundings an sich zu:

B. Reward-Crowdfunding

Was zuvor unter dem Reward-Modell beschrieben wurde und auch dort vor allem mit dem US-Amerikanischen bzw. weltweiten Marktführer *Kickstarter* in Verbindung gebracht wird, ist in Deutschland am Besten am Beispiel *Startnext* beschrieben, der größten Plattform im deutschsprachigen Raume und betrieben von der *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*. Sein Geld in ein Projekt auf *Startnext* zu investieren gestaltet sich noch einfacher als bei einigen der Crowdinvesting Plattformen. Lediglich ein kurzer Registrierungsprozess, in dem Name und E-Mail abgefragt werden, man einen Benutzernamen und Passwort wählen sowie die AGB und Datenschutzbestimmungen akzeptieren muss, stehen einer Investition im Wege. Die E-Mail Adresse wird durch Zusendung eines Bestätigungslinks überprüft. Alternativ lässt sich auch das vorhandene *Facebook* oder *Google+* Konto zum Login verwenden. Alles Weitere ist optional.

180 *Fundsters AG*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/so-funktioniert/detail/> (zuletzt geprüft: 01.07.2014).

181 *Seedmatch GmbH*, Crowdfunding-Handbuch: Wie investiert man in Startups?, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/document/-8147325101065771475/download> (Stand: 06/2014, zuletzt geprüft: 26.06.2014), S. 32.

182 *Companisto GmbH*, So funktioniert Companisto, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/how-companisto-works> (zuletzt geprüft: 26.06.2014).

Projekte auf *Startnext* und gleichzeitig das Aushängeschild der Plattform sind sogenannte Kreativprojekte.¹⁸³ Gemeint sind damit Projekte die die Förderung von Kunst und Kultur zum Gegenstand haben, also beispielsweise die Aufnahme eines neuen Musikalbums, die Produktion eines Filmes oder Buches oder letztlich aller möglichen Arten von neuen kreativen Produkten¹⁸⁴.

Startnext verbindet verschiedene Crowdfunding Modelle, namentlich das Donation- und Reward-Modell sowie auch Crowdinvesting. Selbst Crowdsourcing-Kampagnen, auch in Verbindung mit Gewinnanreizen für die erfolgreichsten Ideen, werden zeitweise angeboten. Man hat bei allen Projekten (außer den Crowdsourcings) zunächst die Möglichkeit, lediglich Geld zu spenden, ohne jegliche Gegenleistung zu erhalten (außer evtl. ein Dankeschön oder oben angesprochener Namensnennung). Weiter möglich ist es, für ein Projekt Gelder zur Verfügung zu stellen und am Ende ein bestimmtes neues Produkt zu erhalten. Crowdinvestings über *Startnext* sind etwas anders konzipiert als bei typischen Crowdinvesting-Plattformen wie *Seedmatch* oder *Companisto*. Hier steht wiederum der Punkt Kreativität des Startups an oberster Stelle in der Relevanz. Gewinnerzielung spielt eine eher untergeordnete Rolle.

Auch ganz neue Projektideen oder gesellschaftlich relevante Experimente sind möglich. Ein Beispiel ist das im Sommer 2014 erfolgreiche Projekt 'Mein Grundeinkommen'¹⁸⁵, bei dem es darum geht, dass über eine Online Community,¹⁸⁶ Mitglieder darüber diskutieren, was sie mit einem monatlichen Grundeinkommen von 1 000 Euro anstellen würden und mit dem über *Startnext* eingenommenen Geld sodann einer der Community Mitglieder nach einer Abstimmung aller Mitglieder für ein Jahr dieses Grundeinkommen erhält. Am Ende soll diese Person dann porträtiert werden. Ziel des Projektes ist es, einen Beitrag zu der Debatte um das bedingungslose Grundeinkommen zu leisten und dieses bekannter zu machen.¹⁸⁷

183 *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Handbuch für Projektstarter, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/hilfe/handbuch.html> (Stand: 04.08.2014, zuletzt geprüft: 04.08.2014).

184 Erwähnt seien nur zwecks Veranschaulichung die Produktion von hand- und maßgefertigten Laptopcases aus Massivholz (*Startnext.com*, NUI-Case - Das leichteste Vollholz-Case für das MacBook Retina, verfügbar unter: <https://www.startnext.com/nui-case> (zuletzt geprüft: 10.06.2015)) oder die Produktion eines per Smartphone App ferngesteuerten Vibrators, gedacht für Paare in Fernbeziehungen (*Startnext.com*, Remotoy - Remote Love Toy, verfügbar unter: <https://www.startnext.com/remotoy> (zuletzt geprüft: 10.06.2015); mangels Erfolg des Projektes ist dieses nur noch nach vorhergehender Registrierung einsehbar).

185 *Bohmeyer*, Pilotprojekt "Mein Grundeinkommen" - startnext.de, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/mein-grundeinkommen> (zuletzt geprüft: 04.08.2014).

186 <http://www.mein-grundeinkommen.de/>.

187 *Bohmeyer*, Pilotprojekt "Mein Grundeinkommen" - startnext.de, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/mein-grundeinkommen> (zuletzt geprüft: 04.08.2014).

Bei den Projekten muss man nach dem Login auf der Seite lediglich auf der Beschreibungsseite ein Belohnung auswählen bzw. einen freien Betrag zur Unterstützung eingeben und auf den grünen 'Jetzt Unterstützen' Button klicken. Sodann zeigt sich eine weitere Besonderheit von *Startnext*, nämlich das Projekte dort provisionsfrei für die Initiatoren eingestellt werden können. Nun wird nämlich der Investor aufgefordert mit einem geringen Betrag *Startnext* selbst zu unterstützen, dessen Höhe man selbst festlegen kann (mit der Option nichts zu geben). Falls man eine materielle Gegenleistung ausgewählt hat, muss nun noch eine Lieferadresse angegeben werden. Sodann wird der Betrag von der *Fidor Bank AG*, demselben Partner wie bei *Funders*, als Treuhänder eingezogen. Sollte die Fundingschwelle erreicht werden, so werden die Gelder ausgezahlt, ansonsten erhält man seinen Einsatz zurück.

Crowdinvestings werden über die *Startnext Network GmbH* abgewickelt und laufen nach eigenen Angaben entweder als partiarische Nachrangdarlehen mit erfolgsgekoppeltem Zins oder über Genossenschaftsanteile.¹⁸⁸ Eine Besonderheit bei *Startnext* ist noch die Implementierung einer sogenannten Startphase vor der eigentlichen Finanzierungsphase. Hier geht es darum, für ein Projekt eine ausreichende Anzahl von Fans zum sammeln und Feedback zu generieren. Sobald man genug hiervon hat, kann der Übergang in die Finanzierungsphase beantragt werden.¹⁸⁹ Alles in Allem handelt es sich bei *Startnext* somit um den Allrounder in Sachen Crowdfunding in Deutschland, der sich zur Beschreibung des Marktes hervorragend eignet. Alles ist theoretisch möglich, jedoch sollte es um die Realisierung von neuartigen kreativen Ideen mit künstlerischem oder gesellschaftlichem Anspruch gehen. Der Schwerpunkt liegt eindeutig auf Reward-Crowdfunding.

C. Crowdlending

Der größte deutsche Anbieter für Crowdlending ist die 2007 gestartete Plattform *Auxmoney*. Auf *Auxmoney* kann man ab einem Mindestbetrag von 25,00 Euro Geld in einzelne Projekte investieren. Geworben wird mit einer durchschnittlichen Verzinsung von 6,7 %.¹⁹⁰ Der Registrierungsprozess gestaltet sich auch hier denkbar einfach. Abgefragt werden Name, Adresse, Telefonnummer sowie E-Mail Adresse,

¹⁸⁸ *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Welche Crowdinvesting-Modelle werden angeboten?, verfügbar unter: <http://faq.startnext.de/Crowdinvesting/id/Welche+Crowdinvesting-Modelle+werden+angeboten-788/modul/Crowdinvesting/aid/630> (zuletzt geprüft: 04.08.2014).

¹⁸⁹ *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Handbuch für Projektstarter, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/hilfe/handbuch.html> (Stand: 04.08.2014, zuletzt geprüft: 04.08.2014); *Regierer/Mühling/Haupt*, Stiftung & Sponsoring (Rote Seiten) 2015, 1, 4.

sodann Kontodaten zwecks der monatlichen Rücküberweisungen. Gibt man eine Kreditkarte an, so kann man das Investitionslimit von 2 000 auf 5 000 Euro erhöhen. Nutzernamen, Passwort auswählen und AGB sowie Datenschutzerklärung akzeptieren, E-Mail-Adresse über die von *Auxmoney* versandte Mail aktivieren.

Nach dem Registrierungsvorgang kann man sich einzelne Projekte individuell ansehen und in diese investieren oder aber mit Hilfe des automatischen 'Portfoliobuilders' das ganze automatisiert ablaufen lassen. In letzterem Falle muss man lediglich die Konditionen, unter denen man in einen Kredit investieren möchte, vorher festlegen und eine gewisse Summe zur Verfügung stellen. Die Investition in einzelne Projekte erfolgt sodann automatisch anhand dieser vorher vom Nutzer festgelegten Kriterien. Weiterhin steht eine 'ReInvest' genannte Funktion zur Verfügung, mit der Rückflüsse anstatt ausgezahlt zu werden, automatisch wieder in das nächste Projekt investiert werden.¹⁹¹

Eine weitere große Plattform in Deutschland ist *Smava*. Die große Besonderheit gegenüber *Auxmoney* besteht bei Ausfall eines Kredits. Auf *Smava* werden die verschiedenen Risikoklassen in einem Anlegerpool jeweils zusammengefasst. Sollte einer der Kredite ausfallen, so wird in Hinblick auf den Tilgungsanteil des Kredits (nicht den Zinsanteil) dieser Ausfall auf alle Anleger derselben Klasse verteilt. Dadurch kann die anfangs erwartete Rendite am Ende etwas geringer ausfallen, aber man ist gegen einen Komplettausfall abgesichert.¹⁹²

Erwähnenswert ist auch die relativ neue Plattform *Finmar*. Hier geht es anders als bei *Auxmoney* und *Smava* nicht vordergründig um die Vergabe von Krediten an Privatpersonen, sondern um die Vergabe von Kleinkrediten bis zu einer Höhe von 25 000 Euro an Unternehmer.¹⁹³ Allerdings handeln auch hier die Kreditnehmer als Privatpersonen, welche sodann das Geld dem Unternehmen zur Verfügung stellen. Der Kredit geht nicht an das Unternehmen direkt.¹⁹⁴

Insgesamt ist die deutsche Crowdlending-Landschaft sehr homogen. Es werden kleine Kredite über eine Online-Plattform vermittelt, wobei in allen Fällen noch eine

190 *Auxmoney GmbH*, Geldanlage, verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/kredit/geldanlage-geldanlage.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

191 *Auxmoney GmbH*, Nutzungsbedingungen (11/2014), verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen.pdf> (zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 8.

192 *Smava GmbH*, AGB, verfügbar unter: https://www.smava.de/Downloads/smava_AGB_102014.pdf (Stand: Oktober 2014, zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 19 ff..

193 *Skrabania*, „Bei kleinen Krediten entscheidet man mit dem Bauchgefühl“, verfügbar unter: <http://www.gruenderszene.de/allgemein/finmar-crowdlending> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

194 *Finmar GmbH*, FAQ, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/faq.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

gewöhnliche Bank zwischengeschaltet ist, die einerseits die Kredite vergibt, andererseits die Forderungen an die Anleger verkauft (s.u. Teil 4 A.IV.2.). Unterschiede ergeben sich allenfalls in der Risikogestaltung. Bei der einen Plattform wird das Risiko auf alle Anleger verteilt, bei der anderen trägt man sein Risiko allein.

D. Crowdfunding

Im Bereich von Crowdfunding, zwar dem jüngsten Spross in der Crowdfunding Familie, lassen sich dennoch die meisten unterschiedlichen Ansätze finden. Dies wird überwiegend mit den hier einschlägigen und später noch zu betrachtenden kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen zusammenhängen, die auch in der vorliegenden Abhandlung einen besonderen Schwerpunkt darstellen werden (vgl. Teil 4 B.). Demgemäß soll im Folgenden eine Einteilung anhand der unterschiedlichen am deutschen Markt vorzufindenden Rahmenmodelle vorgenommen werden, ohne hierbei eingehend auf die rechtlichen Grundlagen genauer einzugehen (was jedoch in Teil 4 direkt anschließt). Diese Einteilung lässt sich wie folgt skizzieren:

Zunächst ist die direkte Investition in einzelne, bestimmte Startup Unternehmen der Schwerpunkt von Crowdfundings in Deutschland. Die Finanzierung eines solchen Startup Unternehmens kann grundsätzlich auf drei verschiedene Arten erfolgen, unterteilt danach, wie das zur Verfügung gestellte Kapital einzuordnen ist:¹⁹⁵

- 1) Eigenkapital (Anteile an z.B. GmbH, KG, AG, usw.)
- 2) Fremdkapital (gewöhnliches Darlehen, dann Crowdlending)
- 3) Mezzanine-Kapital (auch hybride Finanzierung genannt, da diese Arten sowohl Eigenschaften von Eigen- als auch Fremdkapital aufweisen. Hierunter fallen die für Crowdfundings besonders wichtigen stillen Beteiligungen und partiarischen Darlehen, aber auch z.B. Genussrechte)

Die wichtigste Rolle für Crowdfundings spielt das Mezzanine-Kapital. Die größten Anbieter von Crowdfundings setzen mittlerweile durchweg auf partiarische Nachrangdarlehen. Einige von diesen Anbietern haben zunächst mit stillen Beteiligungen angefangen und dann, angefangen mit dem deutschen Marktführer *Seedmatch*,¹⁹⁶ nach und nach auf Nachrangdarlehen umgestellt. Weitere Varianten sind

¹⁹⁵ Beck, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 136 ff.

¹⁹⁶ *Seedmatch GmbH*, Seedmatch knackt die "100.000 Euro-Nuss" und definiert Crowdfunding für Startups neu, verfügbar unter: <http://blog.seedmatch.de/2012/11/26/seedmatch-knackt-die-100-000-euro-nuss-und-definiert-crowdfunding-fur-startups-neu/> (Stand: 26.11.2012, zuletzt geprüft: 09.07.2014).

hier ein quasi 'mittelbares' Investitionsmodell, wie (als einziges) von der Plattform *Fundsters* verwandt sowie letztlich eine Investition über (handelbare) Genussrechte sowie klassische (handelbare) Kapitalmarkteteiligungen, sprich Aktien. Aktien und Genussrechte sind verbunden mit einem plattformeigenen Sekundärmarkt. Das heißt, die werden nicht gehandelt an Börsen, sondern lediglich über die Plattform zwischen deren Nutzern untereinander. Einzige Plattform in dem letztgenannten Bereich ist derzeit *Bergfürst*.

Daneben gibt es noch das Crowdinvesting nicht in Unternehmen, sondern in Einzelprojekte, jedoch anders als beim Reward-Crowdfunding mit Gewinnbeteiligung. Die Grenzen zum Reward-Crowdfunding sind jedoch fließend und nicht immer leicht zu ziehen. Bestes Beispiel und eines der ältesten und bekanntesten Projekte in Deutschland ist die Finanzierung des *Stromberg* Kinofilms (s.u. Teil 3 D.III.). Gerade dieses Paradebeispiel zeigt jedoch, wie schwierig die Grenzziehung zum Reward-Crowdfunding ist, da hier das Hauptaugenmerk der 'Investoren' wohl auf der Realisierung des Filmes an sich gelegen haben dürfte und der Gewinn nach Einspielung der Produktionskosten eine positive Nebenerscheinung darstellt. Das Konzept als solches wird jedoch mittlerweile durch die Plattform *Cinedime*¹⁹⁷ im Bereich der Filmfinanzierung weiter ausgebaut.

Angesprochen sei noch das von *Beck* beschriebene Modell von *Founding-Crowd*, bei dem mittelbar in Unternehmen investiert werden soll, jedoch ohne direkte Entscheidungsmöglichkeit für den Kapitalgeber.¹⁹⁸ Bei dem nicht wirklich vorhandenen Modell, welches wohl eher als Fond zu bezeichnen ist, handelt es sich aber nicht wirklich um ein Crowdinvesting-Modell (s.u. Teil 4 A.IV.3.b)dd))

Im Folgenden soll zunächst jedes Modell als solches vorgestellt werden. Zum besseren Verständnis wird hierbei auf die für jedes Modell größte deutsche Plattform beispielhaft eingegangen. Hierbei wird auch auf den Registrierungsprozess der jeweiligen Plattform und deren Funktionsweise kurz Bezug genommen, um aufzuzeigen wie ein Crowdinvesting dort tatsächlich abläuft.

I. Mezzanine-Finanzierung

Die Finanzierung von jungen Startup-Unternehmen über Mezzanine-Kapital stellt die meist verbreitete und daher wichtigste Form von Crowdinvesting dar. Im

¹⁹⁷ <https://www.cinedime.de/>.

¹⁹⁸ *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 147 f..

Folgenden sollen die Plattformen *Seedmatch* und *Companisto* als Beispiel herangezogen werden. Zwar setzen beide auf das gleiche Investmentmodell, weisen jedoch gewisse Unterschiede in Funktionsweise und Zielgruppe auf, die es rechtfertigen beide nebeneinander vorzustellen.

1. Partiarische Nachrangdarlehen - Beispiel 1: *Seedmatch*

Seedmatch ist mit der Gründung der *Seedmatch GmbH* in 2009 und dem Start der Plattform im August 2011 die älteste Plattform für ein Crowdinvesting in Deutschland. Mit 59 erfolgreichen Investitionsrunden und einem Gesamtvolumen von 12,7 Millionen Euro (Stand April 2014) ist *Seedmatch* zudem deutscher Marktführer im Crowdinvesting Bereich.¹⁹⁹ Auch das erste deutsche Startup Unternehmen, welches über ein Crowdinvesting finanziert wurde, der Online-Shop für innovative Geschenke *Cosmopol*, wurde über *Seedmatch* finanziert.²⁰⁰ Im Oktober 2013 kam noch die Schwester-Plattform *Econeers* als eigene GmbH hinzu, welche sich auf Projekte im Bereich erneuerbarer Energien spezialisiert.²⁰¹ Ein wenig anders als *Seedmatch* bieten die angebotenen Projekte auf *Econeers* meist eine feste jährliche Verzinsung („ertragsunabhängige, feste Verzinsung“) und Rückzahlung der Investitionssumme am Ende der Laufzeit, also im Grunde die Konditionen eines gewöhnlichen Darlehens. Zwar wird auch dies auf der Projektbeschreibungsseite als partiarisches Nachrangdarlehen bezeichnet. Eine Erfolgsbeteiligung wird aber nur in dem Sinne gewährt, als das diese feste Verzinsung um einen im Vorhinein festgelegten Prozentsatz erhöht wird, soweit das Projekt höhere als die erwarteten Gewinne erwirtschaftet („ertragsabhängiger Bonuszins“).²⁰²

Wie bereits hervorgehoben richtet sich *Seedmatch* vorrangig an Investoren aus Deutschland. Zumindest ein Konto bei einer deutschen Bank ist nötig, um überhaupt

199 *Schramm*, Vom Kletterpark zum Marktführer – die Entstehungsgeschichte von Seedmatch, verfügbar unter: http://blog.seedmatch.de/2014/04/23/vom-kletterpark-zum-marktfuehrer-die-entstehungsgeschichte-von-seed-match/?utm_source=seedletter&utm_medium=email&utm_campaign=seedletter104 (Stand: 23.04.2014, zuletzt geprüft: 25.06.2014); Anfang Juni 2015 waren es 23 375 250 Euro eingesammeltes Kapital bei 79 finanzierten Projekten, Seedmatch GmbH, Seedmatch | Crowdfunding-Plattform: Investieren Sie in Startups, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

200 *Littmann*, Dem Herdentrieb folgen, verfügbar unter: <http://www.wiwo.de/erfolg/gruender/crowdinvesting-dem-herdentrieb-folgen/5980360-all.html> (Stand: 12.12.2011, zuletzt geprüft: 03.06.2015).

201 *Econeers GmbH*, Econeers Facts, verfügbar unter: https://www.econeers.de/system/files/Econeers_Facts_140312.pdf (Stand: 12.03.2014, zuletzt geprüft: 03.07.2014), S. 1.

202 Als Beispiel s. Fn. 120.

investieren zu können. Auch die Volljährigkeit des Investors wird vorausgesetzt. Die Mindestinvestitionssumme beträgt 250 Euro, das Maximum 10 000 Euro. Vorausgesetzt man hat den Registrierungsprozess abgeschlossen und die geforderten Daten eingegeben, so ist für eine Investition nichts weiter nötig, als auf der Beschreibungsseite des jeweiligen Startup-Unternehmens den orangenen 'Investieren'-Button anzuklicken, die gewünschte Höhe der Investitionssumme auszuwählen und anzukreuzen, man habe Investitionsangebot sowie Mustervertrag des Startups, Widerrufsbelehrung, AGB von *Seedmatch* und allgemeine Risikohinweise gelesen und verstanden bzw. akzeptiert. Sodann wird man aufgefordert seine Zahlungsdetails anzugeben, noch einmal alles zu überprüfen und getätigt ist die Investition. *Seedmatch* wird nunmehr die Investitionssumme über eine Partnerbank einziehen und, soweit die Fundingsschwelle erreicht wird, das Geld an das Startup weiterleiten. Wird die Fundingsschwelle nicht erreicht, so wird der Betrag zurückgezahlt.

Seedmatch bezeichnet die Investitionsform als partiarisches Nachrangdarlehen (zur rechtlichen Beschreibung s.u. Teil 4 A.IV.3.a)). Auf die Investitionssumme gibt es zunächst eine gewinnunabhängige geringe endfällige Basisverzinsung. Weiterhin fällt eine gewinnabhängige Bonusverzinsung an. Für das eingesetzte Kapital erhält der Investor jedoch den Großteil seiner Rendite, soweit alles gut geht, entweder im Falle eines Exits oder nach Ablauf der Mindestvertragslaufzeit und anschließender Kündigung durch das Unternehmen oder den Investor selbst. In diesem Falle partizipiert er anteilig seiner Investition entsprechend am Wertzuwachs des Unternehmens.²⁰³

Begonnen hat *Seedmatch* im Jahre 2011 jedoch nicht mit partiarischen Nachrangdarlehen, sondern mit stillen Beteiligungen. Um einer Prospektspflicht zu entgehen war das mögliche Investitionskapital auf maximal 100 000 Euro beschränkt. Als erste Plattform hat *Seedmatch* dann Ende 2012 auf die Beteiligungsform des partiarischen Nachrangdarlehens umgestellt und Investitionen von mehr als 100 000 Euro damit ohne Erstellung eines Verkaufsprospektes ermöglicht.²⁰⁴ Ähnlich wie beim Crowdinvesting als Ganzem, so hat *Seedmatch* also auch bezüglich der Vertragsgestaltung eine Vorreiterrolle in Deutschland eingenommen. Der Ansatz wurde später jeweils auch von der Konkurrenz übernommen (s.u. zu *Companisto*).

²⁰³ Beck, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 146; *Seedmatch GmbH*, Für Investoren, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/fuer-investoren> (zuletzt geprüft: 07.08.2014).

²⁰⁴ *Seedmatch GmbH*, Seedmatch knackt die "100.000 Euro-Nuss" und definiert Crowdfunding für Startups neu, verfügbar unter: <http://blog.seedmatch.de/2012/11/26/seedmatch-knackt-die-100-000-euro-nuss-und-definiert-crowdfunding-fur-startups-neu/> (Stand: 26.11.2012, zuletzt geprüft: 09.07.2014); Sauer, VC Magazin 2015, 7, 7.

2. Partiarische Nachrangdarlehen - Beispiel 2: *Companisto*

Vom Modell her ähnlich wie *Seedmatch*, ist die große Besonderheit der Plattform *Companisto* (betrieben von der *Companisto GmbH*), die derzeit an zweiter Stelle nach *Seedmatch* rangiert, dass Investitionen bereits ab einer geringen Mindestsumme von nur 5 Euro möglich sind. Hier kann also tatsächlich davon gesprochen werden, dass sich das Angebot an jedermann richtet. Weiterhin ist *Companisto* nicht nur auf den deutschen Markt beschränkt, sondern erlaubt einerseits bereits die Investition durch Menschen aus aller Welt und ist andererseits momentan dabei die Möglichkeiten ein Crowdfunding anzubieten auf ganz Europa auszuweiten. Gemeint ist hierbei das geographische Europa, nicht beschränkt auf die Europäische Union.²⁰⁵

Anfangs hat *Companisto* noch mit stillen Beteiligungen gearbeitet und zwar in einer mittelbaren Form, mit einer dazwischengeschalteten Betreibergesellschaft,²⁰⁶ also ähnlich dem weiter unten beschriebenen mittelbaren Modell der Plattform *Fundsters*. Der Kapitalgeber musste mit der *Companisto Venture Capital GmbH* einen sogenannten Unterbeteiligungsvertrag abschließen, woraufhin sich *Companisto* über eine stille Beteiligung an den einzelnen Startups beteiligte.²⁰⁷ Später wurde das System dann auf partiarische Nachrangdarlehen umgestellt, nachdem *Seedmatch* dies als erster auf dem deutschen Markt eingeführt hatte. Momentan zeichnet man bei *Companisto* demnach partiarische Nachrangdarlehen an den Startup Unternehmen, die sich auf der Plattform anbieten.²⁰⁸

Auch bei *Companisto* gibt es eine geringe ertragsunabhängige Verzinsung auf das eingesetzte Kapital. Weiterhin wird ein gewinnabhängiger Bonuszins gewährt, der nach Erstellung des Jahresabschlusses als Gewinn an die Investoren jeweils einmal jährlich ausbezahlt wird. Auch hier wird die größte Gewinnmöglichkeit im Falle eines Exits oder einer Kündigung nach Ablauf der Mindestvertragslaufzeit erzielt, indem man an der Steigerung des Unternehmenwertes partizipiert.²⁰⁹ Eine Besonderheit von *Companisto* ist die dort Verwendung findende Poolingvereinbarung, wodurch die

205 *Companisto GmbH*, *Companisto expandiert nach Europa*, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/companisto-expandiert-nach-europa-article-501?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=122f2e02cd-Companisto_Newsletter_60&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-122f2e02cd-75199081 (Stand: 09.03.2014, zuletzt geprüft: 27.06.2014).

206 *Beck*, *Crowdinvesting*, 3. Aufl., S. 149 f..

207 *Klöhn/Hornuf*, *ZBB* 2012, 237, 242.

208 *Beck*, *Crowdinvesting*, 2. Aufl., S. 116.

209 *Companisto GmbH*, *FAQ*, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/faq> (zuletzt geprüft: 02.06.2015); Informationen teilweise entnommen dem erst nach Registrierung und zumindest Beginn einer Investition einsehbaren Mustervertrag.

Vielzahl von Investoren zusammengefasst und wie ein Einzelner behandelt werden. Aus Sicht des Startups ist dadurch die Interaktion mit der Crowd, insbesondere im Falle von unvorhergesehenen Ereignissen oder eines möglichen Exits, wesentlich einfacher als wenn es sich mit jedem Kleininvestor individuell auseinandersetzen müsste. Einziger Ansprechpartner ist dann die Plattform.²¹⁰

Im Juli 2014 hat *Companisto* als erste²¹¹ Crowdfunding Plattform die Investition in ein Immobilienprojekt ermöglicht und damit einen neuen Rekord für die Maximalsumme eines erfolgreichen Crowdfundings in Europa gesetzt (bis Ende der Kampagne Ende März 2015 kamen insgesamt 7,5 Millionen Euro zusammen).²¹² Auch hier wurde auf partiarische Nachrangdarlehen gesetzt (anders als die Immobilienbeteiligung bei *Bergfürst* über Genussscheine, s.u. Teil 3 D.I.5.). Anders als bei den sonstigen Startup-Beteiligungen auf *Companisto*, gab es als Gegenleistung hier zunächst eine feste Mindestverzinsung von 4% p.a., eine weitere gewinnabhängige Bonusverzinsung sowie eine Beteiligung an einer möglichen Wertsteigerung der Immobilie zum Ende der Vertragslaufzeit.²¹³ Der Gewinn für den Investor bestand demnach hauptsächlich aus einer Verzinsung seines Einsatzes und nicht aus einem möglichen Exiterlös. Bemerkenswert ist, dass für dieses Crowdinvesting Projekt auch enthusiastische Berichte in der internationalen Presse erschienen.²¹⁴

210 *Rugo*, Was bedeutet Investoren-Pooling?, verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2013/06/21/was-bedeutet-investoren-pooling-gastbeitrag-von-joschka-rugo-companisto/> (Stand: 21.06.2013, zuletzt geprüft: 02.06.2015); *Noreisch/Jellinghaus*, VC Magazin 2015, 20, S. 22.

211 *Companisto GmbH*, Jetzt bei Companisto: Immobilienbeteiligungen mit attraktiver Verzinsung, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/demn%C3%A4chst-bei-companisto-immobilienbeteiligungen-mit-attraktiver-verzinsung-article-629?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=e18266d20b-Companisto_Newsletter_73&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-e18266d20b-75199081 (Stand: 08.07.2014, zuletzt geprüft: 31.07.2014).

212 *Companisto GmbH*, Crowdinvesting für WEISSENHAUS auf Companisto, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/weissenhaus-startup-36/overview> (zuletzt geprüft: 22.05.2015); *Business-on.de*, Europas größtes Crowdinvesting mit Rekordsumme abgeschlossen, verfügbar unter: http://www.business-on.de/berlin/crowdfunding-europas-groesstes-crowdinvesting-mit-rekordsumme-abgeschlossen-_id25274.html (Stand: 31.03.2015, zuletzt geprüft: 22.05.2015); wobei der Europarekord bereits im August 2014 mit der 3,3 Millionen Euro Marke erreicht wurde, *Dörner*, Companisto: Luxus-Hotel stellt neuen Europa-Rekord beim Crowdfunding auf, verfügbar unter: <http://blogs.wsj.de/wsj-tech/2014/08/27/crowdfunding-europarekord/> (Stand: 27.08.2014, zuletzt geprüft: 29.08.2014).

213 *Companisto GmbH*, Crowdinvesting für WEISSENHAUS auf Companisto, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/weissenhaus-startup-36/overview> (zuletzt geprüft: 22.05.2015).

214 *The Washington Post*, Germans Warm to Crowdfunding as Luxury Beach Draws Investors, verfügbar unter: <http://washpost.bloomberg.com/Story?docId=1376-NAPG1D6S972S01-7EH477DJ87LKO3RSBVFBSF4NGK> (Stand: 27.08.2014, zuletzt geprüft: 29.08.2014).

3. Stille Beteiligungen

Stille Beteiligungen waren anfangs die beliebteste Beteiligungsform für Crowdinvestings. Solange Einzelprojekte unter 100 000 Euro Gesamtinvestitionssumme blieben, setzten *Seedmatch* und *Companisto* hierauf. Dies hat sich durch stetigen Wachstum der Projekte schnell geändert und es wurden stille Beteiligungen in den meisten Fällen durch partiarische Nachrangdarlehen abgelöst (s.o. Teil 3 D.I.1. u. 2.) Von den größeren Plattformen hat zuletzt noch *Innovestment*²¹⁵ auf direkte stille Beteiligungen gesetzt,²¹⁶ jedoch mittlerweile auf Genussrechte umgestellt.²¹⁷ Außer in dem im Folgenden dargestellten mittelbaren Modell, spielen stille Beteiligungen mittlerweile also lediglich eine untergeordnete Rolle am deutschen Markt.

4. Das 'mittelbare' Modell

Eine weitere Möglichkeit Crowdinvestings jenseits der kapitalmarktrechtlichen 100 000 Euro-Grenze anzubieten wurde von der Plattform *Fundsters* entwickelt. Hierbei handelt es sich um eine mittelbare Konstruktion, bei der die Plattform selbst zwischengeschaltet ist. Mittelbar ist jedoch nicht im Sinne eines Fonds zu verstehen, bei dem der Investor sein Geld an die Plattform gibt, welche das Geld bündelt und wiederum die Startups auswählt. Vielmehr kann auch hier vom Investor selbst das Startup bestimmt werden, in welches investiert werden soll, sowie in welcher Höhe die Investition erfolgt. Der Investitionsprozess auf der Internetplattform gestaltet sich vom Ablauf her letztlich genau wie bei anderen Anlageformen.

Fundsters (oder die *Fundsters AG* als Unternehmen hinter der Plattform) geht mit seinem Ansatz einen anderen Weg als *Seedmatch* und *Companisto* und setzt nicht auf partiarische Nachrangdarlehen, sondern nach wie vor auf stille Beteiligungen. Dies geschieht allerdings wiederum nicht in derselben Weise wie es die Konkurrenz vor der Umstellung getan hat, sondern mit einem eigenen Konzept. Auch hier war die Motivation für das Konzept die 100 000 Euro Marke zu umgehen und höhere Investings ohne Verkaufsprospekt anbieten zu können.

So sind Beteiligungen an den Startup Unternehmen über *Fundsters* nur indirekt möglich. Der Investor beteiligt sich, *Fundsters* eigenen Angaben folgend, über eine

215 <https://www.innovestment.de>.

216 Beck, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 218.

217 *Innovestment GmbH*, Das Innovestment-Beteiligungsmodell, verfügbar unter: <https://www.innovestment.de/investors/vertrag.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

typisch stille Beteiligung an der *Fundsters Venture Capital GmbH* und diese beteiligt sich dann, ohne Abzüge von der Beteiligungssumme, über eine atypisch stille Beteiligung an dem jeweiligen Startup.²¹⁸ So ist es *Fundsters* möglich gewesen, durch Erstellung nur eines einzigen Verkaufsprospektes für sich selbst, welcher von der BaFin genehmigt wurde, ihr Modell umzusetzen. Der Prospekt²¹⁹ sowie die Musterverträge für Investoren²²⁰ und Startups²²¹ lassen sich vorbildlicher Weise ohne Anmeldung auf der Webseite von *Fundsters* herunterladen.

Der eigentliche Investitionsvorgang ist dann genauso einfach wie bei der Konkurrenz. Nach erfolgreicher Registrierung auf der Plattform kann man auf der Beschreibungsseite eines beliebigen Projektes in der rechten Spalte auf den blauen 'Jetzt Investieren' Button klicken. Sodann wird man nach der Investitionssumme gefragt, wobei hier bereits ab einem Euro eine Investition möglich ist. Anders als bei den anderen Plattformen wird man hier zudem aufgefordert, im Zuge der Investition noch eine kleine Spende für das *Projekt 8*²²² zu geben. Sollte man im Zuge der Registrierung noch nicht die oben angesprochene Identitätsprüfung vorgenommen haben, so ist eine Investition dennoch möglich. Man wird allerdings spätestens nach erfolgreichem Abschluss der Kampagne per E-Mail dazu aufgefordert, dies nunmehr nachzuholen. Für den einzelnen Investor gestaltet sich der Vorgang genau wie bei anderen Plattformen. Das heißt für ihn spielt es letztlich keine Rolle wie das rechtliche Grundgerüst unter der Oberfläche strukturiert ist.

5. Genussrechte

Genussrechte spielen bei Crowdinvestings, ähnlich wie Aktien, nur eine untergeordnete Bedeutung. Als Beispiel sei die von der Plattform *Bergfürst* im Sommer 2014 durchgeführte Kampagne für das *Middendorf Haus* genannt. Hier wurden Ge-

218 *Fundsters AG*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/so-funktioniert/detail/> (zuletzt geprüft: 01.07.2014).

219 https://www.fundsters.de/media/filer_public/a8/26/a8261e2f-eafb-45e1-af8b-a61b7b7ff90ec/verkaufsprospekt.pdf (zuletzt geprüft: 31.07.2014).

220 https://www.fundsters.de/media/filer_public/c7/c0/c7c00a95-2c46-41a0-a19d-0d5cd0878200/beteiligungsvertrag_investor_muster.pdf (zuletzt geprüft: 31.07.2014).

221 https://www.fundsters.de/media/filer_public/11/7f/117f87fd-76db-4f2f-a650-d05d116ff3e4/beteiligungsvertrag_zielunternehmen_muster.pdf (zuletzt geprüft: 31.07.2014).

222 Hierbei handelt es sich nicht um eine eigene wohltätige Organisation, sondern lediglich um eine Sammlung von Spendengeldern, welche sodann einmal im Jahr nach Vorschlag und Abstimmung durch die *Fundsters* Gemeinde für einen wohltätigen Zweck gespendet werden; vgl. *Fundsters AG*, Project 8, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/project-8/> (zuletzt geprüft: 31.07.2014).

nusscheine zur Beteiligung an einer Hamburger Immobilie für eine Laufzeit von fünf Jahren ausgegeben. Als Gegenleistung wurde eine Verzinsung des eingesetzten Kapitals in Höhe von 3,5 % zuzüglich einer Beteiligung an der Wertsteigerung der Immobilie nach Ende der Laufzeit geboten.²²³ Die Genussscheine sind auf der hauseigenen Handelsplattform von *Bergfürst* handelbar. Auch die Plattform *Companisto* bot um die Jahreswende 2014/2015 ein Immobilien-Crowdinvesting an, setzte jedoch hierbei auf partiarische Nachrangdarlehen.²²⁴ Die Plattform *Innvestment* setzt nach der Umstellung von stillen Beteiligungen mittlerweile auf Genussrechte (s.o. Teil 3 D.I.3.).

II. Aktienmodell

Einzig am Markt vorhandene Crowdinvesting Variante über Eigenkapital ist die Finanzierung über Aktien. Dieses Modell wurde von der Plattform *Bergfürst* entworfen und wird lediglich von dieser weiterhin genutzt. *Bergfürst* (betrieben seit Juli 2014 von der *Bergfürst Bank AG*, vorher *Bergfürst AG*) zeichnet sich durch mehrere Besonderheiten gegenüber anderen Crowdinvestingplattformen aus. Gegründet 2011 und online seit Mai 2012²²⁵ arbeitete *Bergfürst* zunächst mit einer Lizenz der BaFin als Finanzdienstleister. Angeboten werden sollten Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien, inklusive der Möglichkeit über die Plattform selbst, diese Aktien auf einem Sekundärmarkt zu handeln.

Projekte die sich auf *Bergfürst* anbieten möchten, müssen einen von der BaFin genehmigten Verkaufsprospekt vorlegen, wodurch sich die Plattform von vornherein nur für größere Projekte eignet.²²⁶ Bezeichnenderweise gab es bis Mitte 2014 auch zunächst nur ein Projekt, welches erfolgreich über *Bergfürst* finanziert wurde. Hierbei handelte es sich um ein Vertriebsunternehmen für Heimtextilien und Wohnaccessoires, die *URBANARA Home AG*, welche bis Anfang November 2013 insgesamt rund 3 Millionen Euro einsammelte. Die Aktien können seit dem 11.11.2013 auf *Bergfürst* gehandelt werden.²²⁷

223 *Bergfürst Bank AG*, Das Middendorf-Haus, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/immobilien/middendorfhause-hamburg> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

224 *Companisto GmbH*, Crowdinvesting für WEISSENHAUS auf *Companisto*, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/weissenhaus-startup-36/overview> (zuletzt geprüft: 22.05.2015).

225 *Bergfürst Bank AG*, Über *Bergfürst*, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/ueber-bergfuerst> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

226 *Beck*, Crowdinvesting, 2. Aufl., S. 173.

227 *Bergfürst Bank AG/Urbanara Home AG*, *URBANARA Home AG*, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/unternehmen/urbanara> (zuletzt geprüft: 01.08.2014); *Beck*, Crowdinvesting, 2. Aufl., S. 184; *Bergfürst Bank AG*, Auf Anheb drei Millionen Euro: Erste Crowd-Emission auf BERGFÜRST erfolgreich beendet, verfügbar unter:

Im Juli 2014 erhielt *Bergfürst* sodann eine Bank-Lizenz seitens der BaFin. Dies soll es dem Unternehmen von diesem Zeitpunkt an beispielsweise ermöglichen, das Depotgeschäft, also die Verwahrung der über die Plattform angebotenen Wertpapiere,²²⁸ selbst durchzuführen und damit letztlich kostengünstiger arbeiten zu können. Als weitere Neuerung sollen von diesem Zeitpunkt an, neben den Unternehmensbeteiligungen über Aktien, nun auch Immobilienbeteiligungen über die Plattform gehandelt werden. Um sich weiter abzugrenzen nennen die *Bergfürst* Gründer ihr Konzept nunmehr nicht mehr Crowdfunding, sondern 'Neo Investing'.²²⁹ Das erste Immobilienprojekt war die im September 2014 gestartete Immobilienemission mittels Genussscheinen für das sog. *Middendorf Haus* in Hamburg (s.o. Teil 3 D.I.5.)

Auch bei *Bergfürst* muss man sich zunächst auf der Website registrieren. Weiterhin ist zur Investition eine Identitätsprüfung erforderlich. Sodann muss man sein Konto mit der gewünschten Investitionssumme auffüllen und kann dann ab einem Mindestinvestitionsvolumen von 250 Euro während der Emissionsphase Aktien (oder je nach Projekt nunmehr auch Genussscheine) zeichnen oder später auf der Handelsplattform von anderen erwerben.²³⁰ Während der Zeichnungsphase gibt man an, wie viel Geld man investieren möchte und zu welchem Maximalpreis pro Aktie. Der Ausgabepreis bestimmt sich dann an dem höchstmöglichen Preis pro Aktie, zu dem sämtliche Aktien platziert werden können. Liegt man genau darauf oder darüber erhält man die Aktien zu dem Preis. Liegt man darunter, so erhält man keine Aktien. Als besonderen Sicherheitsmechanismus muss man seine Order noch per Eingabe einer TAN Nummer bestätigen, welche an eine vorher hinterlegte Mobilfunknummer gesendet wird.²³¹

Der spätere Handel mit den Aktien erfolgt ebenfalls über *Bergfürsts* eigene Plattform. Hier kann man als Verkäufer angeben, wie viele Aktien man zu welchem Mindestpreis verkaufen und als Käufer, wie viele Aktien man zu welchem Höchstpreis

https://de.bergfuerst.com/static/pressemitteilung/131104_PM-Emission-URBANARA.pdf (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

228 *wirtschaftslexikon.gabler.de*, Depotgeschäft, verfügbar unter: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/depot-geschaef.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

229 *Visser*; *Bergfürst* ist jetzt eine Bank, verfügbar unter: <http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/berliner-start-up-bergfuerst-ist-jetzt-eine-bank/10234404.html> (Stand: 22.07.2014, zuletzt geprüft: 01.08.2014); *Bergfürst Bank AG*, BERGFÜRST entwickelt als erstes FinTech-Unternehmen mit Bank-Lizenz Finanzierungsmodelle der Zukunft, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/270/bergfuerst-entwickelt-als-erstes-fintech-unternehmen-mit-bank-lizenz-finanzierungsmodelle-der-zukunft> (Stand: 22.07.2014, zuletzt geprüft: 01.08.2014).

230 *Bergfürst Bank AG*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/so-funktioniert/s/unternehmen-beteiligung> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

231 *Bergfürst Bank AG*, Beteiligungen zeichnen - So funktioniert's, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/so-funktioniert/s/beteiligung-zeichnen> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

erwerben möchte. Bei Übereinstimmung von Angebot und Nachfrage wird der Verkauf teilweise oder gänzlich durchgeführt.²³²

III. Einzelprojektinvestings

Mit Crowdinvestings in Einzelprojekte gibt es eine weitere Kategorie von Investings, die sehr stark an Reward-Crowdfundings erinnert. Anstelle in ein Unternehmen zu investieren, wird hier in ein von jemandem (einem Unternehmen, aber auch von Einzelpersonen oder anderem denkbar) vorgestelltes Projekt im Sinne eines Einzelvorhabens investiert. Wie bei Reward-Crowdfundings kann es sich z.B. um die Erstellung eines neuen Produktes, etwa einer CD oder, aktuelles Paradebeispiel, eines Films handeln. Anders als beim Reward-Crowdfunding ist jedoch der Schwerpunkt der Gegenleistung hier nicht das eigentlich zu erstellende Produkt, sondern eine finanzielle Renditeaussicht in Form einer Beteiligung am Gewinn, welches ebendieses Produkt erwirtschaftet.

Bestes Beispiel hierfür aus Deutschland ist die Produktion des Kinofilmes *Stromberg*, zur gleichnamigen TV Serie des Senders *Pro 7*. Im Dezember 2011²³³ wurde durch die Produktionsfirma *Brainpool* auf einer eigens hierfür eingerichteten Website²³⁴ ein Crowdfunding gestartet. Innerhalb von nur einer Woche wurde das Ziel von einer Million Euro erreicht.²³⁵ Das Investitionsmodell bestand darin, dass insgesamt 20 000 Anteile zum Preis von jeweils 50 Euro angeboten wurden, wobei pro Anleger maximal 20 Anteile (entsprechend 1 000 Euro) erworben werden konnten. Für jede verkaufte Kinokarte wurde 1 Euro an die Anleger ausgeschüttet. Dies bedeutet, dass ab einer Besucherzahl von einer Million, jeder Anleger zumindest seinen Einsatz zurückbekommt. Darüber hinausgehende verkaufte Kinokarten werden mit 0,50 Euro pro verkaufter Kinokarte an die Anleger ausgeschüttet. Ab dem 1 000 001 Besucher machen die Investoren somit Gewinne.²³⁶ Für die Anleger hat sich in diesem Fall der Einsatz gelohnt. Bereits im März 2014 gab *Brainpool* in einer Pressemitteilung be-

232 *Bergfürst Bank AG*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/so-funktioniert/unternehmen-beteiligung> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

233 v. Müller-Schmale, *BaFinJournal* 2014, 10, 11.

234 <http://www.myspass.de/myspass/specials/stromberg-kinofilm/>, mittlerweile nicht mehr im Original einsehbar. Über die Internetarchivierungsseite *Waybackmachine* lässt sich der erste Snapshot vom 07.01.2012 einsehen (<https://web.archive.org/web/20120107175440/http://www.myspass.de/myspass/specials/stromberg-kinofilm>). Zu diesem Zeitpunkt war jedoch das Fundingziel bereits erreicht, so dass der eigentliche Aufruf nicht mehr einzusehen ist.

235 v. Müller-Schmale, *BaFinJournal* 2014, 10, 11; *Schiereck/Meinshausen*, *Die Bank* 2012, 66, 69.

236 *Brainpool Artist & Content Services GmbH*, Die wichtigsten Informationen im Überblick, verfügbar unter: <http://www.myspass.de/myspass/specials/stromberg-kinofilm/investieren/> (zuletzt geprüft: 09.04.2015).

kannt, dass die Grenze von einer Million Zuschauern erreicht wurde.²³⁷ Im Oktober 2014 wiederum wurde die erste Gewinnausschüttung an die Anleger überwiesen. Bis zum Stichtag wurden insgesamt 1 339 215 Kinokarten verkauft und damit 1 169 607,50 Euro an die Anleger ausgezahlt. Damit ist jedoch das Ende der Gewinnausschüttungen noch nicht erreicht.²³⁸ Zwar ist der *Stromberg* Kinofilm ein gutes Beispiel für ein erfolgreiches Crowdfunding, jedoch nicht für dessen rechtliche Einordnung in deutsches Recht. Ausweislich der Teilnahmebedingungen für das Crowdfunding wurde dieses nämlich über eine französische Gesellschaft durchgeführt und unterlag französischem Recht.²³⁹ Vermutlich konnte *Brainpool* damals kein für seine Zwecke geeignetes rechtliches Instrument im deutschen Recht ausmachen.

Als eigene Plattform hat sich im Oktober 2014 *Cinedime*²⁴⁰ mit dem Start seine ersten Filmprojekts etabliert.²⁴¹ Bei der neuen Plattform geht es bereits dem Namen nach um die Finanzierung von Filmprojekten mithilfe der Crowd. *Cinedime* setzt hierbei auf partiarische Nachrangdarlehen.²⁴² Dies zeigt die starke Vielfältigkeit dieser Beteiligungsform auf, die zum Zeitpunkt des *Stromberg* Filmes noch nicht erkannt war.

Am Beispiel *Cinedime* zeigt sich jedoch wie schwierig es bereits nach nur vier Jahren ist, auf dem Crowdfunding Markt erfolgreich gegen die Konkurrenz anzutreten. So war das erste Investing für den Jugendfilm *Lena Love* nicht erfolgreich. Das zweite Projekt für den Kinderfilm *König Laurin* wurde zwar erfolgreich beendet, brachte jedoch 'lediglich' 60 000 Euro ein (s.o. Teil 2 D.I.7.). Im Gegenzug dazu wurden durch das erste Film Crowdfunding auf *Companisto*, der Komödie *Wie Männer über Frauen reden*, bis zum 02.06.2015 bereits 273 485 der maximal möglichen 300 000 Euro eingenommen (Funding zum Bearbeitungszeitpunkt noch andau-

237 *Brainpool*, Die magische Grenze ist erreicht: 1 Million Besucher für STROMBERG – DER FILM!, verfügbar unter: <http://www.brainpool.de/de/Presse/2014/Maerz/Die-magische-Grenze-ist-erreicht-1-Million-Besucher-fuer-STROMBERG-DER-FILM!> (Stand: 17.03.2014, zuletzt geprüft: 12.06.2014).

238 *Brainpool Artist & Content Services GmbH*, Stromberg der Film: Gewinnauszahlung an alle Crowdfunder, verfügbar unter: <http://www.stromberg-der-film.de/Ueber-den-Film/News/Gewinnauszahlung-an-alle-Crowdfunder> (Stand: 16.10.2014, zuletzt geprüft: 09.04.2015).

239 *Brainpool Artist & Content Services GmbH*, Teilnahmebedingungen, verfügbar unter: <http://www.myspass.de/myspass/specials/stromberg-kinofilm/fragen-und-antworten/teilnahmebedingungen/> (zuletzt geprüft: 10.06.2015).

240 <https://www.cinedime.de/>.

241 *Für-Gründer.de*, Plattform CINEDIME startet mit erstem Film-Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.fuergruender.de/blog/2014/10/cinedime/> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

242 *Cinedime GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.cinedime.de/terms.pdf> (Stand: 05.03.2013, zuletzt geprüft: 02.06.2015).

rnd).²⁴³ Mit zunehmender Fragmentierung des Crowdfunding-Marktes und dem Start immer neuer Plattformen ist davon auszugehen, dass in Zukunft Einzelprojektinvestings für alle möglichen Zwecke entstehen werden.

E. Mischformen

Wie zuvor vielfach gesehen, lässt sich bei einigen Plattformen nicht immer eine strikte Trennlinie in der Einordnung in eines der unter Teil 2 C. dargestellten theoretischen Modelle ziehen. Vor allem die Plattform *Startnext* sticht hier aus der Masse heraus. Dort ist so gut wie jede Art von Crowdfunding möglich. Noch wichtiger für die rechtliche Betrachtung sind jedoch die Fälle, in denen im Rahmen desselben Projektes eine Mischung von verschiedenen Crowdfunding Arten zu beobachten ist. Beispielsweise werden viele Crowdinvestings mit Rewards verknüpft, so dass die Investoren beispielsweise ab einer bestimmten Investitionssumme neben der Gewinnbeteiligung auch noch das Produkt des jeweiligen Unternehmens erhalten oder zu einer Veranstaltung eingeladen werden.²⁴⁴

F. Zusammenfassung

Die vorliegende Beschreibung der deutschen Marktlage zeigt eines ganz deutlich und deckt sich mit dem, was oben bereits zur wirtschaftlichen Entwicklung des Crowdfundingmarktes gesagt wurde: Der Markt ist äußerst lebhaft, variantenreich und erfolgreich. Es gibt die unterschiedlichsten Konstruktionen und Mischformen von Crowdfundings, viele verschiedene Plattformen und eine sich teilweise erschließende Spezialisierung der Plattformen auf bestimmte Bereiche (etwa *Econeers* auf

243 *Companisto GmbH*, Crowdinvesting für WIE MÄNNER ÜBER FRAUEN REDEN auf *Companisto*, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/wie-maenner-ueber-frauen-reden-startup-45/overview> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

244 Für eine Beteiligung an einem Unternehmen bei *Seedmatch* oder *Companisto* gibt es neben der Beteiligung in manchen Fällen auch verschiedene weitere Gegenleistungen abhängig von der Investitionssumme. Als Beispiel sei hier die Kampagne des Unternehmens *BiteBox* Anfang 2014 auf *Companisto* genannt, einem Unternehmen, welches gesunde Snacks für Büros in einer Art Abo-Modell oder über Einzelbestellungen anbietet (Nuss-, Trockenfruchtmischungen, usw.). Neben der Beteiligung am Unternehmen gab es für eine Mindestinvestition von 250 Euro eine der Fruchtmischungen, ab 1 000 Euro fünf Mischungen, die fünf Wochen aufeinander zum Investor nach Hause geschickt wurden, ab 5 000 Euro ein Jahresabo mit wöchentlichen Lieferungen und letztlich ab 10 000 Euro ein Jahresabo für das Büro (90 Boxen alle 2 Monate) inkl. Möbelstück zum Aufstellen. *BiteBox GmbH*, Crowdinvesting für *BiteBox* auf *Companisto*, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/bitebox-startup-28/overview> (zuletzt geprüft: 17.04.2014) Als weiteres Beispiel mit weitaus teureren Rewards für ein Crowdinvesting sei die Kampagne von *Protonet* auf *Seedmatch* genannt; s. hierzu Fn. 368.

Projekte mit Umweltbezug oder *Cinedime* auf Filmförderung). All diese unterschiedlichen Modelle unterliegen unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen. Welche dies im Detail sind, soll im Folgenden ausführlich dargestellt werden.

4. Teil: Bestandsaufnahme und aktuelle Diskussion

Der nunmehr folgende vierte und gleichzeitig Hauptteil sowie Schwerpunkt dieser Abhandlung soll zunächst einen Überblick über die rechtliche Einordnung der oben beschriebenen verschiedenen Crowdfunding Formen geben. Im Zuge dessen sollen die sich aufwerfenden Problemstellungen herausgestellt und bewertet sowie Lösungsansätze diskutiert werden. Letztlich soll auch auf offene Fragen einer geplanten oder eventuell notwendigen Regulierung genauer eingegangen werden. Dabei teilt sich die Bearbeitung in zwei große Teilbereiche, das allgemeine Zivil-, Schuld- bzw. Gesellschaftsrecht sowie die speziell für Crowdinvestings einschlägigen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften. Die eigentlich auf dem zum allgemeinen Vertragsrecht gehörenden Instrument der culpa in contrahendo aufbauenden Grundsätze zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, werden aufgrund der Sachnähe bei den kapitalmarktrechtlichen Regelungen behandelt.

A. Schuld- und gesellschaftsrechtliche Perspektive

Unter dem ersten Oberpunkt der rechtlichen Analyse des Crowdfunding sollen zunächst losgelöst von den weiter unten zu besprechenden kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen, allgemein die verschiedenen möglichen Konstellationen eines Crowdfunding am deutschen Markt dargestellt und aus Sicht der Rechtsgeschäftslehre analysiert werden. Diese Vorgehensweise beruht auf folgenden Gründen:

Zunächst handelt es sich bei allen Arten des Crowdfunding um relativ neue Phänomene, deren rechtliche Einordnung oftmals noch nicht geklärt ist. Da es größtenteils keine speziellen Regelungen für diese gibt, muss mit den vorhandenen zivil- und hier vor allem schuldrechtlichen Vorschriften beschrieben werden können, was mittlerweile informationstechnischer Alltag geworden ist. Die erste zu klärende Frage ist also: 'Womit haben wir es eigentlich zu tun, wenn wir Crowdfunding rechtlich einordnen wollen?'

Bis Mai 2015 hat es, soweit ersichtlich, noch keine bedeutenden Rechtsstreitigkeiten vor deutschen Gerichten oder gar Obergerichten gegeben, etwa weil ein Kapitalnehmer etwas versprochen, über eine Crowdfunding Kampagne Gelder für die Herstellung eines neuen Produktes eingesammelt und dann letztlich nicht erfüllt hat. Der Grund hierfür mag sein, dass das eingesetzte Kapital zu gering ist, als das sich ein Rechtsstreit für den Geldgeber lohnen würde, oder aber bisher die meisten Projek-

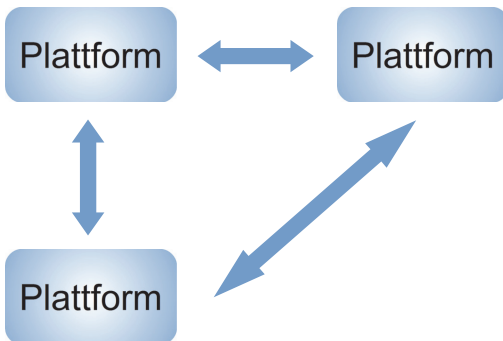
te tatsächlich erfolgreich waren. Dies wird jedoch voraussichtlich nicht so bleiben. Wie die oben aufgezeigte wirtschaftliche Entwicklung des Crowdfunding allein in Deutschland zeigt, handelt es sich um einen stetig wachsenden Markt. Mit der steigenden Menge an Projekten und Kapitaleinsatz ist absehbar, dass auch die Zahl erfolgloser Projekte weiter steigt und dass im Laufe der nächsten Jahre eine nicht zu unterschätzende Menge von Verfahren auf deutsche Gerichte zukommen wird. Dies gilt umso mehr für den wachsenden Markt des Crowdfunding, bei dem nun der erste soeben genannte Grund des geringen Kapitaleinsatzes in den meisten Fällen leer laufen dürfte. Bei Einsätzen von teilweise mehreren tausend Euro zur Finanzierung eines Startups über *Seedmatch* ist die Bereitschaft im Falle eines Misserfolges, die Gerichte zu bemühen, sicherlich um einiges höher als bei der Vorfinanzierung eines Musikalbums über *Startnext* für zehn Euro. Unabhängig von der Höhe des Kapitaleinsatzes handelt es sich aber in allen Fällen um höchst risikoreiche Geschäfte, bei denen Misserfolge nicht auszuschließen sind. Die Einordnung der Vertragswerke in verschiedene Kategorien wird hierbei relevant.

Weiterhin gelten die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften lediglich für Crowdfunding, nicht für andere Arten des Crowdfunding, etwa die Vorfinanzierung eines neuen Produktes. Diese Abhandlung soll jedoch umfassend die rechtlichen Rahmenbedingungen untersuchen und wird dementsprechend bei der nun folgenden Analyse vom Allgemeinen ins Spezielle vordringen. Darüber hinaus sind selbst in den bisher am Markt etablierten und durchgeführten Crowdfunding, die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, insbesondere die spezialgesetzliche Prospektspflicht und Prospekthaftung, in den meisten Fällen nicht einschlägig, da bestimmte Ausnahmetatbestände bzw. Gesetzeslücken eingreifen und die Plattformen gerade diese Ausnahmetatbestände bis ins letzte Detail ausreizen. Dies gilt selbst (oder gar noch mehr) nach der weiter unten besprochenen, geplanten Gesetzesänderung. Das Kapitalmarktrecht stellt also hauptsächlich die Rahmenbedingungen. Problembereiche finden sich auch in anderen Rechtsbereichen, etwa bei der Bestimmung der tatsächlich gewählten Anlageform oder dem AGB-Recht, wie weiter unten zu zeigen sein wird.

I. Konstellationen der Vertragsbeziehungen untereinander

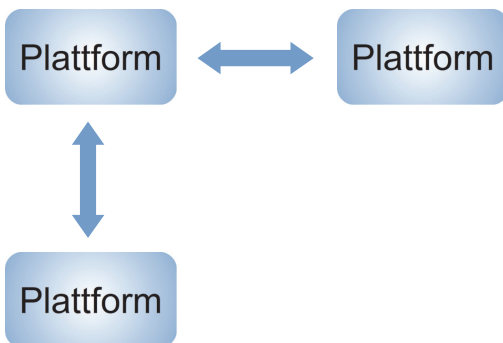
Die möglichen Vertragsbeziehungen der Parteien untereinander lassen sich in drei Kategorien einteilen und schematisch wie folgt darstellen:

Variante I:



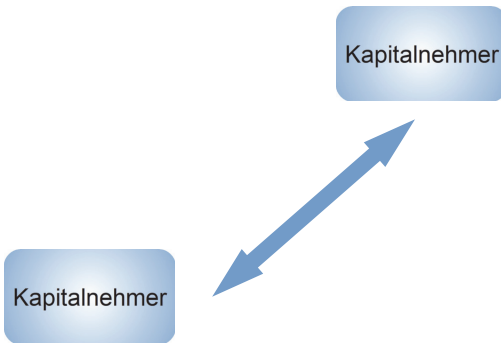
Variante I stellt die häufigste Variante der einzelnen Vertragsbeziehungen dar. Der Vertrag kommt zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber direkt zustande, mit der Plattform lediglich als Vermittler. Zwischen Kapitalnehmer und Plattform sowie zwischen Kapitalgeber und Plattform kommt zusätzlich ein Nutzungsvertrag zustande.

Variante II:



Diese Variante wird aktuell lediglich von *Fundsters* angeboten. Sowohl Nutzungsvertrag als auch der Vertrag über die Investition bzw. Finanzierung kommen lediglich zwischen Kapitalnehmer und Plattformbetreiber sowie zwischen Kapitalgeber und Plattformbetreiber zustande. Eine direkte Vertragsbeziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer entsteht nicht.

Variante III:



Das letzte Modell stellt ein Crowdfunding ohne Einschaltung einer Plattform als Intermediär dar. Es gibt lediglich Vertragsbeziehungen zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber direkt.

II. Vertragsschluss

Der Vertragsschluss richtet sich beim Crowdfunding nach den allgemeinen zivilrechtlichen Vorschriften. Besonderheiten ergeben sich vor allem in Hinblick auf die Verwendung elektronischer Hilfsmittel (dem Internet) und der Rolle der Crowdfunding Plattform als Intermediär. Im Unterschied zu klassischen Fundraisingmethoden, ist die Zuhilfenahme des Internets ein kennzeichnendes Merkmal des Crowdfunding. Da sich die Kapitalnehmer mithilfe der Plattformen an einen unbestimmten und größtmöglichen Personenkreis richten möchten, handelt es sich bei der Einstellung einer Crowdfunding Kampagne auf einer Website um die ideale Marketingform. Die Übermittlung der Willenserklärungen erfolgt demnach rein elektronisch über Websites und E-Mails.²⁴⁵

1. Parteien

Drei Akteure kommen als potentielle Vertragsparteien eines Crowdfunding in Betracht. Hier sollen diese abstrakt als **Plattformbetreiber**, **Kapitalnehmer** und **Kapitalgeber** bezeichnet werden. Es kann sich hierbei jeweils um natürliche oder juristische Personen handeln, genauso wie es jeweils Unternehmer oder Verbraucher sein können.

²⁴⁵ An dieser Stelle setzt z.B. auch die Kritik zur ursprünglich geplanten Unterschriftsleistung auf dem Vermögensanlageinformationsblatt im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses zum Kleinanlegerschutzgesetz an, s.u. Teil 4 B.II.2.b)ff).

a) Unternehmer-/ Verbrauchereigenschaft

Die Einordnung der Vertragsparteien in die Kategorien Unternehmer und Verbraucher wird in Hinblick auf den Aspekt des Verbraucherschutzes auch im Crowdfunding relevant. Unternehmer ist nach § 14 Abs. 1 BGB jede natürliche oder juristische Person oder rechtsfähige Personengesellschaft, die bei Abschluss eines Rechtsgeschäfts in Ausübung ihrer gewerblichen oder selbständigen beruflichen Tätigkeit nachgeht. Verbraucher ist nach § 13 BGB jede natürliche Person, die ein Rechtsgeschäft zu Zwecken abschließt, die überwiegend weder ihrer gewerblichen noch ihrer selbständigen beruflichen Tätigkeit zugerechnet werden können. Diese Legaldefinition des Verbraucherbegriffs wurde zuletzt durch das Gesetz zur Umsetzung der Verbraucherrechterichtlinie geändert. Die aktuelle Fassung ist seit dem 13.06.2014 in Kraft. Mit diesem Umsetzungsgesetz wurde lediglich der Begriff 'überwiegend' in die Definition eingefügt. Diese Formulierung stellt jedoch keine Änderung der geltenden Rechtslage dar, sondern lediglich eine Anpassung des Gesetzestextes an eine bereits seit langem geübte Praxis.²⁴⁶

Alle drei Parteien eines Crowdfundings können sowohl Unternehmer als auch Verbraucher sein, wobei gewisse Schwerpunkte auszumachen sind. So werden in der Regel Plattformbetreiber und Kapitalnehmer unter § 14 BGB und Kapitalgeber unter § 13 BGB fallen. Zwingend ist dies aber nicht, wie im Folgenden noch beschrieben wird. Relevant wird diese Einordnung beispielsweise im Bereich Crowdlending in Bezug auf die Anwendbarkeit der Verbraucherschutzvorschriften der §§ 491 ff. BGB (s.u. Teil 4 A.IV.2.).

b) Plattformbetreiber

Plattformbetreiber sind diejenigen (natürlichen oder juristischen) Personen, die hinter einer der am Markt etablierten Plattformen stehen, auf denen ein Crowdfunding angeboten werden kann²⁴⁷. Auf den Plattformen können die Kapitalnehmer ein Projekt vorstellen und die potentiellen Kapitalgeber sich hierüber informieren. Wer das Projekt fördern möchte, kann sodann über die Plattform als Vermittler für das gewünschte Projekt Gelder zur Verfügung stellen.

²⁴⁶ Wendehorst, NJW 2014, 577, 577.

²⁴⁷ So steht hinter der Plattform *Startnext* als Betreiber z.B. die *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, hinter der Plattform *Seedmatch* die *Seedmatch GmbH*, usw..

Zu beachten ist, dass die Verwendung einer Plattform kein notwendiges Merkmal eines Crowdfunding ist. Auch über eine persönliche Webseite lässt sich ein Crowdfunding durchführen.²⁴⁸ Es gibt Beispiele, allen voran in Deutschland die Kampagne für den *Stromberg* Kinofilm (s.o. Teil 3 D.III.), bei der der Kapitalnehmer selbst über eine eigene Internetplattform das Crowdfunding durchgeführt hat. In den meisten Fällen wird jedoch eine auf Crowdfundings spezialisierte Plattform als Intermediär zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber eingesetzt. Ohne die Aufnahme einer Crowdfunding Kampagne auf eine Plattform, sei es weil der Kapitalnehmer dies nicht möchte oder weil das Projekt von der Plattform abgelehnt wird, bleibt es den potentiellen Kapitalnehmern vorbehalten, ein Projekt in Eigeninitiative zu organisieren. Jedoch ist insoweit zu beachten, dass dies erst ab einem gewissen Bekanntheitsgrad überhaupt erfolgreich sein kann. Hingegen ist die Nutzung einer Plattform automatisch verbunden mit einer bestimmten Anzahl an regelmäßig wiederkehrenden Nutzern, denen das Projekt vorgestellt wird (z.B. werden sie per Newsletter darauf hingewiesen) und die als potentielle Geldgeber in Betracht kommen. Weiterhin verfügen die Plattformen über Marketingmechanismen und eine gewisse Präsenz in der Presse, die auch für unbekannte Projektinitiatoren erfolgversprechend erscheint.²⁴⁹

Die Funktion der Plattform selbst kann unterschiedlicher Natur sein. Entweder kann diese lediglich als Vermittler zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber auftreten. Oder aber, sie kann in der Form eine aktive Rolle innerhalb der Vertragsbeziehungen einnehmen, als dass diejenigen die 'Investition' selbst betreffenden Verträge einerseits zwischen Kapitalgeber und Plattform und weiterhin zwischen Plattform und Kapitalnehmer zustande kommen. Die Investition erfolgt dann indirekt, mit der Plattform zwischengeschaltet.²⁵⁰

Als Intermediär zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern hat die Plattform zuallererst eine vermittelnde Rolle. Die Kapitalnehmer können ihre Projekte auf einer der Plattformen vorstellen. Die Nutzer der Plattform können sich über die einzelnen Projekte informieren und nach Absolvierung des oben geschilderten Registrierungsprozesses²⁵¹ Gelder für ein beliebiges Projekt zur Verfügung stellen. Die Plattform selbst dient zumeist noch als Kommunikationsplattform zwischen Kapitalgeber und -nehmer.²⁵² Hier werden Updates über den Fortlauf des Projekts zur Verfügung ge-

248 *Meller-Hannich*, WM 2014, 2337, 2338.

249 An dieser Stelle setzt wiederum die Kritik bzgl. eines Werbeverbotes oder von Werbebeschränkungen im ersten Gesetzesentwurf zum Kleinanlegerschutzgesetz an, s.u. Teil 4 B.II.2.b)gg).

250 So z.B. bei der Plattform *Fundsters*, s.o. Teil 3 D.I.4..

251 S.o. Teil 3 A..

252 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 245.

stellt und die Kapitalgeber haben die Möglichkeit direkt mit den Kapitalnehmern in Verbindung zu treten, etwa über ein Forum oder direkte Nachrichten.

Bei einigen sich mittlerweile in Deutschland etablierten Plattformen ist es so, dass diese eine gewisse Vorauswahl treffen. Im Bereich des Reward-Crowdfunding ist dies im allgemeinen nicht der Fall. Hier kann im Grunde jeder sein Projekt online stellen und auf Geldgeber hoffen (vgl. *Startnext*²⁵³). Im Bereich des Crowdinvesting sieht die Situation jedoch ganz anders aus. Hier übernehmen die Plattformen eine sehr stark leitende Rolle, indem die kapitalsuchenden Startup Unternehmen einen rigorosen Auswahlprozess durchlaufen müssen, bevor sie ihre Idee der Öffentlichkeit präsentieren können. Die Auswahlkriterien sowie der Auswahlprozess variieren von Plattform zu Plattform.²⁵⁴ Bei *Fundsters* gelangen beispielsweise nur ca. 10% der sich bewerbenden Unternehmen mit im allgemeinen „...sorgfältig ausgearbeiteten Konzepten...“ durch die Vorauswahl, wovon dann ca. $\frac{3}{4}$ am Ende erfolgreich finanziert werden.²⁵⁵ Das *German Crowdfunding Network* bezeichnet diese Rolle der Plattformen als 'Gatekeeper'-Funktion, welche dazu beiträgt, dass die bisherigen Ausfallquoten bei Crowdinvestings recht gering sind.²⁵⁶

Dieser Auswahlprozess wirft natürlich die Frage auf, ob und wenn ja, welche Haftung die Plattformen in Folge dieser Vorauswahl treffen können und inwieweit sie selbst hiermit einen gewissen Vertrauenstatbestand gegenüber den Kapitalgebern schaffen. Sieht es von Seiten der Investoren so aus, als ob die Plattformbetreiber so strenge Kriterien aufstellen, dass ein Fehlschlag des Startups unwahrscheinlich wird?

253 Auf *Startnext* kann, soweit den Richtlinien gefolgt wird, grundsätzlich jedermann sein Reward basiertes Projekt vorstellen. Einschränkungen gibt es allenfalls in Hinblick auf Punkte wie Volljährigkeit oder die zur Verfügung gestellten Kategorien. Eine Einschränkung oder Auswahl einzelner Projekte innerhalb dieser Kategorien erfolgt nicht. *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Richtlinien für Starter, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/hilfe/guidelines.html> (zuletzt geprüft: 02.09.2014); *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Nutzungsbedingungen für Starter, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/info/agb/anb-starter.html> (zuletzt geprüft: 02.09.2014). Bei den über *Startnext* angebotenen Crowdinvestings bringt sich die Plattform mehr ein. Diese werden nach eigenen Angaben von *Startnext* 'kuratiert'. Kapitalnehmer müssen zunächst einen Bewerbungsprozess durchlaufen. *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Richtlinien für Starter, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/hilfe/guidelines.html> (zuletzt geprüft: 02.09.2014).

254 Frank, VC Magazin 2015, 6, 6; Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 245.

255 Brütsch, Markus von der *Fundsters AG* in der Sendung *markt* (ab Min. 27:50), *WDR Fernsehen*, Finanzen: Crowdinvesting, verfügbar unter: <http://www1.wdr.de/fernsehen/ratgeber/markt/sendungen/crowdinvestment100.html> (Stand: 05.05.2014, zuletzt geprüft: 08.07.2014).

256 *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 8.

Werben die Plattformen mit ihren Auswahlkriterien und mit dem Erfolg ihrer bisherigen Auswahl von erfolgreichen Startups?²⁵⁷

Auch bei der Vertragsgestaltung der Beziehungen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer spielt die Plattform eine wichtige Rolle. So stellen die Plattformen die Musterverträge zur Verfügung, welche bei den Projekten Verwendung finden.²⁵⁸

Letztlich agiert die Plattform häufig noch als Intermediär bei der Zahlungsabwicklung. Gewöhnlich wird Geld von vielen Kapitalgebern eingesammelt, auf einem Treuhandkonto bis zum Ende des Fundingzeitraums gebündelt und schließlich, soweit die Fundingschwelle erreicht wurde, an den Kapitalnehmer weitergeleitet, selbstverständlich abzüglich der eigenen Provision für die Vermittlung.²⁵⁹ Die meisten Plattformen bedienen sich bezüglich der Verwaltung der Gelder auf einem Treuhandkonto noch eines weiteren zwischengeschalteten Akteurs.²⁶⁰ Dies hängt mit weiter unten beschriebenen aufsichtsrechtlichen Voraussetzungen zusammen.²⁶¹

Fraglich ist also, wie die Vermittlerrolle der Plattformen rechtlich ausgestaltet ist, nämlich welche Rolle der Plattformbetreiber in Hinblick auf die Übermittlung der Willenserklärungen der weiteren Beteiligten einnimmt. Denkbar ist eine Stellung als Stellvertreter oder Bote, aber auch beispielsweise als Handelsvertreter, Makler oder Anlageberater. Die genaue Einordnung ist später sowohl für haftungsrechtliche als auch aufsichtsrechtliche Fragen relevant.

aa) Stellvertretung

Vertreter ist gem. § 164 Abs. 1 BGB derjenige, der eine eigene Willenserklärung, im Namen des Vertretenen und innerhalb der ihm zustehenden Vertretungsmacht abgibt oder empfängt.²⁶² Im Regelfall stellen die Plattformbetreiber den Kapitalnehmern lediglich die technischen Hilfsmittel zur Verfügung, um ihr Projekt dort

²⁵⁷ Durch die auf allen Plattformen Verwendung findenden, gut sichtbaren und gut ausgearbeiteten Disclaimer, ist diese Frage weiter unten bei der Diskussion von Haftungsfragen zu verneinen; hierzu s.u. Teil 4 A.V.3..

²⁵⁸ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 245.

²⁵⁹ Vgl. beispielsweise Ziffer 8.6 der AGB von *Fundsters Fundsters AG*, AGB, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/agb/> (zuletzt geprüft: 28.08.2014).

²⁶⁰ *Seedmatch* nutzt hierzu z.B. die Dienste der *Secupay AG*, *Seedmatch GmbH*, FAQ, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/faq> (zuletzt geprüft: 28.08.2014). Hierbei handelt es sich um einen Anbieter, der sich auf die Abwicklung von bargeldlosen Zahlungen im Internet spezialisiert hat, *secupay AG*, Über uns, verfügbar unter: <https://www.secupay.ag/ueberuns.html> (zuletzt geprüft: 28.08.2014).

²⁶¹ Vgl. hierzu Teil 4 B.3..

²⁶² Staudinger/Schilken, Vorb § 164 Rn. 16.

vorzustellen. Der Inhalt der Willenserklärungen wird von den Kapitalnehmern und Kapitalgebern selbst festgelegt. So gibt der Kapitalnehmer selbst an, welche Leistung er zu welchem Preis zu erbringen bereit ist, und die Kapitalgeber wählen aus diesen Leistungen die gewünschte aus. Die Rolle der Plattform beschränkt sich damit rein auf die Übertragung der Willenserklärungen mittels der von ihnen bereitgestellten technischen Infrastruktur. Eine eigene Willenserklärung wird seitens der Plattformbetreiber nicht abgegeben.²⁶³ Eine Stellung als Vertreter scheidet damit aus.

bb) Botenschaft

Bote ist, wer lediglich eine fremde Willenserklärung übermittelt oder entgegennimmt. Anders als der Vertreter ist der Bote nicht selber rechtsgeschäftlich Handelnder.²⁶⁴ Die bloße technische Weiterleitung einer an einen anderen gerichteten Willenserklärung kann eine Form der Botenschaft darstellen. Entscheidend für die Abgrenzung und Einordnung ist das aus Sicht des Empfängers nach außen hin erkennbare Auftreten als Übermittler.²⁶⁵ Dies ist bei Crowdfundingplattformen allgemein der Fall. In ihren Nutzungsbedingungen weisen die meisten Plattformen darauf hin, dass sie lediglich die technischen Möglichkeiten für Crowdfundings sowie die Möglichkeit zum Vertragsschluss unter Verwendung der Plattform bereitstellen und keine weiteren Leistungen erbringen.²⁶⁶ Soweit keine weiteren Besonderheiten hinzukommen, wäre somit die Annahme einer Botenschaft der Plattformbetreiber im Verhältnis der Vertragsbeziehungen von Kapitalnehmer und Kapitalgeber möglich. Botenschaft setzt jedoch weiter voraus, dass eine Willenserklärung tatsächlich übermittelt wird und die Parteien über den Vertragsschluss selbst entscheiden. Dies ist bei den Crowdfunding Plattformen jedoch nicht der Fall. Wenn jede einzelne Willenserklärung zunächst erst dem Kapitalnehmer übermittelt würde und dieser jedes Angebot individuell annehmen oder ablehnen müsste, wäre letztlich der Sinn und Zweck der Nutzung einer Plattform in Frage gestellt. Auch eine Botenstellung scheidet somit aus.

²⁶³ So auch *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 250 im Rahmen der Diskussion um das mögliche Vorliegen eines Platzierungsgeschäfts nach WpHG und KWG durch Crowdfunding Portale.

²⁶⁴ Palandt/*Ellenberger*, Einf v § 164 Rn. 11.

²⁶⁵ Staudinger/*Schilken*, Vorb § 164 Rn. 73 f..

²⁶⁶ Z.B. *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, AGB, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/Info/AGB.html> (zuletzt geprüft: 13.08.2014), § 3 (1); *Seedmatch GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/agb> (zuletzt geprüft: 06.02.2014), 3.1.

cc) Zusammenführung von Willenserklärungen nach festen Regeln

Was auf den Plattformen vielmehr passiert ist, dass die Willenserklärungen der Parteien nach einem festen (nichtdiskretionären) Regelwerk zusammengeführt werden. Dies bedeutet, dass die Regeln für den erfolgreichen Vertragsschluss von Vornherein feststehen und es nicht mehr im Ermessen der Parteien liegt, hierüber im Einzelfall zu entscheiden. Nachdem das Projekt online ist, kann jeder sein Geld anbieten und seine Investitionsentscheidung wird automatisch umgesetzt, solange noch Kontingent vorhanden ist. Einer Weiterleitung der Willenserklärung bedarf es hierbei nicht.²⁶⁷ Damit stellt sich die Aufgabe der Plattform bei der Übermittlung der Willenserklärungen lediglich als technische Hilfeleistung dar. Für den Bereich Crowdinvesting stellt sich Aufgabe der Plattform bei der Zusammenführung der Willenserklärungen der Parteien ähnlich dar wie die einer Börse. Es wird lediglich die Gelegenheit zum Abschluss einer Beteiligung vermittelt.²⁶⁸ Die Parteien bleiben für die Erklärungen selbst verantwortlich.²⁶⁹

Die Vermittlung der Gelegenheit zum Abschluss einer Beteiligung klingt zunächst nach einem Maklervertrag, wobei vorliegend die Plattform als Makler für beide Parteien tätig würde. Da jedoch die Leistung der Plattform gegenüber dem Anleger (als Interessenten der Maklerleistung) unentgeltlich erfolgt, ist die Annahme eines solchen Maklervertrages abzulehnen.²⁷⁰

dd) Auskunftsvertrag

Wie noch zu zeigen sein wird, handelt es sich bei der Tätigkeit der Plattform aufsichtsrechtlich um eine Anlagevermittlung (s.u. Teil 4 B.I.3.a)aa)). Diese erfolgt bei Projekten, die auf einer gesonderten Plattform gestartet werden, ausschließlich über diese Plattform. Der potentielle Anleger ist somit gezwungen die Plattform zu nutzen, soweit er in eines der dort angebotenen Startups investieren möchte.²⁷¹ Weiterhin werben die Crowdinvesting-Plattformen mit einer rigorosen Auswahl der Star-

267 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 250.

268 German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V., Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 15.

269 Dieselbe Sachlage stellt sich etwa bei der Zuverfügungstellung der Infrastruktur eines Online-Shops für Jedermann, wie dies etwa Amazon mit seinem Marketplace tut..

270 Jansen/Pfeifle, ZIP 2012, 1842, 1849.

271 Lediglich für Großinvestoren mag dies in manchem Falle anders sein.

tups sowie einer guten Vergleichbarkeit der Angebote. Dies führt dazu, dass in Crowdfunding Fällen regelmäßig der konkludente Abschluss eines Auskunftsvertrages angenommen werden kann. Hierbei ist jedoch immer auf den Einzelfall abzustellen.²⁷²

ee) Besonderheit: Handelsvertretung bei Companisto

In einer älteren Fassung der AGB von *Companisto* bezeichnet *Companisto* sich selbst in als 'Handelsvertreter des Companisten'.²⁷³ Diese Klausel nimmt vermutlich Bezug auf einen möglichen Handel mit bei *Companisto* erworbenen Beteiligungen. Sie gilt demnach nicht für den ursprünglich ersten Beteiligungserwerb. Dies ist wohl vorsorglich dem Umstand geschuldet, dass *Companisto* anfangs mit dem Plan spielte, in Zukunft zusätzlich zu den Crowdfundings auch eine Handelsplattform für die Nutzer bereitzustellen. Genaueres ist hierzu jedoch nicht zu erfahren. Diese Pläne, soweit sie tatsächlich bestanden haben, scheinen denn auch nicht mehr aktuell zu sein. In der aktuellen Fassung der AGB ist besagte Klausel bereits nicht mehr enthalten.²⁷⁴

ff) Besonderheit: mittelbare Konstruktion

Eine weitaus aktivere Rolle der Plattform als das bloße Bereitstellen technischer Hilfsmittel zur Übermittlung von Willenserklärungen lässt sich bei der Konstruktion der Plattform *Fundsters* ausmachen. Hier kommt der gesamte Vertrag nicht zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer zustande, sondern zwischen Kapitalgeber und Plattform sowie zwischen Plattform und Kapitalnehmer. Die Investition in ein Startup-Unternehmen erfolgt hier auf indirekte Weise. Dies wirft natürlich das Risiko auf, dass der Geldgeber auf ein zukünftiges Weiterbestehen der Plattform angewiesen ist.²⁷⁵ Zur rechtlichen Einordnung dieser Verträge s.u. Teil 4 A.IV.3.b)cc).

272 *Jansen/Pfeifle*, ZIP 2012, 1842, 1849 f.

273 *Companisto GmbH*, AGB (23.05.2014), verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/business-terms> (Stand: 23.05.2014, zuletzt geprüft: 28.08.2014), Ziff. 7.1.

274 *Companisto GmbH*, AGB (Stand: 31.03.2015), verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/assets/1427809996_AGB.pdf (Stand: 31.03.2015, zuletzt geprüft: 09.06.2015).

275 *Beck*, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 115.

gg) Weitere Einordnung

In der Regel handelt es sich bei dem hinter einer bestimmten Plattform stehenden Betreiber um eine juristische Person. Beispiele sind die Unternehmergeellschaft (*Startnext Crowdfunding UG*), häufig eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*Seedmatch GmbH*) oder gar eine Aktiengesellschaft (*Bergfürst Bank AG*). Am Markt nicht vorhanden aber zumindest denkbar ist die Möglichkeit, dass eine natürliche Person eine eigene Crowdfunding Plattform einrichtet und betreibt. Gerade für gemeinnützige Zwecke oder für eine auf eine bestimmte Zielgruppe ausgerichtete Plattform wäre dies zumindest denkbar.

In der bereits erwähnten Variante, in welcher der Kapitalnehmer sich gegen die Kooperation mit einer Plattform entscheidet und die Crowdfunding Kampagne selbst durchführt, erfolgt dies meist durch eine eigens hierfür eingerichtete Website oder eine Unterrubrik auf der bereits bestehenden Website des Kapitalnehmers (Beispiel Stromberg, s.o. Teil 3 D.III.). Damit wird der Kapitalnehmer letztlich selbst zum Plattformbetreiber, jedoch beschränkt auf ein spezifisches Projekt. Auch in diesem Falle ist denkbar, dass eine Einzelperson eine eigene Crowdfunding Website für einen bestimmten Zweck einrichtet und keine juristische Person hinter der Kampagne steht. Beispielsweise ein Künstler, der ein neues Musikalbum aufnehmen möchte, könnte bei entsprechend hoher Fananzahl und einem bestimmten Besucheraufkommen auf seiner bereits etablierten Website diesen Weg gehen.

c) Kapitalnehmer

Auch bei den Kapitalnehmern kann es sich sowohl um natürliche oder juristische Personen, Unternehmer oder Verbraucher handeln.²⁷⁶ Einschränkungen sind nicht notwendig, jedoch wird es je nach Art des Crowdfunding gewisse Schwerpunkte geben. Bei Crowdinvestings beispielsweise geht es hauptsächlich um die Finanzierung von Startup Unternehmen, also werden die Kapitalnehmer zumeist juristische Personen sein. Einige Plattformen setzen ausdrücklich voraus, dass es sich bei dem sich bewerbenden Unternehmen beispielsweise um eine GmbH oder UG handeln muss (z.B. bei *Seedmatch* der Fall²⁷⁷).

²⁷⁶ *Jansen/Pfeifle*, ZIP 2012, 1842, 1844.

²⁷⁷ *Seedmatch GmbH*, Für Gründer, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/fuer-gruender> (zuletzt geprüft: 13.06.2014).

Bei Crowdlending sind es zumeist Privatleute, also natürliche Personen, die nicht in ihrer Unternehmereigenschaft handeln, die auf einen Kredit von Seiten der Crowd hoffen und bestimmte persönliche Dinge mit diesem Geld anschaffen oder finanzieren möchten. Dies muss aber nicht der Fall sein. Im Gegenteil ist Crowdlending auch für Unternehmer interessant, soweit der Kapitalbedarf nicht sonderlich hoch ist. Die relativ neue Plattform *Finmar* ist beispielsweise gerade auf die Kreditvergabe für kleine und mittelständische Unternehmen spezialisiert. Auch hier nehmen jedoch nicht die Unternehmen selbst das Darlehen auf, sondern jemand als Privatperson, die das Geld dann seinem Unternehmen zur Verfügung stellt (s.o. Teil 3 C.).²⁷⁸

Beim Reward-Crowdfunding ist die Lage eher gemischt. Gerade wenn es sich um Künstler handelt, die mit dem Geld der Crowd ein neues Werk schaffen möchten wird es sich häufig um natürliche Personen handeln. Die Frage, ob sie in ihrer Eigenschaft als Unternehmer auftreten, wird davon abhängig sein, ob es sich bei ihrer Rolle als Künstler um den täglichen Broterwerb handelt oder ob vielleicht lediglich eine Freizeitbeschäftigung finanziert werden soll, die nicht zwangsläufig auf Gewinn ausgerichtet ist. Die Einordnung ist hier letztlich vom Einzelfall abhängig. Aber auch Unternehmen, egal ob nun Startups oder bereits etablierte Unternehmen, können für einzelne Projekte auf Crowdfundings zurückgreifen. So hat sich in der Software-spiele-Branche bereits ein gewisser Trend etabliert, das nächste Spiel eher über die Crowd, als über einen alteingesessenen Publisher zu finanzieren, sei es, weil große Publisher von vornherein kein Geld zur Verfügung stellen oder aus anderen Gründen wie etwa Marketing oder kreativer Unabhängigkeit. Hier ist der amerikanische Markt und dort wiederum vor allem *Kickstarter* Vorreiter bei der Projektfinanzierung.²⁷⁹

d) Kapitalgeber

Bewusst wird vorliegend in den meisten Fällen nicht der Begriff Investor, sondern Kapitalgeber gewählt. Investor passt genau genommen lediglich für eine Form des Crowdfundings, bei der es um eine Geldanlage geht und der Investor sich einen finanziellen Gewinn erhofft, also hauptsächlich beim Crowdinvesting. Investor ist also eine Unterform des Kapitalgebers. Für jemanden, der sein Geld für die Vorfi-

²⁷⁸ *Finmar GmbH*, FAQ, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/faq.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

²⁷⁹ Vgl. hier nur die immens erfolgreiche Kampagne des Produktionsstudios *DoubleFine* aus Kalifornien für die Entwicklung eines neuen Adventure-Videospiels (hierzu mehr bei Fn. 25), welche das Crowdfunding für Videospiele äußerst populär gemacht hat, *Kickstarter.com/Double Fine Productions, Inc.*, Double Fine Adventure, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/projects/doublefine/double-fine-adventure> (zuletzt geprüft: 27.08.2014).

nanzierung eines Produktes zur Verfügung stellt und am Ende keine Gewinnbeteiligung, sondern das Produkt selbst erhält, passt der Begriff zumindest rechtlich nicht. Für die allgemeine Beschreibung aller Formen des Crowdfundings ist der Begriff Kapitalgeber daher die bessere Wahl.

Bei den Kapitalgebern wird es sich in aller Regel um natürliche Personen handeln, häufig um Verbraucher, also Personen, die mit ihrem Privatkapital ein Projekt unterstützen oder spekulieren möchten und dabei nicht ihrer gewerblichen oder selbständigen beruflichen Tätigkeit nachgehen (§ 13 BGB). Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass sich juristische Personen oder Unternehmer i.S.d. § 14 BGB an einem Crowdfunding beteiligen. Manche Plattformen bieten während des Registrierungsprozesses direkt die Möglichkeit an, sich als Gesellschaft anzumelden (so wiederum *Seedmatch*, die ausdrücklich auf die Möglichkeit hinweisen, sich als Investmentgesellschaft in Form einer UG oder GmbH anzumelden²⁸⁰).

Kapitalgeber zu werden ist denn auch wesentlich einfacher als ein Crowdfunding zu initiieren. Die bisher am deutschen Markt operierenden Crowdinvesting Plattformen beispielsweise haben für die interessierten Unternehmen, die als Kapitalnehmer ein Projekt initiieren möchten, einen relativ strikten Auswahlprozess.²⁸¹ Für Kapitalgeber gilt dies jedoch nicht. Für die Auswahl der Unternehmen kommt es den Plattformen darauf an, eine so rigorose Auswahl zu treffen, dass einerseits das Angebot für potentielle Kapitalgeber attraktiv ist und andererseits zumindest über die Prüfung des Businessplanes gewährleistet ist, dass das Konzept stimmig und erfolgversprechend ist. Ganz unterschiedlich ist die Interessenlage bei der Auswahl der möglichen Kapitalgeber. Hier ist lediglich das verfügbare Kapital ausschlaggebend, dessen Höhe und Einsatz jedem Geber selbst überlassen bleiben.²⁸² Hier gilt demnach: Je mehr desto besser!

Selbiges gilt für Crowdlending und Reward-Crowdfunding. Letzteres ist mangels Fundinglimit und Spendenmöglichkeit in aller Regel völlig offen für jede Art und Menge von Kapitalgebern. Einzige Grenze ist hier das Ende des Fundingzeitraums.

280 *Seedmatch GmbH*, Für Investoren, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/fuer-investoren> (zuletzt geprüft: 07.08.2014).

281 Für Crowdlending und Reward-Crowdfunding gilt dies nicht in der Weise. Hier ist es im Allgemeinen wesentlich einfacher ein Projekt zu starten.

282 Vgl. beispielsweise die Bewerbungsvoraussetzungen und den Ablauf des Bewerbungsprozesses bei der Plattform *Seedmatch*, *Seedmatch GmbH*, Für Gründer, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/fuer-gruender> (zuletzt geprüft: 13.06.2014).

2. Vertragsschluss als Solches

Bei den im Crowdfunding vorzufindenden Verträgen gibt es eine Vielzahl von Gestaltungsmöglichkeiten. Zumeist handelt es sich um schuld- oder gesellschaftsrechtliche Verträge. Wie jeder Vertrag, kommt dieser auch beim Crowdfunding zwischen den Parteien durch mindestens zwei übereinstimmende Willenserklärungen (Antrag und Annahme) zustande, §§ 145 ff. BGB.²⁸³

Ein Antrag liegt erst dann vor, wenn die den Empfänger erreichende Erklärung der antragenden Partei vollständig ist und mit Rechtsbindungswillen getätigt wird. Vollständig bedeutet, dass mindestens alle für den Vertragsschluss wesentlichen Angaben enthalten sind, die sogenannten *essentialia negotii*. Darunter fallen mindestens Leistung, Gegenleistung sowie die Vertragsparteien. Mit Rechtsbindungswillen wird die Willenserklärung getätigt, „... wenn der Erklärende das Bewusstsein und den Willen hat, dass sein Verhalten rechtsgeschäftlich verbindliche Geltung habe ...“²⁸⁴

Abzugrenzen ist der Antrag häufig von der bloßen Aufforderung einen Antrag zu machen, der sog. *invitatio ad offerendum*. Auch beim Crowdfunding wird diese Unterscheidung relevant. Eine *invitatio ad offerendum* liegt beispielsweise dann regelmäßig vor, wenn die Erklärung „... an einen unbestimmten Kreis von Personen gerichtet ...“ ist und der Erklärende die in ihr beschriebene Leistung nur bis zu einer bestimmten Menge erbringen kann, etwa weil nur ein gewisser Warenbestand verfügbar ist.²⁸⁵ So handelt es sich beispielsweise bei Werbeanzeigen regelmäßig lediglich um eine *invitatio ad offerendum*, da das werbende Verkaufslokal nicht unendlich viele Produkte auf Lager haben wird. Regelmäßig sind auch auf Internetseiten angebotene Waren nur als *invitatio ad offerendum* zu verstehen, so dass erst der Klick auf den 'Kaufen'-Button durch den Kunden das eigentliche Angebot darstellt, welches sodann etwas später von Seiten des Online-Shop Betreibers in einer separaten E-Mail angenommen wird. Dies kann ausnahmsweise anders sein, wenn der Online-Shop Betreiber dies ausdrücklich anders festlegt, beispielsweise indem auf der Beschreibungsseite der angebotenen Ware vorweg festgelegt wird, dass mit jedem Klick auf den 'Kaufen'-Button automatisch ein Vertrag zustande kommt.²⁸⁶ Diese Vorgehensweise eignet

283 Vgl. beispielhaft neben vielen weiteren Lehrbüchern *Medicus*, BGB AT, Rn. 357, der richtigerweise darauf hinweist, dass das BGB hier von 'Antrag' und nicht von 'Angebot' spricht; MüKoBGB/Busche, § 145 Rn. 5, der weniger streng mit den Begrifflichkeiten umgeht, jedoch meist 'Antrag' verwendet.

284 MüKoBGB/*Armbrüster*, Vor § 116 Rn. 23.

285 *Medicus*, BGB AT, Rn. 359.

286 Vgl. *Medicus*, BGB AT Rn. 361, der hier auf die vorweggenommene „törichte“ Annahme des höchsten Gebotes bei Internetauktionen verweist.

sich in technischer Hinsicht für einen Online-Shop dann, wenn die Verkaufsplattform im Internet mit einer Warenbestandskontrolle verbunden ist. Hier zeigt die Website automatisch an, wie viele Produkte noch im Lager vorhanden sind und schaltet die Kauffunktion automatisch ab, sobald das Kontingent erschöpft ist. Damit lässt sich durch eine einfache informationstechnische Lösung vermeiden, dass sich der Betreiber in die Gefahr begibt, mehr Verträge abzuschließen, als er im Stande ist zu erfüllen.

Beim Crowdfunding werden von Seiten der Kapitalnehmer ihre Projekte auf einer Internetplattform vorgestellt und die Kapitalgeber haben die Möglichkeit, mit wenigen Mausklicks in ein beliebiges Projekt zu investieren. Die Funktionsweise der Crowdfundingplattformen entspricht in etwa derjenigen eines Online-Shops. Um welche Art von Crowdfunding es sich dabei handelt ist hier zunächst irrelevant. Auch die Unterschiede in der Funktionsweise zwischen den einzelnen Plattformen sind marginal und im Rahmen dieser Beschreibung zu vernachlässigen (mit der vlt. momentan einzigen Ausnahme der Plattform *Bergfürst*, die aber dennoch für die vorliegende Einordnung nicht tragend ins Gewicht fällt, s.u. Teil 4 A.II.2.d)).

Bei den Beschreibungsseiten eines Projektes auf einer Plattform kann es sich demgemäß entweder um ein Angebot seitens der Kapitalnehmer oder aber lediglich um eine *invitatio ad offerendum* handeln. Zwar ist hier für die Abgrenzung natürlich auf den Einzelfall abzustellen und die jeweilige Plattform genauer zu betrachten, jedoch lässt sich in den meisten Fällen sagen, dass es sich bei den genannten Beschreibungsseiten zunächst lediglich um eine *invitatio ad offerendum* handelt, genau wie das bei den meisten Online-Shops der Fall ist. Erst mit dem Klick auf den 'Investieren'- oder 'Unterstützen'-Button auf der Beschreibungsseite des Projektes wird seitens des Kapitalgebers ein verbindliches Angebot abgegeben, eine gewisse Summe für das Projekt bereitzustellen. Die Annahme erfolgt mittels einer E-Mail, gewöhnlich automatisch übermittelt durch die technischen Vorrichtungen der von der Plattform zur Verfügung gestellten Infrastruktur. Wie bereits oben bei der Stellung der Plattformen im Rahmen der Übertragung der Willenserklärungen dargestellt, erfolgt die Zusammenführung von Angebot und Annahme in den meisten Fällen mittels vordefinierter Regeln, die ein Überlegen der anderen Vertragspartei ausschließen. Die Einordnung in Angebot und Annahme mag daher an dieser Stelle etwas gekünstelt erscheinen. Dies ist jedoch bei den meisten Online-Shops ebenfalls der Fall und die Art und Weise der Zusammenführung der Willenserklärungen ändert nichts an deren Qualifizierung.

a) Crowdfunding

Gerade im Rahmen von Crowdfunding, in denen die Menge an möglichen zu erwerbenden Beteiligungen limitiert ist, es also ein Fundinglimit gibt, macht die Vorgehensweise über eine invitatio ad offerendum für die Plattformen durchaus Sinn. Damit setzen sie sich nicht der oben bereits beschriebenen Schwierigkeit aus, mehr Verträge einzugehen, als Investitionsmöglichkeiten vorhanden sind. Gerade bei einigen in der Vergangenheit sehr beliebten Projekten, bei denen das Fundinglimit innerhalb von Minuten erreicht war²⁸⁷ erscheint diese Vorgehensweise sinnvoll. So weist z.B. *Companisto* in seinen AGB ausdrücklich darauf hin, dass das Ausfüllen des Online-Formulars und der Klick auf den 'Jetzt-Investieren'-Button noch keinen Vertragsabschluss darstellen, sondern der *Companist* damit lediglich ein Angebot auf Erwerb einer Beteiligung abgibt.²⁸⁸

Jedoch ist diese Vorgehensweise selbst bei Crowdfundings, bei denen ein Fundinglimit aufgrund der limitierten Menge an auszugebenden Gegenleistungen besteht, nicht zwingend. Einen anderen Weg geht beispielsweise *Seedmatch*. In seinen AGB weist *Seedmatch* ausdrücklich darauf hin, dass der Nutzer das auf der Plattform abrufbare Angebot verbindlich annehmen muss, um in eines der Startups zu investieren.²⁸⁹ Ähnlich der Funktionsweise eines Online-Shops, ist dieses Vorgehen sinnvoll und bereitet keine weiteren Probleme, wenn die Online-Plattform selbst angebonden ist an das noch offene Kontingent von Beteiligungen. In dem Fall, dass während des genannten Vorganges das Kontingent ausgebucht ist, muss sodann ein automatischer Mechanismus Verwendung finden, der Überinvestitionen über das Fundinglimit hinaus ausschließt.

b) Crowdlending

Beim Crowdlending stellt sich die Situation ähnlich dar wie bei Crowdfunding, da auch hier grundsätzlich ein Limit bezüglich der Höhe des erhofften Geldbetrages besteht.

287 Z.B. das Crowdfunding des Unternehmens *Protonot*, welches in der zweiten Finanzierungsrunde auf *Seedmatch* im Juni 2014 innerhalb von nur 90 Minuten 750 000 Euro einnahm und innerhalb von lediglich wenigen Stunden das mehrfach aufgestockte Fundinglimit von 3 Millionen Euro erreichte, *Tableofvisions.com*, WeltrekordFinanzierung mit Crowdfunding: Protonot, verfügbar unter: <http://tableofvisions.com/weltrekord-finanzierung-mit-crowdfunding-protonot/> (zuletzt geprüft: 20.05.2015).

288 *Companisto GmbH*, AGB (31.01.2014), verfügbar unter: <https://www.companisto.de/business-terms> (Stand: 31.01.2014, zuletzt geprüft: 11.02.2014), Ziff. 4.1.

289 *Seedmatch GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/agb> (zuletzt geprüft: 06.02.2014).

c) Reward-Crowdfunding

Anders ist die Situation beim Reward-Crowdfunding. Hier gibt es zwar meist eine Fundingschwelle, jedoch ist das Ziel gerade so viel Kapital wie irgend möglich einzusammeln. Das Setzen eines Fundinglimits würde diesem Ziel entgegenlaufen. Limitierungen in der Menge der möglichen anzunehmenden Unterstützungen bestehen höchstens bei den über die eigentlich zu finanzierende Grundgegenleistung hinausgehenden Rewards, wie ein Treffen mit dem Künstler bzw. Produktionsteam oder eine limitierte Edition der zu produzierenden CD, die teilweise in der Stückzahl begrenzt sind.²⁹⁰

Entsprechend eignen sich beide Varianten des Vertragsschlusses hier gleichermaßen. Ob man die Beschreibung auf der Plattform als Antrag oder als *invitatio ad offerendum* ausgestaltet ist dann eher Geschmackssache. So ist z.B. bei *Startnext* die Beschreibung als *invitatio ad offerendum* ausgestaltet. In den AGB von *Startnext* wird zusätzlich am Ende noch ausdrücklich auf die weiteren Voraussetzungen zur Auszahlungsreife Bezug genommen. Gemeint sind damit zum einen das Erreichen der Fundingschwelle sowie zum anderen fehlende wirksame Widerruf nach Ende der Kampagne, die allein oder gemeinsam die Gesamtsumme wieder unter die Fundingschwelle zurück fallen lassen würden. Auf Letzteres wird im Folgenden noch eingegangen (s.u. e)).²⁹¹

d) Besonderheit: *Bergfürst*

Bergfürst geht in mancherlei Hinsicht einen anderen Weg als andere Plattformen. Als einzige Crowdinvesting Plattform ermöglicht *Bergfürst* die Zeichnung von Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien (s.o. Teil 3 D.II.). Die Ausgabe der Aktien erfolgt nicht wie bei den partiarischen Darlehen anderer Plattformen zum Festpreis (z.B. 5 Euro pro Beteiligung bei *Companisto*), sondern über einen von *Bergfürst* selbst 'Bookbuilding' genannten Zeichnungsprozess. Man gibt als Kapitalgeber nicht nur an, wie viel Geld man insgesamt investieren möchte, sondern auch wie viel man pro Aktie höchstens zu bezahlen bereit ist. Durch die unterschiedlichen

²⁹⁰ So gab es beispielsweise bei dem bereits mehrfach angesprochenen Videospieldprojekt der Firma *DoubleFine* auf Kickstarter insgesamt 900 signierte Poster, 100 kleine und 10 große handgemalte Portrait-Gemälde sowie 4 Essen mit den kreativen Köpfen hinter dem Spiel inklusive Tour durch das Studio; nur wer schnell genug war konnte diese Rewards erhalten, [Kickstarter.com/Double Fine Productions, Inc.](https://www.kickstarter.com/DoubleFineProductions/DoubleFineProductions), Double Fine Adventure, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/projects/doublefine/double-fine-adventure> (zuletzt geprüft: 27.08.2014).

²⁹¹ *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, AGB, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/Info/AGB.html> (zuletzt geprüft: 13.08.2014), Ziff. (2).

Höchstpreise verschiedener Anleger ergibt sich eine gewisse Preisspanne und es können grundsätzlich mehr potentielle Interessenten Kaufangebote auf die Aktien abgeben, als insgesamt Aktien vorhanden sind. Am Ende der Crowdfunding Kampagne wird der Ausgabepreis automatisch festgelegt. Dabei handelt es sich dann um den höchstmöglichen Preis innerhalb der Preisspanne, zu dem alle Aktien ausgegeben werden können. Wer mehr geboten hat, bekommt das Paket Aktien zum Ausgabepreis, wer weniger geboten hat geht leer aus.²⁹²

Bei der von *Bergfürst* betriebenen Ausgabepaxis stellt die Beschreibungsseite auf der Plattform damit auch zunächst eine invitatio ad offerendum dar. Der darauffolgende Antrag kommt von Seiten der Kapitalgeber. Hier haben die Kapitalgeber als einziges die Möglichkeit aktiv an der Preisgestaltung der Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien mitzuwirken.

e) Besonderheit: Fundingschwelle

Das Erreichen bzw. Überschreiten der Fundingschwelle als Voraussetzung für den Abschluss eines Vertrages stellt eine Besonderheit dar, die es bei anderen Formen von Internetgeschäften normalerweise nicht gibt. Hierbei handelt es sich um ein spezifisches Instrument des Crowdfunding. Nicht alle Plattformen nutzen das Instrument der Fundingschwelle. Diejenigen die dies tun, arbeiten nach dem sog. 'Alles oder Nichts'-Prinzip. Dies bedeutet, dass bei Nichterreichen der Fundingschwelle das Projekt komplett gescheitert ist und die potentiellen Kapitalnehmer völlig leer ausgehen. In dem Falle werden die bereits eingesammelten Beträge an die potentiellen Kapitalgeber zurückgezahlt oder überhaupt nicht erst eingezogen. Dahinter steckt die Annahme, dass eine geringere als mit der Fundingschwelle vorher festgelegte Kapitalmenge, dem Projekt nicht zum Erfolg verhelfen kann. Für die Kapitalgeber wird damit das Risiko eines Verlustes minimiert. Für die Kapitalnehmer bedeutet dies, dass sie kein Projekt durchführen müssen, welches nicht ausreichend finanziert wurde.²⁹³

Der Vertragsschluss ist durch die Fundingschwelle bei allen Plattformen, die nach dem 'Alles oder Nichts'-Prinzip arbeiten,²⁹⁴ damit auflösend bedingt durch das

292 *Bergfürst Bank AG*, Beteiligungen zeichnen - So funktioniert's, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/so-funktioniert/beteiligung-zeichnen> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

293 *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Was bedeutet das Alles-oder-nichts-Prinzip?, verfügbar unter: <https://faq.startnext.de/Allgemeines/id/Was+bedeutet+das+Alles-oder-nichts-Prinzip+-5/modul/Allgemeines/aid/8> (zuletzt geprüft: 02.09.2014).

294 Soweit ersichtlich sind dies beispielsweise sämtliche Crowdfunding Plattformen. Auch im Bereich Crowdlending ist der Einsatz einer Fundingschwelle sinnvoll (hier ist gar sinnvoll einen Festbetrag der erreicht werden muss und

Nichterreichen der Fundingschwelle, § 158 Abs. 2 BGB. Das Nichterreichen der Fundingschwelle kann hierbei auf zwei verschiedene Arten eintreten. Einmal dadurch, dass tatsächlich bis Ende des Fundingzeitraums von vornherein nicht genug Kapital zusammenkommt. Andererseits dadurch, dass nach erfolgreichem Abschluss der Kampagne, durch wirksamen Widerruf einzelner Kapitalgeber die Gesamtsumme wieder unter die Fundingschwelle zurückfällt. In beiden Fällen tritt die auflösende Bedingung ein und die Rechtswirkungen des Vertrages erlöschen wieder.²⁹⁵ Erst wenn sichergestellt ist, dass die Fundingschwelle tatsächlich erreicht wurde und das versprochene Kapital auch nicht durch wirksame Widerrufe wieder unter die Fundingschwelle zurückfällt, wird das Geld an den Kapitalnehmer ausgezahlt.

f) Besonderheit: Internetplattform

Ein wichtiges Merkmal sämtlicher hier untersuchter Crowdfunding Varianten, die mittels einer Internetplattform durchgeführt werden ist, dass zu keinem Zeitpunkt die Vertragsparteien persönlich aufeinander treffen. Der Vertragsschluss erfolgt komplett online mittels weniger Mausklicks.

Soweit Vertragspartner (der Kapitalgeber) ein Verbraucher ist, handelt es sich somit um Fernabsatzverträge im Sinne des § 312c BGB. In den meisten Fällen dürfte dies der Fall sein. Eine Ausnahme wäre beispielsweise die oben beschriebene Variante in der sich eine Investmentgesellschaft als Kapitalgeber bei einer Plattform anmeldet (s.o. Teil 4 A.II.1.d)).

Hieraus folgt, dass für den Verbraucher als Kapitalgeber gem. §§ 312g Abs. 1 S. 1, 355 BGB ein 14-tägiges Widerrufsrecht besteht. Er kann also seine Zusage, eine bestimmte Geldsumme für ein Projekt zur Verfügung zu stellen, innerhalb der Frist frei widerrufen. In manchen Fällen kann dies dazu führen, dass der Gesamtbetrag eines Fundings wieder unter die Fundingschwelle zurückfällt. Für diesen Fall haben die Plattformen jedoch bereits vorgesorgt und arbeiten hier mit einer auflösenden Bedingung (vgl. soeben unter e)).

gleichzeitig auch maximal erreicht werden kann festzulegen, da die Kapitalnehmer ja eine bestimmte Summe haben möchten), bei Reward-Crowdfunding kommt es stark auf das Projekt selbst an. Bestimmte Kreativprojekte können z.B. auch ohne eine Vollfinanzierung durch die Crowd allein durch eine kleine Finanzspritze erfolgreich sein, so dass das Erreichen einer Fundingschwelle nicht so wichtig ist.

²⁹⁵ Vgl. zu den Rechtswirkungen von aufschiebender und auflösender Bedingung MüKoBGB/Westermann, § 158 Rn. 38 ff..

Zu beachten ist für Crowdinvestings, die über die Zeichnung von Aktien erfolgen, der § 312g Abs. 2 Nr. 8 BGB. Hier besteht kein Widerrufsrecht. Für die Darlehensnehmer (Kapitalnehmer) eines Crowdlending ergibt sich das Widerrufsrecht aus § 495 BGB, soweit es sich hier um Verbraucherdarlehen handelt. Eine weitere Anwendung des § 312g BGB scheidet nach dessen Abs. 3 in diesem Falle aus.

Der seit dem 13.06.2014²⁹⁶ geltende § 312 Abs. 5 S. 1 BGB stellt für Bank- und Finanzdienstleistungen (ausdrücklich genannt werden auch Kreditgewährung und Geldanlage) klar, dass für Fälle einer erstmaligen Vereinbarung mit daran anschließenden aufeinanderfolgenden Vorgängen oder einer daran anschließenden Reihe getrennter, in einem zeitlichen Zusammenhang stehender Vorgänge gleicher Art die Anwendbarkeit der §§ 312-312h BGB mit Ausnahme von § 312a Abs. 1, 3, 4 und 6 BGB nur für die erste Vereinbarung gegeben sein soll. Davon ist auch das Widerrufsrecht betroffen. Unter den Begriff der Geldanlage fällt auch das bei Crowdinvestings beliebte partiarische Darlehen.²⁹⁷

Jedoch sieht für diesen Fall über § 312g hinaus das Kleinanlegerschutzgesetz die Einführung eines Widerrufsrechts allgemein für Anleger von Crowdinvestings vor. Der neu in das VermAnlG aufzunehmende § 2d sieht ein unabdingbares 14-tägiges Widerrufsrecht für die Vermögensanlagen im Sinne des § 2a VermAnlG n.F. vor, also partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und ähnliche Anlageformen.²⁹⁸

²⁹⁶ Geändert durch das Gesetzes zur Umsetzung der Verbraucherrechterichtlinie und zur Änderung des Gesetzes zur Regelung der Wohnungsvermittlung vom 20.09.2013 (BGBl. I S. 3642), welches die EU Verbraucherrechterichtlinie (2011/83/EU) in innerdeutsches Recht umsetzt.

²⁹⁷ *Ehmann/Forster*; GWR 2014, 163, 163, 165.

²⁹⁸ *Deutscher Bundestag* (18. Wahlperiode), BT-Drs 18/4708, verfügbar unter: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/047/1804708.pdf> (Stand: 22.04.2015, zuletzt geprüft: 14.05.2015), S. 15 f..

III. Vertragsinhalt

Neben der Einordnung in Antrag und Annahme, ist weiterhin zu untersuchen, welchen Inhalt die Willenserklärungen der beiden Parteien haben, also welche Leistungen und Gegenleistungen erbracht werden sollen. Der Inhalt der Leistungspflichten bestimmt sich hierbei grundsätzlich aus der Einigung der Parteien.²⁹⁹ Im Folgenden soll allgemein beschrieben werden, was sich als Leistung und Gegenleistung bei Crowdfundings darstellt. Allgemein ist vorab festzuhalten, dass alle untersuchten Varianten des Crowdfunding auf einem gegenseitigen Vertrag (§§ 320 ff. BGB) beruhen. Bei allen über reine Spenden hinausgehenden Varianten des Crowdfunding liegt stets ein synallagmatisches Verhältnis von Leistung und Gegenleistung vor.

1. Leistung des Kapitalgebers

Einfach zu beschreiben und zu verallgemeinern ist die Leistung, die der Kapitalgeber zu erbringen hat. Bei allen zu untersuchenden Formen des Crowdfunding besteht diese Leistung lediglich in der rechtzeitigen Zahlung des versprochenen Geldbetrages, sei es an die Plattform als Intermediär (bzw. den Zahlungsdienstleister, der als Partner der Plattform arbeitet) oder an den Kapitalnehmer direkt. Hierbei kann es sich beispielsweise um eine Zahlung bei Vorfinanzierungen, die Gewähr eines Kredites oder die Leistung einer Einlage handeln. Zur genaueren Einordnung (s.u. Teil 4 A.IV.). In den meisten Fällen wird das Geld vom Konto des Kapitalgebers eingezogen, so dass er sich selbst nicht um die Zahlung kümmern muss.

Mit Zahlung tritt dann auch sofortige Erfüllung im Sinne des § 362 BGB ein. Der Kapitalgeber muss von nun an nichts weiter tun. Er kann sich im Rahmen der Möglichkeiten der Plattform zwar an Diskussionen mit dem Kapitalnehmer oder weiteren Kapitalgebern beteiligen, er wird auch ermutigt das Projekt auf sozialen Netzwerken zu diskutieren, weitere Pflichten treffen ihn hinsichtlich dessen jedoch nicht. Selbst eine aktive Teilnahme an einer Abstimmung bezüglich eines möglichen Verkaufs der Anteile im Fall eines Exits ist nicht geschuldet (s.u. Teil 4 A.V.1.)

2. Gegenleistung des Kapitalnehmers

Weitaus schwieriger ist es, die Gegenleistung des Kapitalnehmers genauer zu beschreiben, da diese weitaus stärker ausdifferenzierbar ist. Hier kommt es grundsätz-

²⁹⁹ *Joussen*, SchuldR I, Rn. 135.

lich auf den Einzelfall an. Sie kann beispielsweise in der Herstellung und Übereignung eines Produktes, der Erbringung einer Dienstleistung, der Rückgewähr eines Darlehens zuzüglich Zahlung von Zinsen oder der Gewährung eines Geschäftsanteiles bzw. einer Gewinnbeteiligung bestehen. Wie bereits mehrfach erwähnt, gibt es zudem zahlreiche Mischformen zwischen den einzelnen Crowdfunding Varianten, die eine allgemeine Beschreibung zusätzlich erschweren. Nicht nur die Art des Crowdfundings oder die verwendete Plattform geben hier den Ausschlag, sondern auch innerhalb einer Art oder auf einer Plattform ist es möglich eine Unmenge an unterschiedlichen Leistungen auszumachen.

a) Reward-Crowdfunding

Beim Reward-Crowdfunding liegt die Gegenleistung meist in der Lieferung eines neu herzustellenden Produktes. Dies kann ein physischer Gegenstand sein oder aber etwa ein digitaler Download. Möglich ist auch eine Gegenleistung in Form einer Dienst- oder Werkleistung, wie z.B. der Ausrichtung und Ermöglichung des Besuchs einer über Crowdfunding finanzierten Veranstaltung, etwa eines Konzerts oder einer Theateraufführung.

Typisch für das Reward-Crowdfunding ist, dass es für mehr Geldeinsatz auch größere Gegenleistungen gibt. Das eigentlich zu finanzierende Produkt kann hierbei einen geringen monetären Wert haben, etwa der Download eines Musikalbums für 15 Euro. Die höchsten Rewards bei einigen Projekten kosten ein vielfaches des ursprünglich zu finanzierenden Produktes, z.B. ein Abendessen mit der Band nach einem Konzertbesuch im VIP Bereich für mehrere Tausend Euro, oder ein Wohnzimmerkonzert speziell für den Geldgeber.³⁰⁰

³⁰⁰ Als eines von etlichen Projekten sei beispielsweise das auf *Startnext* angebotene Crowdfunding des Musikers *Nils Brunkhorst* genannt. Eine signierte CD gab es bereits ab 15 Euro. Als das teuerste Dankeschön gab es für 1 250 Euro ein Wohnzimmerkonzert-Trio zusätzlich zu der CD. *Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)/Brunkhorst*, Get a little Restless--Soloalbum, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/nilsbrunkhorst> (zuletzt geprüft: 27.08.2014). Noch teurer geht es zumeist auf der Plattform *Kickstarter* zu. Wiederum sei als Beispiel *DoubleFine* genannt. Hier gab es das eigentliche Spiel als Download für 15 US\$. Für 10 000 US\$ gab es zusätzlich zu allen anderen Rewards, wie dem Spiel, einem Artbook, dem Soundtrack usw. auch eine Tour durch das Entwicklungsstudio sowie ein Lunch mit *Tim Schaffer* und *Ron Gilbert*. Und hierbei handelte es sich noch nicht um die teuersten Rewards. Außerhalb von *Kickstarter* konnten über die hauseigene Website noch größere Gegenleistungen erworben werden, *Kickstarter.com/Double Fine Productions, Inc.*, Double Fine Adventure, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/projects/doublefine/double-fine-adventure> (zuletzt geprüft: 27.08.2014).

b) Crowdlending

Am einfachsten ist eine allgemeine Beschreibung sicherlich beim Crowdlending. Gegenleistung des Kapitalnehmers ist die Rückzahlung des erhaltenen Geldbetrages innerhalb eines vereinbarten Zeitraumes, zuzüglich der Zahlung eines festen Zinssatzes. Die Rückzahlung kann beispielsweise in monatlichen Raten inklusive der fälligen Zinsen nach und nach zurück auf das Konto des Kapitalgebers überwiesen werden. Auch eine Rückzahlung zum Ende der Laufzeit ist denkbar (sog. endfälliges Darlehen), jedoch eher unüblich. Bezüglich Leistung und Gegenleistung ergeben sich somit zunächst keine Besonderheiten zu anderen nicht Crowd-basierten Darlehen.

c) Crowdinvesting

Beim Crowdinvesting gibt es unterschiedlichste Arten von Gegenleistungen, die eine genaue Betrachtung des Einzelfalles notwendig machen. Ganz allgemein kann man sagen, dass die Gegenleistung (oder zumindest ein Teil der Gegenleistung) in der Einräumung einer finanziellen Erfolgsbeteiligung an dem Projekt oder einem Unternehmen besteht. Welcher Art diese Beteiligung ist, kann unterschiedlich ausgestaltet sein.

Einerseits gibt es auch hier in den meisten Fällen zunächst eine feste Verzinsung. Wenn es dabei bleibt, handelt es sich um eine Form des Crowdlending für Unternehmen. Um das Projekt für den Kapitalgeber aber interessanter zu machen und es deutlicher vom Crowdlending abgrenzen zu können, wird für Crowdinvestings zumeist noch eine über eine Festverzinsung hinausgehende Erfolgsbeteiligung gefordert. Diese wird, wie bereits dargestellt, etwa bei *Seedmatch* oder *Companisto* zunächst durch einen erfolgsabhängigen Bonuszins gewährt (s.o. Teil 3 D.I.). Ebenfalls bereits erwähnt ist die für viele Kapitalgeber als Hauptanreiz gesehene Beteiligung am Unternehmenswert oder bei den neueren Immobilien Crowdinvestings etwa die Beteiligung an einer möglichen Wertsteigerung derselbigen. Zum tragen kommt diese Erfolgsbeteiligung dann im Falle eines Exits oder bei Kündigung zum bzw. nach Ende der Mindestvertragslaufzeit. Die Beteiligung am Gewinn eines Unternehmens erfolgt beispielsweise in Form von Unternehmensbeteiligungen oder sonstigen partiari-schen Rechtsverhältnissen (z.B. Aktien, Genussrechte, stille Beteiligungen, partiari-sche Darlehen, usw.).

3. Leistungen der Plattform

Hauptaufgabe der Plattform ist das Bereitstellen der technischen Infrastruktur zur Veranstaltung eines Fundings. Darüber hinaus wählen manche der Plattformen die Fundings in einer Vorauswahl aus. Dies ist vor allem bei Crowdinvestings der Fall, nicht so sehr bei Reward-Crowdfunding oder Crowdlending. Weitere Aufgaben werden im Teil 4 A.II.1.b) sowie Teil 4 A.V.3. beschrieben.

IV. Vertragsarten und Vertragsgestaltung

In Teil 4 A.II.2. war die Rede vom Vertragsschluss als Solchem. Aber um welche Art von Vertrag handelt es sich denn letztlich beim Crowdfunding eigentlich? Einen Crowdfunding-Vertrag kennt das BGB als solchen nicht. Einen spezifischen Crowdfunding Vertrag aus der Menge an Möglichkeiten zu konstruieren wird auch nicht gelingen, da die verschiedenen Arten des Crowdfunding und selbst innerhalb jeder Unterart unterschiedlichste Gestaltungsmöglichkeiten vorhanden sind, die nicht in ein einziges starres Vertragswerk gezwängt werden können. Crowdfunding ist vielmehr als Oberbegriff für eine Reihe von typischen Vertragskonstellationen zu sehen, nicht als starrer eigener Vertragstyp. Diese Sachlage stellte auch die Plattformen anfangs vor die Herausforderung aus der Menge an Möglichkeiten, die für sie richtige auszuwählen.³⁰¹

Im Folgenden sollen zunächst die Vertragsarten, die in Crowdfundings typischerweise Verwendung finden oder Verwendung finden können, vorgestellt werden. Hierbei soll jeweils geprüft werden, welche Besonderheiten und rechtlichen Problemstellungen sich für die einzelnen Konstellationen daraus ergeben, dass man es hier mit Crowdfundings zu tun hat. Es soll auch auf die Problematik eingegangen werden, die sich in Hinblick auf die Abgrenzung der einzelnen Vertragsinstrumente zu anderen, teilweise sehr ähnlichen Instrumenten stellt und auf die Frage, ob die Eigenbezeichnung durch die Plattform der Prüfung standhält. Dies wird vor allem im Rahmen der schwierigen Abgrenzung von stillen Beteiligungen zu partiarischen Darlehen ä-

301 Für den Bereich des Crowdinvesting hat hier die erste deutsche Plattform *Seedmatch* in doppelter Hinsicht einen wichtigen Beitrag geleistet. Zunächst haben sie die ursprünglich für Crowdinvestings genutzten Verträge entworfen, die auf stille Beteiligungen setzten sowie später als erste auf partiarische Darlehen umgestellt. Dieser Ansatz wurde von anderen Plattformen übernommen. (vgl. hierzu Fn. 204 sowie *Schramm*, Vom Kletterpark zum Marktführer – die Entstehungsgeschichte von Seedmatch, verfügbar unter: http://blog.seedmatch.de/2014/04/23/vom-kletterpark-zum-marktfuehrer-die-entstehungsgeschichte-von-seedmatch/?utm_source=seedletter&utm_medium=email&utm_campaign=seedletter104 (Stand: 23.04.2014, zuletzt geprüft: 25.06.2014)).

Berst relevant, die in Crowdfunding überwiegend Verwendung finden (s.u. Teil 4 A.IV.3.a)cc)).

1. Reward-Crowdfunding

Bereits Reward-Crowdfundings können nicht unter ein einzelnes Vertragswerk subsumiert werden. Die verschiedenen möglichen Gegenleistungen verlangen nach einer differenzierten Betrachtung im Einzelfall. Geht es beispielsweise um die Produktion eines neuen Musikalbums, bei dem eben dieses Musikalbum am Ende als Reward an die Kapitalgeber verteilt wird, entweder als CD oder häufiger über einen Download, so handelt es sich um die Vorfinanzierung eines noch herzustellenden Produktes. Es liegt somit ein Werklieferungsvertrag vor, auf den nach § 651 BGB die Vorschriften des Kaufrechts (§§ 433 ff. BGB) Anwendung finden. Da hier anhand der Anzahl der Kapitalgeber bereits frühzeitig absehbar ist, wie viele Einheiten eines neuen Produktes im ersten Anlauf hergestellt werden müssen, ähnelt das Reward-Crowdfunding sehr der Subskription.

Geht es um die Vorfinanzierung einer Veranstaltung, so besteht die Hauptleistungspflicht des Kapitalnehmers in der Durchführung dieser Veranstaltung. Hier sind je nach der Art der Veranstaltung andere rechtliche Rahmenbedingungen einschlägig. Handelt es sich bei der Veranstaltung beispielsweise um ein Konzert, so ist der Vertrag zwischen dem Kapitalnehmer als Veranstalter und dem Kapitalgeber als Besucher, als Werkvertrag mit mietrechtlichem Einschlag bezüglich des Zuschauerplatzes einzuordnen.³⁰² In keinem Falle handelt es sich jedoch bei reinen Reward-Crowdfundings, auch in Verbindung mit Spendenelementen, um einen Vorfinanzierungskredit, da ja letztlich nicht das Geld zurückgezahlt werden soll, sondern das Produkt oder eine sonstige Gegenleistung angeboten wird.

Die allgemeine Einordnung von Reward-Crowdfundings in einzelne Vertragsformen gestaltet sich äußerst schwierig. Letztlich kommt es hier sehr stark auf den Einzelfall an, welche rechtlichen Vorschriften für jedes individuelle Projekt einschlägig sind. Allen Varianten gemeinsam ist die Vorleistungspflicht des Kapitalgebers. Letztlich wird nur durch die gesammelten Gelder der Crowd, z.B. die Entwicklung und Herstellung des neuen Produktes oder die Durchführung der Veranstaltung über-

302 Palandt/*Sprau*, Einf v § 631 Rn. 29.

haupt erst ermöglicht. Für den Kapitalgeber bedeutet dies, dass er auf die Einrede des nichterfüllten Vertrages aus § 320 BGB verzichtet.³⁰³

2. Crowdlending

Beim Crowdlending handelt es sich von der Grundidee her um die Kreditvergabe ohne Einschaltung einer Bank (s.o. Teil 2 C.III.). Jedermann, der ein kleines Darlehen benötigt und eventuell von einer Bank mangels ausreichender Sicherheiten oder Kreditwürdigkeit keinen Kredit erhalten würde, kann sich an die Crowd wenden und diese entscheiden lassen, ob seine Kreditwürdigkeit dort eventuell anders eingeschätzt wird. Umgekehrt kann Jedermann sein Geld für die Erfüllung dieser Kreditwünsche zu Verfügung stellen. Diese Grundkonstellation soll im Folgenden zunächst rechtlich beschrieben werden. Da diese Grundkonzeption von Crowdlending jedoch am deutschen Markt augenscheinlich von keiner der Plattformen angewandt wird, sondern hier vielmehr nach wie vor eine klassische Bank als Intermediär zwischengeschaltet ist, wird im Anschluss auf die spezifisch deutsche Marktlage eingegangen.³⁰⁴

a) Grundkonstellation

In der Grundkonstellation einer Kreditvergabe von Privat an Privat, ohne eine Bank, lässt sich Crowdlending relativ einfach unter die gesetzlichen Vorschriften der §§ 488 ff. BGB (Darlehensvertrag) subsumieren. Sowohl als Darlehensnehmer als auch als Darlehensgeber kann entweder ein Verbraucher (§ 13 BGB) oder ein Unternehmer (§ 14 BGB) auftreten. Zu unterscheiden sind sodann vier verschiedene mögliche Konstellationen von Verträgen. Je nach Konstellation kann es also rechtlich ein Darlehensvertrag zwischen zwei Privatleuten sein, ein Darlehen zwischen zwei Unternehmern, ein Verbraucherdarlehen oder die zunächst etwas ungewöhnlich anmutende Variante, dass ein Verbraucher einen Kredit einem Unternehmer gewährt.

303 Palandt/*Grüneberg*, § 320 Rn. 15 ff.

304 *Meller-Hammich*, WM 2014, 2337, 2344 gibt an, bei der regionalen Plattform *Dresden-Durchstarter* (<https://www.dresden-durchstarter.de/home.html>) käme „... es zur direkten Verbindung zwischen Anleger und Kreditsuchenden.“ Dies konnte zum Untersuchungszeitpunkt (Mai 2015) nicht bestätigt werden. Zwar wird in den AGB davon gesprochen, dass bei bestimmten Bezahlmethoden (PayPal, Lastschrift, Kreditkarte) die Zahlung des 'Supporters' direkt auf das Konto des 'Starters' überwiesen und ansonsten die *Fidor Bank AG* dazwischengeschaltet wird (*Dresden Marketing GmbH*, Dresden Durchstarter - AGB, verfügbar unter: <https://www.dresden-durchstarter.de/Rechtliche-Informationen/AGB.html> (zuletzt geprüft: 15.05.2015), § 7 Abs. 2), jedoch handelt es sich bei der besagten Plattform um eine Reward-Crowdfunding Plattform, nicht um eine Crowdlending Plattform.

Lediglich im Falle der Kreditvergabe durch einen Unternehmer an einen Verbraucher sind die besonderen Vorschriften der §§ 491 ff. BGB zum Verbraucherdarlehensvertrag zu beachten. Ansonsten gelten die §§ 488 ff. BGB, ohne die besonderen Verbraucherschutzvorschriften. Der Darlehensgeber handelt dann als Unternehmer (§ 14 BGB), wenn er das Darlehen im Rahmen seiner gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit einem Verbraucher im Sinne des § 13 BGB gewährt. Schon die erstmalige Darlehensvergabe kann zur Begründung der Unternehmerstellung ausreichen.³⁰⁵

Je nachdem in welchem Umfang die Plattform als Mittler tätig wird, kommt ihr eine andere rechtliche Einordnung zugute. Sollte sie lediglich vermittelnd tätig werden, so verbliebe es bei einer reinen Stellung als Makler (§ 652 ff. BGB) bzw. Vermittler von Verbraucherdarlehensverträgen nach 655a BGB. Sollte sie auch noch die Gelder einziehen und Weiterleiten ist an eine Stellung als Zahlungsdienstleister oder Betreiber von Bankgeschäften zu denken (vgl. hierzu u. Teil 4 B.III.). Zu beachten sind hier die für die Plattform als Darlehensvermittler einschlägigen Informationspflichten nach Art. 247 § 13 EGBGB.

b) Konstellationen am deutschen Markt

Die sich bisher am deutschen Markt etablierten Crowdlending Plattformen gehen einen anderen Weg. Hier erfolgt die Vermittlung durch eine dazwischengeschaltete Bank.³⁰⁶ Für den Nutzer der Plattform ist dies während des kurzen Ablaufs einer Investition auf der Webseite nicht auf Anhieb ersichtlich, jedoch in den AGB bzw. den Musterverträgen der Plattformen ausführlich beschrieben.³⁰⁷ Der Darlehensnehmer erhält sein Darlehen von der Partnerbank der jeweiligen Plattform.³⁰⁸ Wer sein Geld anlegen möchte, tut dies dadurch, dass er von derselben Partnerbank besagte Darlehensforderung bzw. einen seinem Einsatz entsprechenden Anteil kauft. Die Plattform agiert somit lediglich als Vermittler von Verträgen zwischen Anleger und Partnerbank sowie zwischen Partnerbank und Darlehensnehmer.³⁰⁹ Es wäre also genau genommen

305 Palandt/Weidenkaff, § 491 Rn. 4.

306 Meller-Hannich, WM 2014, 2337, 2343 f.

307 vgl. beispielhaft die AGB der Plattform *Auxmoney*, *Auxmoney GmbH*, Nutzungsbedingungen (11/2014), verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen.pdf> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

308 Bei *Finmar* ist dies beispielsweise die *Fidor Bank AG*; *Finmar GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/fileadmin/media/Recht/AGB.pdf> (Stand: 01.11.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015), Präambel.

309 Vgl. beispielsweise *Auxmoney GmbH*, Nutzungsbedingungen (11/2014), verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen.pdf> (zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 9 Abs. 1 ; *Finmar GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/fileadmin/media/Recht/AGB.pdf> (Stand: 01.11.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 8 Nr. 14; § 9 Nr. 6; *Smava GmbH*, AGB, verfügbar unter:

falsch von einem Verhältnis Darlehensgeber-Darlehensnehmer zu sprechen, vielmehr ist es Darlehensnehmer-Bank-Darlehensforderungskäufer:



Der Vertrag zwischen Darlehensnehmer und Bank stellt sich selbstverständlich nach wie vor als Vertrag nach §§ 488 ff. BGB dar, insbesondere mit den Verbraucherschutzvorschriften der §§ 491 ff. BGB, für den Fall, dass der Darlehensnehmer Verbraucher ist. Der Vermittlungsvertrag mit der Plattform stellt dementsprechend wie oben einen Maklervertrag bzw. einen Vertrag nach § 655a BGB dar. Auch hier gelten die Informationspflichten nach Art. 246 § 13 EGBGB. Zum Darlehensforderungskäufer entsteht ein Vertrag über die Vermittlung eines Forderungskaufs- und Abtretungsvertrags.

Ist der Darlehensnehmer Verbraucher, so ist vor allem das Formerfordernis des § 492 BGB zu beachten. Hiernach müssen Verbraucherdarlehensverträge grundsätzlich schriftlich im Sinne des § 126 BGB geschlossen werden. Weiterhin müssen Pflichtangaben im Sinne von Art. 247 §§ 6-13 EGBGB enthalten sein und dem Darlehensnehmer nach Vertragsschluss eine Abschrift des Vertrags zur Verfügung gestellt werden. Abweichend von § 126 Abs. 2 S. 1 BGB ist jedoch zum einen ausreichend, dass Antrag und Annahme jeweils getrennt voneinander schriftlich erklärt werden; § 492 Abs. 1 S. 2 BGB. Zum anderen bedarf die Erklärung des Darlehensgebers überhaupt keiner Unterschrift, soweit diese mit Hilfe einer automatischen Einrichtung erstellt wird, also beispielsweise im Wege der Datenverarbeitung; § 492 Abs. S. 3 BGB. Die Schriftform kann durch elektronische Form gem. § 126a BGB, nicht jedoch durch Textform nach § 126b BGB ersetzt werden.³¹⁰ Ein Vertragsschluss rein über die Internetplattform oder über gewöhnliche E-Mails, also ohne die von § 126a BGB geforderte elektronische Signatur, scheidet demnach aus. Lediglich der Darlehensgeber (die jeweilige Partnerbank) kann hinsichtlich der eigenen Willenserklärung auf die Einhaltung der strengeren Erfordernisse der §§ 126, 126a BGB verzichten.

https://www.smava.de/Downloads/smava_AGB_102014.pdf (Stand: Oktober 2014, zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 2 Abs. 1. Bei *Auxmoney* ist noch ein Partnerunternehmen zwischengeschaltet (die *CreditConnect GmbH*), welches den Kredit zunächst von der Partnerbank erwirbt und sodann an die Anleger weiterverkauft. Bei *Smava* ist dies nicht der Fall. In keinem Falle wird jedoch direkt zwischen Anleger und Darlehensnehmer vermittelt.

³¹⁰ Palandt/*Weidenkaff*, § 492 Rn. 2; MüKoBGB/Schümbrand, § 492 Rn. 8 ff.

Nach § 495 Abs. 1 BGB steht dem Verbraucher ein 14-tägiges Widerrufsrecht nach § 355 BGB zu. Die Widerrufsfrist beginnt grundsätzlich mit Vertragsschluss; § 355 Abs. 2 S. 2 BGB. Für Verbraucherdarlehensverträge ist jedoch zusätzlich § 356b BGB zu beachten, der besondere Vorschriften für den Beginn der Widerrufsfrist enthält. Dem Verbraucher muss die Vertragsurkunde oder eine Abschrift bzw. sein schriftlicher Antrag oder eine Abschrift hiervon ausgehändigt werden. Geschieht dies nicht, oder sind die Pflichtangaben des § 492 Abs. 2 BGB in der dem Verbraucher ausgehändigtem Urkunde nicht enthalten, so beginnt die Widerrufsfrist erst mit Nachholung dieser Angaben, wobei die Frist dann einen Monat beträgt; § 356b Abs. 2 BGB.

Relevant ist letztlich noch die Frage, was mit dem Forderungsverkaufs- und Abtretungsvertrag geschieht, soweit der Darlehensnehmer von seinem Widerrufsrecht Gebrauch macht. Die AGB der Plattformen sehen hier unterschiedliche Möglichkeiten vor, wie mit dieser Situation umgegangen wird. *Auxmoney* arbeitet hier mit einem 4-wöchigen Rücktrittsrecht für den Verkäufer der Darlehensforderung.³¹¹ *Smava* und *Finmar* legen jeweils fest, dass die Auswahl eines Kreditprojektes auf der Plattform lediglich ein verbindliches Angebot gegenüber der Servicebank darstellt, welches diese erst noch annehmen muss. Die Projektseiten stellen somit lediglich eine *invitatio ad offerendum* dar. Für das Angebot gilt eine Gebotsbindungsfrist, innerhalb welcher die Partnerbank dieses Angebot annehmen kann.³¹² Die Annahme wird damit vermutlich erst dann erfolgen, wenn der eigentliche Darlehensvertrag nicht mehr durch Widerruf zu Fall gebracht werden kann.

3. Crowdfunding

Die größte Bandbreite an unterschiedlichen Vertragsgestaltungen, sei es am Markt vertretenen oder darüber hinaus denkbaren Varianten, zeigt sich im Rahmen des Crowdfunding. Betrachtet man die Interessenlage der Kapitalnehmer beim Crowdfunding, so zeichnet sich eine gewisse Problemlage ab, die für die Vertragsgestaltung von erheblicher Relevanz ist. Auf der einen Seite möchten die Kapitalnehmer Gelder für das eigene Startup Unternehmen einsammeln, die meist der Anschub-

311 *Auxmoney GmbH*, Nutzungsbedingungen (11/2014), verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen.pdf> (zuletzt geprüft: 13.05.2015), Anl. C1 § 5 (2).

312 *Smava GmbH*, AGB, verfügbar unter: https://www.smava.de/Downloads/smava_AGB_102014.pdf (Stand: Oktober 2014, zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 12 (2); *Finmar GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/fileadmin/media/Recht/AGB.pdf> (Stand: 01.11.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 9 Nr. 6.

oder Wachstumsfinanzierung in einer Phase des Unternehmens dienen, in welcher der künftige Erfolg noch ungewiss ist. Als Anreiz für die Kapitalgeber, in ein so risikoreiches Unterfangen zu investieren, sollen diese an den künftigen potentiellen Gewinnen des Unternehmens beteiligt werden. Auf der anderen Seite möchte man jedoch tunlichst vermeiden, dass die Kapitalgeber irgendeine Art von Mitspracherecht an den Entscheidungsprozessen innerhalb des Startups erhalten.³¹³ Dies gilt zwar nicht grundsätzlich für alle Arten von Crowdinvestings. Als Ausnahme ist hier das von *Bergfürst* vorgestellte auf Aktien basierende Modell zu nennen, da Aktien automatisch mit einem Mitspracherecht verbunden sind. Jede Aktie, mit Ausnahme von Vorzugsaktien, gewährt gem. § 12 Abs. 1 AktG ein Stimmrecht, welches in der Hauptversammlung ausgeübt werden kann, § 118 Abs. 1 AktG. Grundsätzlich wäre es jedoch für ein junges Unternehmen in vielen Fällen geradezu fatal, wenn plötzlich durch ein Crowdfunding die Zahl der zu berücksichtigenden Stimmen in ungewissem Maße steigen würde. Die Kapitalnehmer werden nach Wegen suchen, dies zu vermeiden.

Vordergründig eignen sich damit für diese Zielsetzung seitens der Kapitalnehmer zunächst partiarische Rechtsverhältnisse und verschiedene Arten von gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen, bei denen eine Einflussnahme der Kapitalgeber entweder ausgeschlossen oder zumindest stark limitiert ist. Die Abgrenzung kann vielfach Schwierigkeiten bereiten und erfolgt hauptsächlich über das Merkmal des gemeinsamen Zweckes, der bei Gesellschaftsverhältnissen gegeben ist, bei partiarischen Rechtsverhältnissen nicht.³¹⁴

Wie bereits oben im Rahmen der Definitionen verschiedener Crowdfunding Arten angesprochen, erscheint auch eine Finanzierung ohne Erfolgsbeteiligung, also durch gewöhnliche Darlehen für (Startup-) Unternehmen gangbar. Hierbei handelt es sich dann um eine Form des Crowdlending. Im Folgenden sollen die verschiedenen möglichen Vertragsgestaltungen abstrakt, d.h. soweit möglich losgelöst von einer bestimmten Plattform, dargestellt werden, wobei auf die spezifisch Crowdfunding betreffenden Besonderheiten eingegangen wird.

313 So wird in einer Studie zu den Zukunftsperspektiven des Crowdfunding von den Startups die Kapitalaufnahme ohne Mitbestimmungsrechte mit 4,3 aus 5 Punkten als äußerst relevant bewertet; *Hölzner/Kortleben/Biering*, Zukunftsperspektiven im Crowdfunding, S. 6.

314 BeckOK BGB/*Schöne*, § 705 Rn. 33 f.

a) Partiarische Nachrangdarlehen

Bei den im Crowdfunding zumeist vorzufindenden sogenannten partiarischen Nachrangdarlehen handelt es sich um eine Mischung aus Nachrangdarlehen und partiarischen Darlehen. Es handelt sich hierbei zunächst dem Grunde nach um ein gewöhnliches Darlehen im Sinne des § 488 Abs. 1 BGB,³¹⁵ welches jedoch in seiner konkreten Ausgestaltung einige Besonderheiten aufweist.

aa) Nachrangabrede

Der Unterschied eines Nachrangdarlehens zu einem gewöhnlichen Darlehen ist die Vereinbarung eines einfachen oder qualifizierten Nachrangs (auch Rangrücktritt genannt) im Sinne des § 39 Abs. 2 InsO. Aus § 39 InsO ergibt sich, dass bestimmte Forderungen gegenüber sonstigen Forderungen im Insolvenzverfahren nachrangig sind. Insbesondere Abs. 1 legt die Rangfolge dieser Forderungen fest, nach der Gläubiger im Insolvenzverfahren befriedigt werden. Abs. 2 wiederum lautet:

„Forderungen, für die zwischen Gläubiger und Schuldner der Nachrang im Insolvenzverfahren vereinbart worden ist, werden im Zweifel nach den in Absatz 1 bezeichneten Forderungen berichtet.“

Es handelt sich bei Abs. 2 um eine Zweifelsvereinbarung, die nur greift, wenn keine Vereinbarung getroffen wurde bzw. diese unklar ist. In dem Falle wird die Forderung nach allen übrigen in Abs. 1 genannten Forderungen befriedigt. Hieraus ergibt sich zunächst, dass überhaupt ein Nachrang für Forderungen vereinbart werden kann. Zudem lässt sich hieraus schließen, dass es auch möglich ist, einen bestimmten Rang zu vereinbaren, der zwischen den in Abs. 1 genannten Rangverhältnissen liegt. Lediglich die Vereinbarung eines besseren Ranges ist nicht möglich.³¹⁶ Die Vereinbarung selbst ist schuldrechtlicher Natur.³¹⁷

Unterschieden wird zwischen dem einfachen und dem qualifizierten Nachrang. Einfacher Nachrang bedeutet, dass eine Rückzahlung nur dann erfolgt, „... wenn der Schuldner [also der Kapitalnehmer] aus zukünftigen Gewinnen, aus einem Liquidationsüberschuss oder aus anderem – freien – Vermögen künftig [dazu] in der Lage ist und der Gläubiger mit seiner Forderung im Rang hinter alle anderen Gläubiger zu-

³¹⁵ Dörner, *experten Report 2007*, 2, S. 2; Hess *InsR/Hess*, § 230 Rn. 57.

³¹⁶ Hess *InsR/Hess*, § 39 Rn. 141 f..

³¹⁷ Hess *InsR/Hess*, § 39 Rn. 138.

rücktritt.³¹⁸ Qualifizierter Nachrang bedeutet, der „... Gläubiger erklärt, er wolle wegen der Forderung erst nach Befriedigung sämtlicher anderer Gläubiger der Gesellschaft und – bis zur Abwendung der Krise – auch nicht vor, sondern nur zugleich mit den Einlagenrückgewähransprüchen der Gesellschafter berücksichtigt, also so behandelt werden, als handele es sich bei seiner Forderung um statutarisches Kapital ...“³¹⁹. Der qualifizierte Nachrang ist somit die stärkere Form, bei der das Geld des Darlehensgebers wie Eigenkapital der Gesellschaft behandelt wird. Der genaue Rang ist vor allem relevant für die Frage, ob die Voraussetzungen des Eröffnungsgrundes der Überschuldung für das Insolvenzverfahren nach § 19 InsO vorliegen. Die Ausweitung des Rückzahlungsanspruchs des Darlehensgebers als Passiva in der Überschuldungsbilanz kann hierfür den entscheidenden Unterschied machen. Eine Pflicht zur Einstellung auf Passivseite kann jedoch vermieden werden durch die Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs oder nach h.M. sogar durch die Vereinbarung eines bloß einfachen Nachrangs, der zwar hinter den Rang des § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO zurückfällt, jedoch noch dem Eigenkapitalrückgewähranspruch der Gesellschafter vorgeht (und damit quasi zu einer Nr. 6 wird).³²⁰

Dies zeigt, warum die Vereinbarung eines Nachrangs gerade bei Crowdinvestings von großer Bedeutung ist. Es geht schließlich um die Anfangs- oder Wachstumsfinanzierung von jungen Unternehmen, die im allgemeinen noch keine positive Bilanz aufweisen, sondern im Gegenteil meist starke Verluste machen und erst nach einer Anfangsphase von manchmal mehreren Jahren in die Gewinnphase aufsteigen.³²¹ Hier wäre es fatal, wenn das durch das Crowdfunding eingenommene Kapital, welches für das Wachstum des Unternehmens gebraucht wird, letztlich mit ein Grund dafür wäre, dass das Startup frühzeitig Insolvenz anmelden müsste. Das Crowdfunding soll liquide Mittel zur Verfügung stellen, die das Startup nutzen kann, durch dessen geschickten Einsatz, das Unternehmen in die Gewinnzone zu manövrieren und nicht das Gegenteil bewirken. Da alle am Markt vorhandenen Plattformen, die partiarische Darlehen nutzen, mit qualifizierten Nachrangklauseln in ihren Vertragswerken arbeiten, kann grundsätzlich offen bleiben ob der h.M. zuzustimmen ist. Entscheidend ist letztlich, ob die Forderung des Darlehensgebers das Unternehmen bei drohender Insolvenz neben den anderen Forderungen weiter belastet. Dies kann

318 Hess InsR/Hess, § 19 Rn. 73.

319 Hess InsR/Hess, § 19 Rn. 74.

320 Staudinger/Freitag/Mülbert, § 488 Rn. 98; MüKoGmbHG/Wißmann, § 84 Rn. 179 f., der darauf hinweist, dass die Frage nach der notwendigen Qualifizierung des Rangrücktritts nicht einhellig geklärt ist und der BGH bisher lediglich spezifisch für den qualifizierten Rangrücktritt die Frage entschieden habe.

321 Beck, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 51 ff.; Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 240 ff.

auch mit Vereinbarung eines quasi Nr. 6 entsprechenden Ranges vermieden werden. Verlangt man jedoch, dass der Darlehensgeber mit den Gesellschaftern gleich gestellt wird, würde man ihn unnötig zusätzlich belasten.

bb) Gewinnbeteiligung

Um ein partiarisches Darlehen handelt es sich dann, wenn neben oder anstelle einer Festverzinsung eine Beteiligung am Gewinn des Unternehmens gewährt wird. Der Darlehensgeber wird also am Erfolg des Unternehmens beteiligt, er partizipiert hieran.³²² Diese Gewinnbeteiligung liegt bei den meisten Crowdinvestings in einem gewinnabhängigen Bonuszins und in einer anteiligen Partizipation an der Wertsteigerung des Unternehmens, z.B. im Falle eines Exits (s.o. Teil 3 D.I.).

cc) Abgrenzung zur stillen Gesellschaft

Bedeutend ist die Abgrenzung des partiarischen Darlehens von der (typischen) stillen Gesellschaft im Sinne der §§ 230 ff. HGB, insbesondere in Hinblick auf die weiter unten diskutierte Prospektpflicht (s.u. Teil 4 B.I.1.c)). Die Grenze zwischen beiden Formen ist fließend und muss im Einzelfall anhand von Wortlaut und Zweck des Vertrages sowie der wirtschaftlichen Ziele der Parteien gezogen werden.³²³ Eine genaue Abgrenzung gestaltet sich aufgrund der Ähnlichkeit der typisch stillen Beteiligung und des partiarischen Darlehens schwierig. In der Vergangenheit wurde beispielsweise von *Schön* in dem treffend betitelten Aufsatz 'Gibt es das partiarische Darlehen?' sogar vertreten, dass es ein partiarisches Darlehen überhaupt nicht gibt bzw. eigentlich nicht geben sollte und vielmehr "... sämtliche Fälle, in denen bisher der Tatbestand eines partiarischen Darlehens vermutet wurde, den Regeln über die stille Gesellschaft unterworfen werden können und müssen."³²⁴ Die populäre Unterscheidung führt er auf rechtshistorische Erwägungen bzw. Fehlinterpretationen zurück.³²⁵ Zwar ist dieser Ansicht zuzugestehen, dass *Schön* sämtliche im Folgenden dargestellten Abgrenzungskriterien mit guten Argumenten als irrelevant darstellt, soweit man partiarische Darlehen unter stille Beteiligungen subsumiert.

Diese Ansicht hat jedoch aus gutem Grunde keinen größeren Anklang gefunden. Hauptargument sind die bei einer stillen Gesellschaft über die bloße Darlehens-

322 *Dörner*, *experten Report* 2007, 2, 2.

323 *MüKoBGB/Berger*, Vor 488 Rn. 22; *MüKoHGB/Schmidt*, § 230 Rn. 61.

324 *Schön*, *ZGR* 1993, 210, 241.

325 *Schön*, *ZGR* 1993, 210, 241 ff..

gewähr hinausgehenden weiteren gemeinsamen Zwecke im Sinne des § 705 BGB und die damit einhergehenden weiterreichenden Kontrollrechte des Kapitalgebers.³²⁶ Die Interessenlage der Parteien ist unterschiedlich zu bewerten, was sich auch und gerade beim Crowdinvesting deutlich zeigt. Lediglich dass die Abgrenzung Schwierigkeiten bereitet, sollte außerdem kein Grund dafür sein, zwei Rechtsinstitute mit unterschiedlichen (wenn auch nur geringen bzw. durch weitere Gesetzesreformen sich weiter angleichenden) Rechtsfolgen ohne Notwendigkeit hierfür zusammenzuwürfeln. Unterschiedliche Rechtsfolgen, außerhalb der weiter unten zu behandelnden Kapitalmarktrechtlichen, sind beispielsweise im Rahmen der gesetzlichen Kündigungsfristen (§ 489 BGB ggü. § 234 HGB) oder der Anfechtbarkeit der Rückgewähr der Einlage in der Insolvenz (§ 136 InsO) sowie der im Rahmen des Crowdfunding äußerst relevanten Frage nach der Anwendbarkeit der § 305 ff. BGB. (dazu weiter unten Teil 4 A.VII.3.) zu finden.³²⁷

Wie also lässt sich die Abgrenzung im Einzelfall vornehmen? Im Bereich des Crowdinvesting wird diese zunächst zusätzlich dadurch erschwert, dass sich sowohl stille Beteiligungen als auch partiarische Darlehen für ein Crowdinvesting eignen und beide Formen am Markt vorhanden sind. Zwingend für eine stille Gesellschaft sprechen eine Verlustbeteiligung, mitgliedschaftliche Rechte des Kapitalgebers, eine rechnerische Beteiligung am Unternehmensvermögen sowie die Annahme einer atypisch stillen Gesellschaft.³²⁸ Zwingend für ein Darlehen spricht eine Festverzinsung ohne Gewinnbeteiligung³²⁹, wobei hier gerade nicht mehr von partiarisch gesprochen werden kann und eine Abgrenzung keinerlei Probleme bereiten dürfte. Ohne ein Vorliegen eines dieser Merkmale muss die Abgrenzung im Einzelfalle anhand von Indizien getroffen werden. Die von den Parteien gewählte Bezeichnung ist hierbei lediglich ein Indiz unter mehreren für das Vorliegen der einen oder anderen Form. Weitere Indizien, die für das Vorliegen eines partiarischen Darlehens und gegen eine stille Gesellschaft sprechen sind:³³⁰

- das Bestehen von Sicherheiten, insb. Personalsicherheiten
- Gewinnbeteiligung lediglich zusätzlich zu einer Festverzinsung
- Abtretungsmöglichkeit

326 MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 58, 62, 64.

327 MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 59.

328 MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 60.

329 MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 60.

330 Dörner, *experten Report* 2007, 2, 3; MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 62 ff.; *Nietsch/Eberle*, *Der Betrieb* 2014, 1788, 1793.

- keine Mitsprache- bzw. Mitwirkungsrechte, keine Informationsrechte nach § 233 HGB oder darüber hinaus
- fehlende Verlustbeteiligung
- kurze Laufzeiten bzw. jederzeitige Kündigungsmöglichkeit
- fehlende Umwandlungsmöglichkeiten
- kein über die Darlehensabrede hinausgehender gemeinsamer Zweck

Für die Kapitalnehmer ist es im Rahmen eines Crowdfundings besonders wichtig, den Einfluss der Kapitalgeber so gering wie möglich zu halten. Gleichzeitig wollen die Kapitalgeber über den eingesetzten Geldbetrag hinaus nicht an den Verlusten des Unternehmens partizipieren. Gerade in Hinblick auf diese Zweckrichtung der Parteien, wird man bei Crowdinvestings regelmäßig zu dem Schluss kommen müssen, dass die Abgrenzung zugunsten des partiarischen Darlehens entschieden wird. Dies gilt umso mehr, wenn man als entscheidendes Abgrenzungskriterium von einem über die Geldzahlung und Gewinnbeteiligung hinausgehenden Zweckes ausgeht, den man bei Crowdfundings häufig nicht finden wird.³³¹

dd) Abgrenzung zum Genussrecht

Auch die Abgrenzung zum Genussrecht kann im Einzelfall Schwierigkeiten bereiten. Bei beiden Rechtsinstituten handelt es sich um schuldrechtliche, nicht gesellschaftsrechtliche Rechtsverhältnisse. Die Abgrenzung zum Genussrecht kann erfolgen anhand folgender Kriterien, die eher für ein Genussrecht sprechen:³³²

- unentgeltliche Gewährung im Gegensatz zu Gewinnbeteiligung
- über eine bloße Gewinnbeteiligung hinaus weitergehende Rechte
- Verlustbeteiligung

Im Vergleich zur Abgrenzung von stillen Beteiligungen dürfte die Abgrenzung von partiarischen Darlehen zu Genussrechten jedoch keine großen Schwierigkeiten bereiten, zumal Genussrechte für Crowdinvestings bisher keine allzu wichtige Rolle spielen.

331 So auch *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1793 in Hinblick auf die in der Praxis verwendeten Beteiligungsverträge.

332 *Ziebe*, DSStR 1991, 1594, 1595.

ee) Einzelprojektinvestings

Für die oben am Beispiel der Plattform *Cinedime* aufgezeigten Einzelprojektinvestings (s.o. Teil 3 D.III.) eignen sich partiarische Darlehen besonders gut. Anders als bei direkter Beteiligung an einem Startup Unternehmen wäre hier z.B. eine Beteiligung mittels stiller Beteiligung nicht möglich, da ja gerade keine Gesellschaft besteht, an der eine solche Beteiligung begründet werden soll. Um dennoch eine Erfolgsbeteiligung für die Investoren anbieten zu können ist das partiarische Darlehen damit ein wichtiges rechtliches Instrument.

ff) Zusammenfassung

Wenn bei *Seedmatch*, *Companisto* usw. von partiarischen Nachrangdarlehen die Rede ist, so ist damit ein partiarisches Darlehen gemeint, zu welchem ein qualifizierter Nachrang verabredet wird. Noch genauer: es handelt sich um ein gewöhnliches Darlehen im Sinne des § 488 I BGB, welches zusätzlich zu einer festen Verzinsung auch eine Gewinnbeteiligung als Gegenleistung anbietet, dessen Rückzahlungsanspruch jedoch durch die Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs hinter die Forderungen anderer Gläubiger zurücktritt. Diese Form der Beteiligung eignet sich für Crowdinvestings äußerst gut, da einerseits durch die Vereinbarung des qualifizierten Nachrangs gerade vermieden wird, dass Rückzahlungsansprüche der Investoren eine Insolvenzgefahr darstellen. Andererseits lässt sich vor allem über die Gewinnbeteiligung ein besonderer Anreiz für die Investoren schaffen in ein bestimmtes Projekt zu investieren. Die lediglich vertraglich gewährten Kontrollrechte des Darlehensgebers sind auf ein Minimum beschränkt (z.B. Übermittlung von Quartalsberichten oder Jahresabschlüssen³³³), was genau der Interessenlage der Kapitalnehmer entspricht. Die größte Schwierigkeit bereitet die Abgrenzung zur stillen Beteiligung, die jedoch anhand der oben genannten Kriterien vorgenommen werden kann und in Hinblick auf die Interessenlage der Parteien regelmäßig zugunsten des partiarischen Darlehens ausfallen wird.

³³³ *Wss-redpoint.com*, Crowdinvesting - Teil VII: Partiarische Nachrangdarlehen, verfügbar unter: <http://wss-redpoint.com/crowdinvesting-teil-vii-partiarische-nachrangdarlehen> (Stand: 28.04.2014, zuletzt geprüft: 09.06.2015).

b) Stille Beteiligung und stille Gesellschaft

Die stille Gesellschaft ist geregelt in den §§ 230-236 HGB. Es handelt sich um eine Personengesellschaft in Form einer BGB-Innengesellschaft, so dass subsidiär auch die §§ 705-740 BGB Anwendung finden.³³⁴ Die Begriffe stille Beteiligung und stille Gesellschaft werden in der Literatur weitgehend synonym verwendet. Das HGB selbst spricht lediglich von stiller Gesellschaft, nicht von Beteiligung. Jedenfalls ist mit beiden Bezeichnungen dasselbe Instrument des Gesellschaftsrechts gemeint.

Als reine Innengesellschaft ist die stille Gesellschaft nicht rechtsfähig, d.h. es gibt keine rechtsgeschäftliche Vertretung der stillen Gesellschaft und Ansprüche richten sich nicht gegen die stille Gesellschaft selbst, sondern gegen den Inhaber; § 230 Abs. 2 HGB. Sie kann kein Gesellschaftsvermögen bilden, hat keine Firma, Organe oder Bevollmächtigte, ist weder partei- noch insolvenzfähig.³³⁵

Schon die Überschrift des 2. Buches des HGB „Handelsgesellschaften und stille Gesellschaft“ verdeutlicht, dass es sich bei der stillen Gesellschaft selbst gerade nicht um eine Handelsgesellschaft handelt. Vielmehr geht es darum, dass der stille Gesellschafter sich durch eine Einlage an dem Handelsgewerbe eines anderen (des Geschäftsinhabers) beteiligt. Der Geschäftsinhaber bleibt alleiniger Berechtigter und Verpflichteter der Geschäfte seines Handelsgewerbes und alleiniger Unternehmensträger. Gemeinsamer Zweck des Gesellschaftsvertrages ist die Gewinnerzielung aus dem Betriebe des Handelsgewerbes des Geschäftsinhabers.³³⁶ Die Einlage wird nicht gemeinschaftliches Gesellschaftsvermögen im Sinne des § 718 BGB, sondern wird in der Weise erbracht, dass der stille Gesellschafter diese dem Partner überträgt, welcher allein im eigenen Namen das Handelsgewerbe betreibt.³³⁷ Der stille Gesellschafter tritt nach außen hin nicht in Erscheinung. Er wird weder mit im Handelsregister eingetragen, noch unter der Firma genannt und es trifft ihn weiterhin keine Außenhaftung.³³⁸ Diese Merkmale sowie der schuldrechtliche Charakter der stillen Gesellschaft sind es auch, die die bereits oben dargestellte Abgrenzung zum partiarischen Darlehen so schwierig machen.

334 *Keul*, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR § 72 Rn. 17 f.; MüKoHGB/*Schmidt*, § 230 Rn. 4 ff.

335 MüKoHGB/*Schmidt*, § 230 Rn. 8 ff.

336 *Keul*, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 72 Rn. 19 f.; MüKoHGB/*Schmidt*, § 230 Rn. 10 f.

337 Baumbach/Hopt/*Roth*, § 230 Rn. 2.

338 Baumbach/Hopt/*Roth*, § 230 Rn. 25ff; MüKoHGB/*Schmidt*, § 230 Rn. 13.

aa) Typische und atypische stille Gesellschaft

Unterschieden wird zwischen der typischen und der atypischen stillen Gesellschaft. Die typische stille Gesellschaft richtet sich nach der gesetzlichen Konzeption des HGB. Der stille Gesellschafter nimmt nach §§ 231, 232 an Gewinn und Verlust des Handelsgeschäftes teil, wobei es möglich ist die Verlustbeteiligung gem. § 231 II HGB durch den Gesellschaftsvertrag auszuschließen.³³⁹

Die Abgrenzung zur atypisch stillen Gesellschaft ist in Rechtsprechung und Literatur nicht eindeutig. Manche Stimmen lassen bereits jede Vereinbarung mit über die gesetzlichen Bestimmungen hinausgehenden Rechten des Stillen Gesellschafters ausreichen, um eine atypische stille Gesellschaft anzunehmen.³⁴⁰ Andere Stimmen in der Literatur sind kritischer.³⁴¹ Die Unterscheidung hat eine steuerrechtliche und eine handelsrechtliche Komponente. Der BFH sieht eine atypische stille Gesellschaft dann, wenn der stille Gesellschafter gleichzeitig Mitunternehmer ist, er also Unternehmerinitiative entfalten kann und Unternehmerrisiko trägt.³⁴² Im Handelsrecht wird danach gefragt, ob der stille Gesellschafter mit unternehmerischen Rechten ausgestattet, am Vermögen des Geschäftsinhabers beteiligt oder das Gesellschaftsverhältnis als Verband ausgestaltet ist.³⁴³ Die Beteiligung am Gesellschaftsvermögen wird hier teilweise als „Hauptform“ der atypischen stillen Gesellschaft bezeichnet.³⁴⁴

Beim Crowdinvesting wird von den Plattformen nun im allgemeinen auf die typisch stille Beteiligung gesetzt und zwar in der Form, dass eine Verlustbeteiligung des stillen Gesellschafters nach § 231 II HGB ausgeschlossen wird. Insbesondere wenn man das wesentliche Merkmal der atypischen stillen Beteiligung darin sieht, dass dem stillen Gesellschafter weitergehende Rechte als die Kontrollrechte des § 233 HGB eingeräumt werden, so zeigt sich warum bei Crowdinvestings diese Beteiligungsform nicht sinnvoll genutzt werden kann. Erstens würde dies der oben dargestellten Interessenlage widersprechen, den Kapitalgeber soweit wie möglich aus der Entscheidungsfindung im Unternehmen herauszuhalten. Zweitens stellt sich die rein praktische Frage nach der Umsetzbarkeit einer solchen Vereinbarung, vorausgesetzt man hat eine sehr große Zahl an stillen Gesellschaftern.

339 Baumbach/Hopt/Roth, § 230 Rn. 3.

340 Baumbach/Hopt/Roth, § 230 Rn. 3.

341 MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 74.

342 MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 75.

343 MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 76.

344 Baumbach/Hopt/Roth, § 230 Rn. 3.

Hier ließe sich allenfalls eine Vereinbarung dahingehend denken, dass die Kapitalgeber des Crowdinvestings ihren Einfluss auf das Unternehmen lediglich einheitlich ausüben dürften. Beispielsweise könnten die stillen Beteiligten sich in einer GbR zusammenschließen, wobei dann die GbR und nicht jeder stille Gesellschafter einzeln im stillen Gesellschaftsverhältnis mit dem Inhaber steht, sie also nur mittelbar beteiligt sind.³⁴⁵ Dies entspricht in etwa der Konstruktion über eine Poolingvereinbarung, wie sie bei *Companisto* für partiarische Darlehen Verwendung findet (s.o. Teil 3 D.I.2.). Oder aber man wählt das im Folgenden dazustellende Modell einer Unterbeteiligungsgesellschaft, bei der die Crowd über lediglich einen der Gesellschafter, der als Treuhänder agiert, mittelbar mit dem Unternehmen verbunden ist. Auch das von *Fundsters* entwickelte Modell über eine 'mittelbare' Beteiligung dient diesem Zweck.

bb) Unterbeteiligung

Bei der Unterbeteiligung handelt es sich ebenfalls um eine stille Beteiligung, mit dem Unterschied, dass der stille Gesellschafter nicht an dem gesamten Unternehmen beteiligt wird, sondern lediglich an einem Gesellschaftsanteil. Vertragspartner wird nicht der Unternehmensträger, sondern lediglich einer der Gesellschafter. Rechtsbeziehungen bestehen lediglich zwischen dem Gesellschafter und stillen Gesellschafter, nicht zur Gesellschaft selbst. Hierbei kann es sich z.B. um eine Innen-GbR handeln. Der Gesellschafter kann seinen gesamten Anteil für den stillen Gesellschafter halten, wobei dann häufig zwischen ihnen ein Auftrags- sowie Treuhandverhältnis bestehen. Auch mehrere stille Gesellschafter sind möglich. Die §§ 230-236 gelten entsprechen.³⁴⁶

Für ein Crowdinvesting am ehesten denkbar ist diese Form der Unternehmensbeteiligung allenfalls in der Form, dass der Gesellschafter an dessen Anteil die Crowd partizipiert, als dessen Treuhänder agiert. Der Gesellschafter wäre also nicht derjenige, der vom Gewinn der Gesellschaft profitiert, sondern würde die Gewinne an die dahinter stehenden Mitglieder der Crowd weitergeben. Gleichzeitig müsste die Ausübung seines Stimmrechts mit der Crowd abgestimmt werden. In letzterem Punkte ist bereits auch wieder ersichtlich warum diese Form der Beteiligung eher ungeeignet für ein Crowdinvesting ist. Eine Beteiligung der Crowd ist zum einen meist nicht gewollt

³⁴⁵ Baumbach/Hopt/Roth, § 230 Rn. 7.

³⁴⁶ Palandt/Sprau, § 705 Rn. 51.

(s.o. Teil 4 A.IV.), zum anderen wäre die Abstimmung mit allen stillen Gesellschaftern mit einem erheblichen Aufwand verbunden.

cc) Mittelbare Beteiligung I

Die Konzeption der Plattform *Fundsters* stellt eine weitere Möglichkeit einer indirekten Beteiligung dar. Wie oben beschrieben (s.o. Teil 3 D.I.4.) beteiligt sich der Kapitalgeber über eine typische stille Beteiligung an der *Fundsters Venture Capital GmbH* und diese sich dann über eine atypische stille Beteiligung an dem jeweiligen Startup. Im Gegensatz zu einem Fond, kann der Kapitalgeber hier jedoch auswählen an welchen individuellen Startups er sich beteiligen möchte.³⁴⁷ Rechtlich werden somit zwei stille Gesellschaftsverhältnisse begründet. Eines zwischen den Kapitalgebern und der *Fundsters Venture Capital GmbH*, sowie ein weiteres zwischen der *Fundsters Venture Capital GmbH* und dem Kapitalnehmer. Zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer kommt kein Vertrag zustande (s. Abb. in Teil 4 A.II.1. Variante 3).

Das *Fundsters*-Modell wird verschiedentlich als das allein sinnvolle und rechtssichere Modell angesehen um ein Crowdfunding anzubieten, ohne dabei einer Prospektspflicht zu unterliegen. Die gesamte weiter unten dargestellte Diskussion um eine schärfere kapitalmarktrechtliche Regulierung dürfte *Fundsters* nicht weiter interessieren. Schwierigkeiten können für die Crowdfunder lediglich dann auftreten, wenn die Plattform selber untergeht. Da sie nicht direkt an den jeweiligen Startups beteiligt sind, steht und fällt ihre Investition mit der Plattform.³⁴⁸ Für diesen Fall sieht der Mustervertrag von *Fundsters*, der zwischen der *Fundsters Venture Capital GmbH* und dem jeweiligen Startup geschlossen wird vor, dass diese ihre Anteile an dem Startup an die Crowd-Anleger abtritt und mit diesen das stille Gesellschaftsverhältnis fortgesetzt wird.³⁴⁹ Sollte die Zwischengesellschaft also insolvent werden, so ist vorgesehen, dass die Anleger direkt in das Gesellschaftsverhältnis mit dem Startup eintreten. Nach Auskunft von *Fundsters* selbst ist eine Insolvenz der Zwischengesellschaft jedoch im Grunde ausgeschlossen.³⁵⁰

347 *Fundsters AG*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/so-funktioniert/detail/> (zuletzt geprüft: 01.07.2014); Beck, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 148 ff.

348 Beck, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 149.

349 *Fundsters AG*, Vertrag über die Errichtung einer atypischen stillen Gesellschaft, verfügbar unter: https://www-fundsters.de/media/filer_public/98/b8/98b8b0c8-5ed7-4912-9f7a-fb8a2c2467b2/beteiligungsvertrag_zielunternehmen.pdf (zuletzt geprüft: 26.05.2015), Ziff. 14.6.

350 Einzige finanzielle Belastung der Zwischengesellschaft (*Fundsters Venture Capital GmbH*) seien Pflichtbeiträge (z.B. IHK) sowie Abschluss und Prüfungskosten für Jahresabschluss und Lagebericht, welche zum einen gering

dd) Mittelbare Beteiligung II

Beck beschreibt ein weiteres indirektes Modell, nämlich das der *Founding-Crowd GmbH*. Hier sollen die Kapitalgeber über eine atypische stille Beteiligung an der *FoundingCrowd GmbH* selbst beteiligt werden. Diese beteiligt sich sodann in ausgewählte Unternehmen. Im Unterschied zu dem eben beschriebenen Modell von *Fundsters*, kann der Kapitalgeber hier jedoch das einzelne Unternehmen, in das er investieren möchte nicht aussuchen. Dies macht *FoundingCrowd* allein, ohne weitere Entscheidungsbefugnis der Crowd.³⁵¹ Die von *Beck* beschriebene Plattform scheint nicht mehr zu existieren. Die frühere Webseite³⁵² ist offline³⁵³ und die Facebook-Seite³⁵⁴ sah das letzte Update im August 2012.

Rechtlich klingt diese Konstruktion nach einem Investmentfond, der den Vorschriften des KAGB unterliegen würde. Dies lässt sich nicht mehr vollständig aufklären, ist jedoch für vorliegende Abhandlung auch nicht weiter relevant. Denn wie *Beck* richtig feststellt, ist es jedenfalls höchst fragwürdig, ob man bei einem solchen Modell überhaupt noch von Crowdinvesting sprechen kann. Bezeichnendes Merkmal für ein Crowdinvesting ist nämlich gerade, dass die Kapitalgeber sich aussuchen können in welches individuelle Projekt sie investieren möchten.³⁵⁵ Ansonsten ließe sich jeder Fond unter den Begriff Crowdinvesting subsumieren.

ee) Zusammenfassung

Für Crowdinvestings relevant ist vor allem die typische stille Beteiligung, normalerweise in der Form, dass eine Verlustbeteiligung nach § 231 Abs. 2 HGB ausgeschlossen wird. Über § 233 HGB hinausgehende Kontrollrechte sind unerwünscht, so dass atypische stille Beteiligungen hier eher die Ausnahme darstellen. Eine solche

sind und zum anderen von der Muttergesellschaft (der *Fundsters AG*) getragen. Hierzu auch *Fundsters AG*, Vermögensanlage Informationsblatt u. Verkaufsprospekt, verfügbar unter: https://www.fundsters.de/media/filer_public/a8/26/a8261e2f-eafb-45e1-af8b-a61b7b7ff90ec/verkaufsprospekt.pdf (Stand: 31.10.2012, zuletzt geprüft: 01.09.2014), S. 46 (Verkaufsprospekt).

351 *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 147 f.

352 www.foundingcrowd.org.

353 Die letzte funktionierende Version des Internet Archivs 'WayBackMachine' kann unter <https://web.archive.org/web/20140419193014/http://www.foundingcrowd.org/de/> eingesehen werden (zuletzt geprüft: 26.05.2015).

354 <https://www.facebook.com/foundingcrowd> (zuletzt geprüft: 26.05.2015).

355 *Beck*, Crowdinvesting, 3. Aufl., S. 148.

Ausnahme liegt in dem Modell der Plattform *Fundsters*, bei der allerdings nur die Plattform selbst über eine atypisch stille Beteiligung an der Startups partizipiert. Die einzelnen Crowd-Mitglieder selbst erhalten typische stille Beteiligungen.

c) Genussrechte

Genussrechte sind gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt. Sie werden jedoch in verschiedenen Vorschriften erwähnt, so z.B. in §§ 160 Abs. 1 Nr. 6, 221 Abs. 3 AktG, § 23 UmwG oder § 10 Abs. 6 Nr. 6 KWG in seiner bis zum 31.12.2013 geltenden Fassung. Es handelt sich bei Genussrechten um schuldrechtliche Forderungen gegen eine Gesellschaft, die anders als Unternehmensbeteiligungen keine mitgliedschaftlichen Rechte gewähren. Die schuldrechtlich ausgestalteten Ansprüche sind jedoch mitgliedschaftlichen Rechten nachgebildet. Beispielsweise können Genussrechte ihrem Inhaber eine Teilnahme am Gewinn, sonstige Sachbezüge, Informationsrechte oder die Benutzung von Gesellschaftseinrichtungen einräumen. Die Gestaltungsmöglichkeiten sind aufgrund der Vertragsfreiheit vielfältig. Die Grenze ist nur da zu ziehen, wo es um mitgliedschaftliche Rechte geht, wie etwa ein Stimmrecht in der Gesellschafterversammlung oder die Möglichkeit zur Anfechtung von Gesellschafterbeschlüssen. Diese können durch Genussrechte nicht begründet werden.³⁵⁶

Werden Genussrechte verbrieft, so spricht man von Genussscheinen. Sie sind, soweit nicht anders vereinbart, grundsätzlich frei übertragbar. Genussscheine stellen handelbare Wertpapiere dar. Ihre Übertragung richtet sich nach den allgemeinen Vorschriften, für unverbrieftete Genussrechte also nach den §§ 413, 398 ff. BGB. Für Genussscheine kommt es auf die genaue Art an, zu unterscheiden ist zwischen Inhaber- (§§ 929 ff. BGB, ausnahmsweise §§ 413, 398 ff., 952 BGB), Order- (§§ 929 ff. BGB) und Namenspapieren (413, 398 ff., 952 BGB).³⁵⁷

Grundsätzlich eignen sich Genussrechte aufgrund ihrer freien Übertragbarkeit äußerst gut für ein Crowdfunding, bei dem der Anbieter oder die Plattform eine Handelbarkeit der von den Kapitalgebern erworbenen Scheine anstrebt. Dies ist wie weiter oben gezeigt bisher lediglich bei *Bergfürst* der Fall (s.o. Teil 3 D.I.5.). Für Crowdfundings spielen sie jedoch im Gegensatz zu partiarischen Darlehen lediglich eine untergeordnete Rolle.

³⁵⁶ Ziebe, DSr 1991, 1594, 1594; Baumbach/Hueck/Fastrich, § 29 Rn. 88 ff.

³⁵⁷ Baumbach/Hueck/Fastrich, § 29 Rn. 92 f.; Herfurth/Hollunder-Reese, Genussrechte als Finanzierungsinstrument, verfügbar unter: <http://www.herfurth.de/fileadmin/herfurth/compact/CC-220.pdf> (Stand: 03.2006, zuletzt geprüft: 23.05.2015), S. 5; Ebert, Mezzanine Kapital, S. 167; Ziebe, DSr 1991, 1594, 1594.

d) Aktien

Bei der Unternehmensbeteiligung über Aktien handelt es sich um die einzige im Crowdfunding vorhandene Variante, die auf reines Eigenkapital zur Unternehmensfinanzierung setzt.³⁵⁸ Die einzige Plattform in diesem Segment ist *Bergfürst*.

Bei der AG handelt es sich zunächst um eine Gesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit für deren Verbindlichkeiten den Gläubigern nur das Gesellschaftsvermögen haftet (§ 1 Abs. 1 AktG). Ihr Grundkapital ist in Aktien zerlegt (§ 1 Abs. 2 AktG). Im Vergleich zu anderen, bei Crowdfundings üblichen Anlageformen, zeigen sich einige Unterschiede bei einer Beteiligung durch Aktien. Der Aktionär erhält eine mitgliedschaftliche Stellung in der Gesellschaft, die mit Rechten und Pflichten verbunden ist. So ist nach § 12 Abs. 1 AktG jede Aktie (mit Ausnahme von Vorzugsaktien³⁵⁹) automatisch mit einem Stimmrecht verbunden. Dieses Stimmrecht kann vom Aktionär durch Stimmabgabe während Beschlussfassung in der Hauptversammlung ausgeübt werden.³⁶⁰ Weiterhin sind, im Unterschied zu anderen Varianten des Crowdfunding, die Beteiligungen über Aktien nach deren Erwerb handelbar. Dies kann sowohl an einer Wertpapierbörse erfolgen, als auch unabhängig hiervon. Bei Crowdfundings ist die Idee gerade die Handelbarkeit über die Plattform selbst. Ansonsten würde sich das Crowdfunding auf die Ausgabe der Aktien am Anfang beschränken. *Bergfürst* realisiert dies über die hauseigene Internetplattform. Sind die Aktien zum Börsenhandel zugelassen so bestimmt sich deren Wert meist nach dem Börsenkurs, ansonsten in Abhängigkeit vom Unternehmenswert. Es bleibt den Käufern und Verkäufern jedoch unbenommen auch einen anderen Preis zu vereinbaren.³⁶¹

Wichtigster Unterschied zu anderen Crowdfundings ist sicherlich der Umstand, dass Aktien keiner bestimmten Laufzeit unterliegen.³⁶² Wenn es nicht gut läuft, so kann der Crowdfunder die Aktien verkaufen, vorausgesetzt es findet sich ein Käufer und er ist bereit unter Umständen einen Verlust hinzunehmen. Er ist also nicht dazu genötigt hier ohne Handlungsmöglichkeit zuzusehen, wie das Unternehmen sich in die seiner Ansicht nach falsche Richtung entwickelt. Auf der anderen Seite muss er

³⁵⁸ *Beck*, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 137.

³⁵⁹ Diese können nach § 139 AktG ohne Stimmrecht ausgegeben werden, soweit sie mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind (Abs. 1), jedoch nur bis zur Hälfte des Grundkapitals (Abs. 2); s. auch *Sudmeyer*, in: Schüppen/Schaub, MüAnwHdbAktR, § 10 Rn. 64 ff..

³⁶⁰ *Spindler/Stilz/Vatter*, § 12 Rn. 3.

³⁶¹ *MüKoAktG/Heider*, § 6 Rn. 8 f..

³⁶² *Beck*, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 221.

auch nicht damit rechnen, dass nach Ende der Mindestlaufzeit eine Kündigung seitens der Kapitalnehmer erfolgt. Er kann grundsätzlich seine Aktien so lange halten, wie er möchte. Gewinn macht der Crowdinvestor in diesem Falle im Rahmen der Gewinnverteilung aus dem Jahresüberschuss, soweit die Gesellschaft einen entsprechend hohen Gewinn erwirtschaftet hat. Der an die Aktionäre auszuzahlende Betrag des Bilanzgewinns wird nach § 174 Abs. 2 Nr. 2 AktG durch Beschluss der Hauptversammlung festgelegt und sodann nach § 58 Abs. 3, 4 sowie § 60 AktG auf die Aktionäre verteilt.³⁶³

Die Verwendung von Aktien für ein Crowdfunding wirft jedoch einige Fragen und Schwierigkeiten auf. Zum einen besteht hier definitiv eine Prospektspflicht nach dem WpPG (s.u. Teil 4 B.I.1.a)). Dies bedeutet von vornherein, dass sich das Konzept nur für Vorhaben mit einem größeren Kapitalbedarf eignet. Zum anderen kann man auf Grund der aufgezeigten Unterschiede tatsächlich die Frage stellen, ob bei einem Crowdfunding über Aktien überhaupt noch ein Crowdfunding vorliegt.³⁶⁴ Man kann hier auch einfach von einer Emissions- und Handelsplattform für nicht börsennotierte Aktien sprechen. In dieser Kategorie wäre *Bergfürst* auch nicht neu. Das älteste börsenunabhängige Wertpapierhandelshaus in Deutschland ist die *Valora Effekten Handel AG*, die seit 1988 besteht.³⁶⁵ Wie bereits erwähnt, bezeichnet sich *Bergfürst* mittlerweile auch nicht mehr als Crowdfunding Plattform, sondern bezeichnet das Geschäftskonzept selbst als 'Neo-Investing'.³⁶⁶

363 MüKoAktG/Bayer § 60 Rn. 1 ff..

364 Auch die Europäische Kommission sieht hier einen gewissen Unterschied bei Bereitstellung eines Sekundärmarktes: „Bei dem auf Wertpapieranlagen basierenden Crowdfunding erhalten die Geber Anteile oder Schuldinstrumente. Der Unterschied zu einem Börsengang besteht z.B. darin, dass die Anteile in der Regel nicht an einem Sekundärmarkt gehandelt werden und ihre Platzierung nicht garantiert wird.“; *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 4.

365 *Schneider*; Die sechs Fragezeichen hinter Bergfürst - www.best-practice-business.de, verfügbar unter: <http://www.best-practice-business.de/blog/geschaeftsidee/2013/09/15/die-fuenf-fragezeichen-hinter-bergfuerst/> (Stand: 15.09.2013, zuletzt geprüft: 04.06.2015); *Valora Effekten Handel AG*, Info, verfügbar unter: <http://valora.de/info> (zuletzt geprüft: 04.06.2015).

366 *Bergfürst Bank AG*, BERGFÜRST entwickelt als erstes FinTech-Unternehmen mit Bank-Lizenz Finanzierungsmodelle der Zukunft, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/270/bergfuerst-entwickelt-als-erstes-fintech-unternehmen-mit-bank-lizenz-finanzierungsmodelle-der-zukunft> (Stand: 22.07.2014, zuletzt geprüft: 01.08.2014).

e) Kredite

Wie bereits dargestellt sind auch gewöhnliche Kredite zur Unternehmens- oder Projektfinanzierung denkbar. Die Plattform *Finmar* richtet sich gerade an kleine bis mittelständische Unternehmen mit einem geringen Kapitalbedarf von bis zu 25 000 Euro (s.o. Teil 3 C.). Dies stellt dann ein Crowdlending dar, welches oben im Teil 4 IV.2. bereits beschrieben wurde.

f) Andere gesellschaftsrechtliche Konstellationen

Neben den soeben dargestellten am Markt vorhandenen und teilweise bereits als üblich zu bezeichnenden Varianten eines Crowdinvestings, gibt es verschiedene weitere Varianten, die machbar oder zumindest theoretisch denkbar sind, deren praktische Umsetzung jedoch zumeist an einem zu hohen Verwaltungsaufwand oder zu hohen Nebenkosten scheitern wird. *Beck* schreibt hierzu:

„Grundsätzlich wäre jedwede Art der gesellschaftsrechtlichen Beteiligung an einem crowdfinanzierten Unternehmen denkbar, z.B. als Gesellschafter einer GmbH, AG, KG oder OHG. Bei diesen Rechtsformen entsteht [jedoch] entweder ein formaler Aufwand (z.B. die notarielle Beurkundung bei der GmbH), was Zeit und Geld kostet und sich daher kaum eignet, um eine größere und mit geringen Beträgen beteiligte Crowd in Projekte zu integrieren oder der Investor wird zum Vollhafter (OHG und KG), der auch Verluste zu tragen hat.“³⁶⁷

Zusätzlich zu den hier vorgestellten Gesellschaftsformen lässt sich noch die GbR nennen, die zwar mangels Eintragungserfordernis praktisch einfacher zu handhaben wäre, jedoch aufgrund der persönlichen Haftung der Gesellschafter ebenso fernliegend für ein Crowdinvesting ist. Wenn jeder Investor eines Crowdinvestings Gesellschafter einer GbR würde, stellt sich weiterhin die Frage nach der praktischen Realisierbarkeit bezüglich Mitbestimmungsrechten.

Allenfalls in der Variante einer GbR, die als solche und nicht über die einzelnen Gesellschafter, eine stille Einlage erbringt, ließe sich eine solche Konstellation denken, da in diesem Falle die Gefahr wie bei individuellen stillen Beteiligungen darauf beschränkt ist, dass die Einlage verloren geht. Eine darüber hinausgehende Haftung bestünde nicht. Das Aktienmodell funktionieren kann, zeigt das Beispiel *Bergfürst*, welches weiter oben bereits beschrieben wurde.

³⁶⁷ *Beck*, Crowdinvesting, 2. Aufl., S. 104.

Eine Beteiligung als Kommanditist ist zunächst denkbar, da hier die Haftung des Kommanditisten nach §§ 171, 172 HGB auf seine Einlage beschränkt ist. Dem steht jedoch entgegen, dass dieser bis zur Leistung seiner Einlage dem Risiko ausgesetzt ist, den Gläubigern der Gesellschaft unmittelbar persönlich zu haften, § 171 Abs. 1 HGB. Auch der organisatorische Aufwand einer Eintragung ins Handelsregister (§§ 162 Abs. 1, 106 HGB) macht diese Variante für Crowdinvestings aufgrund der Menge an möglichen Kommanditisten eher unpraktisch.

g) Zusammenfassung

Crowdinvestings haben einen breiten rechtlichen Unterbau. Der Interessenlage der Unternehmen, den Einfluss der Kapitalgeber möglichst gering zu halten, entsprechen tatsächlich partiarische Darlehen am Besten. Aber auch andere Beteiligungsformen wie die typisch stille Beteiligung, Genussrechte und Aktien (für größere Projekte) lassen sich bei entsprechender crowdfunding-spezifischer Ausgestaltung ohne Weiteres gut verwenden. Nicht relevant, da mit zu hohem Aufwand oder Risiko verbunden, sind dagegen Varianten über direkte Beteiligungen als Gesellschafter z.B. einer GbR, OHG, GmbH oder eine Beteiligung als Kommanditist.

4. Mischformen

Zusätzlich zu den hier vorgestellten ausdifferenzierten Varianten, die komplett unter unterschiedliche rechtliche Konstellationen subsumiert werden können (etwa § 488 ff. BGB für Darlehen beim Crowdlending oder §§ 230 ff. HGB, 716 ff. BGB für stille Beteiligungen beim Crowdfunding), gibt es am Markt unterschiedlichste Mischformen zwischen den einzelnen Varianten. Dies ist aufgrund der im Zivilrecht herrschenden Vertragsfreiheit ohne weiteres möglich. Fraglich ist lediglich wie rechtlich mit diesem Mischverträgen umzugehen ist. Wie etwa ist die Situation bei einem Crowdfunding zu beurteilen, bei dem zwar auf der einen Seite die oben dargestellte Verzinsung und Gewinnbeteiligung im Vordergrund steht, jedoch zusätzlich ab einer gewissen Investitionssumme eine sehr teure Gegenleistung aus dem Warenangebot des Startups gewährt wird.³⁶⁸

³⁶⁸ Als Beispiel sei das zweite Crowdfunding der *Protonet GmbH* bei *Seedmatch* genannt. *Protonet* ist ein Anbieter von einfachen aber dennoch sicheren Heimserver Lösungen, um damit Cloud Computing für jedermann zu ermöglichen, ohne seine Daten einer Firma wie *Microsoft* oder *Google* anvertrauen zu müssen. Die Server stehen stationär beim Anwender zu Hause. In der Crowdfunding Kampagne im Jahre 2014 wurden als Gegenleistungen angebo-

Auch bei reinen Reward-Crowdfundings gibt es in der Regel vielfältige Gegenleistungen. Wie oben dargestellt, kann es beispielsweise bei einem Crowdfunding Projekt zur Aufnahme und Vermarktung eines Musikalbums für ein Vielfaches der eigentlichen Geldsumme, die für das Album zu zahlen ist, ein Treffen mit dem Künstler oder ein Privatkonzert in der eigenen Wohnung angeboten werden (s.o. Teil 4 A.III.2.a), Fn. 300). Hier stellt sich die Frage, ob die eigentliche Haupt-Gegenleistung immer noch in dem Download des Albums liegt und der Rest nur nebenbei dazu kommt oder ob dies aufgrund des Wertes der Gegenleistung nunmehr anders zu bewerten ist. Dies könnte dazu führen, dass innerhalb desselben Projektes verschiedene Vertragsschwerpunkte bestehen können, je nachdem was als Hauptleistung für die Parteien im Vordergrund steht.

Die Hauptleistungspflichten (oder Primärpflichten) der Parteien ergeben sich vordergründig aus deren Einigung und dort, wo die Einigung schweigt, subsidiär aus den gesetzlichen Regelungen. Aufgrund der im Zivilrecht herrschenden Vertragsfreiheit sind die Parteien nicht daran gebunden einen der vertypten Vertragsarten des BGB für ihre Zwecke zu wählen, sondern sind im Rahmen der weiten Grenzen der Vertragsfreiheit (z.B. §§ 134, 138 BGB) dazu in der Lage ihre Rechtsbeziehungen frei zu gestalten.³⁶⁹

Sind in einem Vertragswerk Elemente aus verschiedenen Vertragswerken enthalten und diese in einer Art und Weise miteinander verbunden, dass sie nur in ihrer Gesamtheit ein sinnvolles Ganzes ergeben, so spricht man von einem gemischten Vertrag.³⁷⁰ Beim gemischten Vertrag werden vier verschiedene Typen unterschieden:³⁷¹

1. Typischer Vertrag mit andersartiger Nebenleistung (entspricht einem der vertypten Vertragstypen, enthält jedoch noch eine im entsprechenden Vertragstyp gewöhnlicherweise nicht vorkommende Nebenleistung)
2. Kombinationsvertrag (eine Partei trifft verschiedene Hauptleistungspflichten, die jeweils anderen Vertragstypen zugeordnet werden können)

ten: ab einer Investition von 2 000 Euro, ein Server im Werte von 1 199 Euro (netto); ab einer Investition von 5 000 Euro, ein Server im Werte von 2 999 Euro (netto) und ab einer Investition von 10 000 Euro, ein Server im Werte von 4 699 Euro (netto). *Seedmatch GmbH/Protonet GmbH*, Crowdfunding für Protonet 2, verfügbar unter: https://www.seedmatch.de/startups/protonet-2?utm_source=seedletter&utm_medium=email&utm_campaign=seedletter110 (zuletzt geprüft: 27.08.2014). Neben der eigentlichen Unternehmensbeteiligung fallen also die sonstigen Rewards erheblich ins Gewicht. Siehe zudem Fn. 244 für ein weiteres Beispiel anhand der Kampagne *BiteBox*.

369 *Joussen*, SchuldR I, Rn. 136.

370 Palandt/*Grüneberg*, Überbl v § 311 Rn. 19.

371 Palandt/*Grüneberg*, Überbl v § 311 Rn. 20 ff.

3. Gekoppelter Vertrag (die gegenseitigen Hauptleistungspflichten der Parteien sind jeweils unterschiedlichen Vertragstypen zuzuordnen)
4. Typenverschmelzungsvertrag (eine Hauptleistung enthält Elemente verschiedener Vertragstypen, die nicht logischerweise getrennt werden können)

Beim Crowdfunding kommt vor allem Nr. 2 (Kombinationsvertrag) häufiger vor. Beispielsweise wird bei einem Crowdinvesting zuallererst eine Gewinnbeteiligung an einem Startup Unternehmen angeboten und weiterhin ab einer bestimmten Investitionssumme eine zusätzliche Gegenleistung in Form des von dem Startup in Zukunft herzustellenden Produktes. Dabei liegt beispielsweise ein partiarisches Darlehen kombiniert mit einem Werklieferungsvertrag vor.³⁷² Diese Feststellung soll jedoch die anderen möglichen Mischverträge nicht ausschließen. Wieder kommt es hier auf den Einzelfall an, so dass jedes Crowdfunding-Projekt genau überprüft werden muss.

In Hinblick auf die rechtliche Behandlung von gemischten Verträgen gibt es unterschiedliche Ansätze. Nach der Absorptionstheorie sind die rechtlichen Rahmenbedingungen desjenigen Vertragstyps anzuwenden, dessen Merkmale (vor allem die Hauptleistungspflicht) im Vordergrund stehen. Nach der Kombinationstheorie wird der Vertrag in seine Bestandteile zerlegt und auf jeden Teil die Regelungen des ihm entsprechenden Vertragstyps angewendet, wobei bei auftretenden Schwierigkeiten in der Abgrenzung auf den (mutmaßlichen) Willen der Vertragsparteien abzustellen ist. Diese Behandlung von gemischten Verträgen kann jedoch als veraltet betrachtet werden. Keine der genannten Theorien hat sich in ihrer Gänze durchgesetzt, sondern mittlerweile herrschende Meinung ist eine am Einzelfall und besonderen Problem orientierte Auswahl nach Sinn und Zweck der vertraglichen Regelung. Lässt sich ein Schwerpunkt im Vertrag erkennen, so ist letztlich die Absorptionstheorie maßgeblich. Ist dies nicht der Fall und sind verschiedene Leistungspflichten gleichberechtigt nebeneinanderstehend, so ist im Zweifel eher die Kombinationstheorie maßgeblich. Kann eine Lösung für ein Problem nur einheitlich ergehen (etwa die Beendigung des Vertrages) so sind die Regelungen heranzuziehen, die den Schwerpunkt des Vertrages ausmachen. Für Leistungsstörungen gilt das Recht der jeweiligen in Frage stehenden Leistung.³⁷³

³⁷² So z.B. im Falle Protonet; vgl. Fn. 368.

³⁷³ Palandt/*Grüneberg*, Überbl v § 311 Rn. 24 ff.; MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 28 ff.

Für Crowdfundings ergeben sich insoweit keine Besonderheiten. Im beschriebenen Beispiel einer Kombination von partiarischem Darlehen und Werklieferungsvertrag stellt das Darlehensverhältnis den Schwerpunkt dar. Für das Schicksal des Gesamtvertrags ist dies ausschlaggebend. Bei Mängeln an der gelieferten Sache muss auf das Kaufrecht zurückgegriffen werden. Es muss immer genau auf den Einzelfall eingegangen werden. Eine starre allgemeine Aussage lässt sich nicht treffen.³⁷⁴

V. Pflichten

Bezüglich der vorvertraglichen und vertraglichen Pflichten der Parteien lässt sich insbesondere für das Crowdinvesting zunächst auf die Prospektspflicht verweisen (s.u. Teil 4 B.). Wie bei allen schuldrechtlichen Vereinbarungen treffen die Parteien jedoch auch außerhalb des Kapitalmarktrechts Pflichten gegenüber der anderen Partei. In diesem Abschnitt soll daher aufgezeigt werden, dass neben der weiter unten vorzunehmenden Analyse einer Prospektspflicht, weitere Handlungs- und Aufklärungspflichten zwischen den Parteien bestehen, die sich aus allgemeinen schuldrechtlichen Prinzipien ergeben und von den Akteuren eines Crowdfundings, hierbei vor allem den Kapitalnehmern, nicht vernachlässigt werden sollten. Insbesondere da in den meisten Fällen von Beziehungen zwischen Unternehmern und Verbrauchern auszugehen ist, bestehen seitens des Unternehmers sowohl Informations- sowie Aufklärungspflichten. So gilt etwa für Crowdinvestings, und zwar auch für solche, die sich bis zum Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes unregulierter partiarischer Darlehen bedienen, dass jeder potentielle Kapitalgeber über Risiken und sonstige Merkmale der Beteiligung aufgeklärt werden muss. „Auch ein Autohändler oder Immobilienmakler muss über die Schwachstellen des Objekts richtig aufklären, wenn man sich seiner Kompetenz bedient.“³⁷⁵

374 So wird man bei dem oben in Fn. 368 beschriebenen Projekt von *Protonet* sicher auch eine Vertragsauflösung aufgrund der Nichtlieferung des Servers begründen können, da dieser vom Wert her bald die Hälfte der Investitionssumme ausmacht. Der Schwerpunkt mag hier noch knapp auf dem Darlehensverhältnis liegen, jedoch dürfte für einige Investoren die Lieferung des Servers ein Hauptanreiz für die Investition gewesen sein. Hier sind beide Leistungen sicher als Hauptleistungen einzustufen, so dass die eine nicht ohne Weiteres von der anderen zu trennen ist. Im Gegensatz dazu dürfte in dem unter Fn. 244 beschriebenen Projekt von *BiteBox*, die ausbleibende Lieferung einer der Nussmischungen nicht so sehr ins Gewicht fallen, so dass hier der Schwerpunkt eindeutig auf dem Darlehensverhältnis liegt.

375 *Blazek*, Fallen des Nachrangdarlehens, verfügbar unter: <http://www.rae-bemk.de/bemt/wp-content/uploads/2013/02/Fallen-des-Nachrangdarlehens-BEMK-DB-01062014-V-2fl.pdf> (Stand: 05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014), S. 4.

1. Kapitalgeber

Die vertragliche Pflicht des Kapitalgebers erschöpft sich in der rechtzeitigen Zahlung des geschuldeten Geldbetrages (vgl. auch oben Teil 4 A.III.1.). Da das Geld in der Regel eingezogen wird, reicht hierzu eine entsprechende Deckung des Kontos aus. Weitere Zahlungen, etwa bei Finanzierungsschwierigkeiten eines Projektes, werden nicht geschuldet. Auch bei Crowdinvestings gibt es keine Nachschusspflicht.³⁷⁶ Weitergehende Pflichten bestehen nicht. Insbesondere die aktive Teilnahme an Diskussionsforen oder gar an Abstimmungen bei besonderen Poolingvereinbarungen ist nicht geschuldet.³⁷⁷

2. Kapitalnehmer

Der Kapitalnehmer ist derjenige Akteur eines Crowdfunding, den die meisten Pflichten treffen. Er muss das von den Kapitalnehmern zur Verfügung gestellte Geld entsprechend der Vereinbarung verwenden und dann je nach Art des Crowdfunding am Ende eine Gegenleistung erbringen. Bei Reward-Crowdfundings ist dies dann z.B. die Entwicklung, Herstellung und Lieferung eines Produkts (Pflicht aus §§ 651, 433 BGB) oder die Durchführung einer Veranstaltung (z.B. Pflicht aus § 631 BGB). Bei Crowdlending muss er das Darlehen und die darauf anfallenden Zinsen zurückzahlen (Pflicht aus § 488 Abs. 1 S. 2 BGB). Bei Crowdinvestings muss er im Falle eines partiarischen Nachrangdarlehens den Geldbetrag, die Zinsen sowie die Erfolgsbeteiligung an die Kapitalgeber zurückzahlen (ebenfalls Pflicht aus § 488 Abs. 1 S. 2 BGB).

3. Plattformbetreiber

Durch die Plattformen werden Crowdfundings im Internet in den meisten Fällen überhaupt erst möglich. Die Plattformen stellen hier zunächst die Infrastruktur bereit, mit der Kapitalgeber und Kapitalnehmer zusammengeführt werden. Der Kapitalnehmer kann sein Projekt dort vorstellen und die Kapitalgeber können nach Anmeldung ein beliebiges Projekt unterstützen. In manchen Fällen nehmen die Plattformen noch weitere Aufgaben über die reine Zuverfügungstellung der technischen Hilfsmit-

³⁷⁶ Klöhn/Hornuf, VC Magazin 2013, 34, 34; Littmann, Dem Herdentrieb folgen, verfügbar unter: <http://www.wiwo.de/erfolg/gruender/crowdinvesting-dem-herdentrieb-folgen/5980360-all.html> (Stand: 12.12.2011, zuletzt geprüft: 03.06.2015).

³⁷⁷ Die Poolingvereinbarung von *Companisto* beispielsweise sieht lediglich vor, dass man seine E-Mail Adresse zwecks Informationszusendung aktuell halten muss. (Vereinbarung nur einsehbar nach Registrierung und Beginn eines Investitionsprozesses.)

tel hinaus wahr. Bei der Crowdlending Plattform *Auxmoney* gibt es beispielsweise eine 'Portfolio-Builder' genannte Funktion, die anhand vom Nutzer vorher festgelegter Kriterien die Investition in über die Plattform angebotene Kredite automatisch vornimmt. Bei den meisten Crowdinvesting Plattformen ist es zumeist so, dass diese eine äußerst rigorose Vorauswahl treffen, bevor einzelne Projekte sich bei ihnen präsentieren dürfen. Bei *Companisto* beispielsweise sind in zweieinhalb Jahren von mehr als 3 000 Bewerbungen lediglich 35 Startups ausgewählt worden.³⁷⁸ Auch bei der Crowdlending Plattform *Finmar* gibt es solch einen Vorfilterungsmechanismus.³⁷⁹ Weiterhin machen die Plattformen für sich selbst und einzelne Projekte Werbung, etwa durch Newsletter oder in sozialen Netzwerken. Letztlich sind es die Plattformen, die die Musterverträge bereitstellen, welche beim Vertragsschluss zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber Verwendung finden.

VI. Haftung

In den meisten Publikationen zum Thema Crowdinvesting (solche zu anderen Arten des Crowdfunding sind noch rarer), geht es in Hinblick auf die Haftung der Parteien um kapitalmarktrechtliche Fragestellungen, hier insbesondere um die sich an eine Prospektspflicht anknüpfende Prospekthaftung nach dem WpPG oder dem VermAnlG (für eine genaue Begutachtung dieser Regelungen s.u. Teil 4 B.). Dabei handelt es sich um eine besondere, an Fehlinformationen in Verkaufsmaterialien anknüpfende Haftung. Da diese jedoch, wie weiter unten aufgezeigt wird, gerade auch bei den momentan angebotenen Crowdinvestings eventuell nicht eingreift, muss auch bezüglich der Haftung der Parteien in manchen Fällen auf das allgemeine Schuldrecht zurückgegriffen werden. Aus der bisherigen Literatur und auch der politischen Diskussion ließe sich der Schluss ziehen, dass ohne das Eingreifen einer spezialgesetzlichen Prospektspflicht der Investor völlig schutzlos gestellt sei. Dies entspricht nicht der Realität. Zum einen gibt es neben der spezialgesetzlichen, eine allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung, die häufig dann eingreift, wenn die spezialgesetzlichen Regeln aus unterschiedlichen Gründen nicht einschlägig sind. Eine genaue Betrachtung hierzu soll jedoch erst im Rahmen des kapitalmarktrechtlichen Kapitels dieser Abhandlung vorgenommen werden (s.u. Teil 4 B.I.2.b.). Auch wenn es sich allein dem Namen nach um ein allgemein bürgerlich-rechtliches Rechtsinstitut handelt, so wird erst

³⁷⁸ Frank, VC Magazin 2015, 6, 8; s. außerdem weiter oben Teil 4 A.II.1.b).

³⁷⁹ Skrabania, „Bei kleinen Krediten entscheidet man mit dem Bauchgefühl“, verfügbar unter: <http://www.gruenderszene.de/allgemein/finmar-crowdlending> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

aus dem kapitalmarktrechtlichen Zusammenhang dessen Bedeutung und Anwendungsbereich deutlicher erkennbar. Zum anderen ist jedoch auch hier an weitere schuldrechtliche Haftungstatbestände, wie etwa eine deliktische Haftung zu denken.

1. Kapitalgeber

Der Kapitalgeber muss lediglich den versprochenen Geldbetrag rechtzeitig zahlen. Für diese zugesagte Summe muss er einstehen. Eine vertragliche Haftung darüber hinaus besteht für ihn nicht.

Denkbar ist eine mögliche deliktische Haftung eines Kapitalgebers eventuell in folgender Konstellation: Hat jemand eine große Summe zugesagt, die das Projekt zunächst über die Fundingschwelle hebt, und widerruft er seine Zusage nach Ende des Fundingzeitraums, so kann er dies ohne weiteres tun, auch wenn dadurch das Projekt wieder unter die Fundingschwelle zurückfällt und damit letztlich scheitert. Dafür besteht das Widerrufsrecht, dessen Ausübung keiner besonderen Begründung bedarf. Es ist jedoch denkbar, dass dieses Recht nur deshalb ausgenutzt wird, um gezielt ein Projekt scheitern zu lassen.³⁸⁰ Da die Ausübung des ihm zustehenden Widerrufsrechts rechtlich einwandfrei ist, wird man hier darauf abstellen müssen, ob die getätigte Zusage andere davon abgehalten hat, selbst Gelder zur Verfügung zu stellen. Hierbei handelt es sich jedoch um einen so fernliegenden Einfall, dass an dieser Stelle nicht weiter darauf eingegangen werden soll.

2. Kapitalnehmer

Kommt der Kapitalnehmer seinen Verpflichtungen nicht oder nicht ordnungsgemäß nach, so treffen ihn die gesamte Bandbreite der Ansprüche des Leistungsstörungsrechts. Je nach Situation sind auch deliktische Ansprüche (§§ 823 ff. BGB) denkbar.

Auch beim Reward-Crowdfunding und sogar beim Donation-Crowdfunding, bei dem eigentlich keine Gegenleistung geschuldet ist, müssen die Informationen über die Mittelverwendung wahrheitsgemäß erfolgen. Werden die Gelder für andere Zwecke verwendet kann sich ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 Abs. 1

³⁸⁰ *Sobiraj*, Kicktroll bringt Comicprojekt zum Scheitern, verfügbar unter: <http://www.golem.de/news/kickstarter-kicktroll-bringt-comicproject-zum-scheitern-1312-103152.html> (Stand: 04.12.2013, zuletzt geprüft: 19.11.2014), hier jedoch für die amerikanische Plattform *Kickstarter*.

StGB, § 249 Abs. 1 BGB ergeben.³⁸¹ Für Reward-Crowdfunding und Crowdlending ergeben sich ansonsten keine Besonderheiten.

Bei Crowdinvestings ist die Rechtslage etwas umfassender. Hier treffen den Kapitalnehmer zunächst unter Umständen die weiter unten dargestellten kapitalmarktrechtlichen Haftungstatbestände (s.u. Teil 4 B.). Neben den Ansprüchen aus der spezialgesetzlichen Prospekthaftung einerseits, die lediglich auf „Übernahme seiner Anteile gegen Erstattung des Erwerbspreises“ gerichtet ist, bzw. der allgemein-bürgerlich rechtlichen Prospekthaftung andererseits, die weiter geht und auf Ersatz des negativen Interesses gerichtet ist, hat der Crowdinvestor unter Umständen noch konkurrierende weitere vertragliche oder deliktische Ansprüche gegen den Kapitalnehmer. Diese werden durch die Prospekthaftung nicht verdrängt. § 20 Abs. 6 S. 2 VermAnlG stellt dies für den fehlerhaften, § 21 Abs. 5 S. 2 VermAnlG für den fehlenden Prospekt ausdrücklich fest.³⁸² Auch § 25 Abs. 2 WpPG stellt dies für fehlerhafte bzw. fehlende Börsenzulassungsprospekte ausdrücklich fest. Im Gegensatz zu dem bis zum 31.05.2012 geltenden § 47 Abs. 2 BörsG entfällt nunmehr eine Beschränkung der Haftung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit.³⁸³ Daran ändert sich auch durch das Kleinanlegerschutzgesetz nichts.

Auch im Rahmen deliktischer Ansprüche kann der Kapitalgeber lediglich das negative Interesse gegen den Kapitalnehmer geltend machen. Er kann also verlangen so gestellt zu werden, als ob er korrekt über die Beteiligung aufgeklärt worden wäre. Dies bedeutet grundsätzlich, dass er die Beteiligung nicht erworben hätte. Der Anspruch umfasst somit neben der verlorenen Einlage auch z.B. Nebenkosten, die durch den Erwerb entstehen und die Erstattung möglicher alternativer Zinsen, die er hätte erwerben können, soweit er sein Geld in eine andere Vermögensanlage gesteckt hätte. Der Anspruch ist nicht durch das Erfüllungsinteresse begrenzt. Ein Ersatz des Erfüllungsinteresses selbst ist jedoch nicht möglich. Der Kapitalgeber kann also nicht so gestellt werden, als wäre die falsch erteilte Information richtig gewesen.³⁸⁴

3. Plattformbetreiber

Crowdinvesting Plattformen trifft in sehr engen Grenzen die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung (s.u. Teil 4 B.I.2.b)ff)). Weiterhin haften alle Plattformen selbst-

381 *Regierer/Mühling/Haupt*, Stiftung & Sponsoring (Rote Seiten) 2015, 1, 10.

382 *Horbach*, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 69 Rn. 112.

383 *Groß KapMR/Groß*, WpPG § 21 Rn. 1.

384 *Horbach*, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 69 Rn. 113.

verständlich für die Verletzung der ihnen obliegenden Pflichten, etwa die Pflicht zum Betrieb der Server, damit die Angebote auch online erreichbar sind. Eine darüber hinausgehende Haftung der Plattformen für Leistungsstörungen im Verhältnis zwischen Kapitalgeber – Kapitalnehmer ist jedoch abzulehnen.

Für die Durchführung oder den späteren Erfolg des Projektes können die Plattformen von vornherein nicht verantwortlich gemacht werden, da sie hierauf keinen Einfluss haben.³⁸⁵ Eine Haftung kann also lediglich für die Informationen auf den Projektseiten bestehen. Sämtliche Plattformen sichern sich durch deutlich sichtbare Hinweise auf die mangelnde Prüfung der Angebote auf ihren Webseiten ab (sog. Disclaimer³⁸⁶). Hiermit lassen die Plattformen ausdrücklich erkennen, dass sich ihre Aufgabe eben gerade darin erschöpft, die Infrastruktur zur Verfügung zu stellen und dass sie nicht aktiv auf die Projektgestaltung einwirken. Für die Informationen auf den Projektseiten sind die Projektinitiatoren selbst verantwortlich.³⁸⁷

Auch eine Funktion wie der 'Portfolio-Builder' von *Auxmoney* kann keine weitergehende Haftung begründen. *Auxmoney* wird hier nicht beratend tätig, sondern stellt lediglich eine technische Funktion zur Verfügung, die nach vom Nutzer vorgegebenen Kriterien automatisch die Gelder in Kreditprojekte investiert, die diesen Vorgaben entsprechen. *Auxmoney* gibt keine Empfehlungen auf einzelne Projekte ab oder bevorzugt diese in irgendeiner Weise. Der 'Portfolio-Builder' stellt eine bloße technische Erleichterung des Investitionsvorganges dar.³⁸⁸

VII. AGB

Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB) kommen bei Crowdfundings mindestens in zweifacher Hinsicht zum Tragen. Zunächst haben alle Plattformen AGB zur Regelung der Benutzung ihres Online-Angebots. Weiterhin werden die Vertragsbeziehungen zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern entscheidend von AGB geprägt.

³⁸⁵ Harnisch, Crowdfunding – die Macht der Masse, verfügbar unter: <http://webmagazin.de/business/Crowdfunding-Macht-Masse-168248> (Stand: 23.10.2013, zuletzt geprüft: 23.04.2014).

³⁸⁶ Nietsch/Eberle, Der Betrieb 2014, 1788, 1795.

³⁸⁷ Vgl. beispielsweise *Companisto GmbH*, AGB (23.05.2014), verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/business-terms> (Stand: 23.05.2014, zuletzt geprüft: 28.08.2014), Nr. 3; *Fundsters AG*, AGB, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/agb/> (zuletzt geprüft: 28.08.2014), Nr. 1.4.

³⁸⁸ Vgl. *Auxmoney GmbH*, Nutzungsbedingungen (11/2014), verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen.pdf> (zuletzt geprüft: 13.05.2015), § 8 Abs. 2 c).

1. Plattformnutzung

Abgesehen von den die weiter unten beschriebenen aufsichtsrechtlichen Fragestellungen betreffenden Vermittlungsverträgen (s.u. Teil 4 B.I.3.), wird bereits mit Registrierung auf der Plattform durch einen Nutzer, ein Vertrag über die Nutzung der Plattform geschlossen. Dieser ist für alle Nutzer identisch und besteht vollständig aus AGB auf die im Rahmen des Registrierungsvorgangs Bezug genommen wird.

Die in den AGB zusammengestellten Punkte regeln Fragen zur allgemeinen Anmeldung und Nutzung der Webseite und der auf der Webseite angebotenen Dienste wie Foren oder weiteren Kommunikationsmöglichkeiten. Weiterhin werden hierin oftmals Ausschlussstatbestände geregelt, wie z.B. der Hinweis darauf, dass von Seiten der Plattform das Investitionsangebot eines Startups nicht auf dessen Richtigkeit geprüft wird.³⁸⁹ Die Regeln zur Plattformnutzung dienen vordergründig dem Zweck eine reibungslose Nutzung der Plattform an sich zu ermöglichen und spielen daher für die weitere Bearbeitung in Hinblick auf die Fundings selbst lediglich eine untergeordnete Rolle.

2. Musterverträge

Weiterhin setzen alle untersuchten Plattformen auf Musterverträge, die sie den Kapitalnehmern zur Verfügung stellen.³⁹⁰ Die Kapitalnehmer stellen keine eigenen Vertragswerke für ihr Projekt bereit. Dies würde dem Sinn der Benutzung einer Crowdfunding Plattform letztlich auch entgegenlaufen. Gerade bei Crowdinvesting und Crowdlending möchten die Investoren sich bei der jeweiligen Plattform ein eigenes Portfolio aufbauen, in welchem alle ihre Investitionen gleichen Regeln unterworfen sind. Aber auch Reward-Crowdfundings sind für die Kapitalgeber nur sinnvoll über eine Plattform, wenn alle Projekte gleichen Regeln folgen. Nur so macht die Verwendung einer Plattform gegenüber der Ausrichtung eines eigenen, individuellen Crowdfundings überhaupt Sinn. Der Nutzer möchte nicht jedes Mal wieder den Vertrag durcharbeiten müssen, sondern sich darauf verlassen können, dass ein Vertragswerk für alle Projekte auf der Plattform Anwendung findet und dieses entsprechend gut ausgearbeitet ist. Auch der Interessenlage der Kapitalnehmer entspricht die Nut-

³⁸⁹ Vgl. stellvertretend für weitere *Companisto GmbH*, AGB (23.05.2014), verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/business-terms> (Stand: 23.05.2014, zuletzt geprüft: 28.08.2014).

³⁹⁰ Für Crowdinvestings s. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 245.

zung der Musterverträge der Plattform. Im Bereich des Crowdfunding gibt es nach wie vor etliche Ungereimtheiten und die Neuerstellung eines entsprechenden Vertragswerks stellt sich als äußerst schwierig, teuer und zeitaufwendig dar. Bereits für ein Startup Unternehmen stellt dies eine nicht zu vernachlässigende Hürde dar. Für Privatpersonen, die ein kleines Projekt auf Startnext auf die Beine stellen möchten, wäre dies geradezu unmöglich.

Abweichungen in den einzelnen Verträgen zwischen Projekten auf einer Plattform bestehen damit lediglich in den Parteien, der Summe an einzusammelndem Geld, der Gegenleistung (etwa der Höhe der versprochenen Verzinsung, der Art der Erfolgsbeteiligung oder dem herzustellenden Produkt) und sonstigen Angaben, die spezifisch auf das einzelne Projekt zugeschnitten sind (also lediglich den *essentialia negotii*), nicht jedoch in den weiteren Vertragsklauseln. Damit handelt es sich bei den Investitionsverträgen insgesamt um AGB. Dass diese vom Plattformbetreiber und nicht vom Kapitalnehmer erstellt wurden, er sich also nur dieser Musterverträge bedient, ist für diese Einordnung unschädlich.³⁹¹ Damit ist für Crowdfunding insgesamt festzuhalten, dass die verwendeten Musterverträge sämtlich einer gerichtlichen Kontrolle anhand der Maßstäbe der §§ 305ff. BGB unterliegen.

3. Stille Gesellschaft und partiarische Darlehen

Äußerst wichtig, vor allem im Bereich des Crowdfunding, ist die Frage nach der Anwendbarkeit des AGB Rechts der §§ 305 ff. BGB auf stille Beteiligungen. Grund hierfür ist die dem § 310 BGB zu entnehmende Bereichsausnahme für das Gesellschaftsrecht. Gem. § 310 Abs. 4 S. 1 BGB ist der gesamte Abschnitt zum AGB Recht nicht auf Verträge auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechts anzuwenden. Die Auslegung dieser Vorschrift und hierin insbesondere die Anwendbarkeit der AGB Vorschriften auf die stille Gesellschaft sind in Rechtsprechung und Literatur jedoch umstritten. Die eine Meinung, hierunter der BGH und weite Teile der Literatur, lassen den § 310 Abs. 4 S.1 BGB seinem Wortlaute nach gelten und nehmen auch Klauseln in Verträgen über stille Beteiligungen von der AGB Kontrolle aus. Dies gilt sowohl für typisch als auch für atypisch stille Beteiligungen. Für atypische stille Gesellschaften ist dies auch nicht weiter umstritten. Eine andere Literaturmeinung möchte jedoch

³⁹¹ Palandt/Grüneberg, § 305 Rn. 12.

diese Bereichsausnahme zumindest für typische stille Gesellschaften nicht anerkennen und fordert eine teleologische Reduktion der Vorschrift.³⁹²

Der BGH hat im Jahre 1994 entschieden, dass die Bereichsausnahme des § 310 Abs. 4 S. 1 BGB auch für die stille Gesellschaft gilt und damit das AGB Recht auch für die typische stille Gesellschaft für unanwendbar erklärt.³⁹³ Hauptargument dieser Ansicht ist zunächst der unmissverständliche Wortlaut der Vorschrift und die weite Auslegung des Begriffs 'Gesellschaftsrecht'. Ferner die unabdingbaren Kontrollrechte des stillen Gesellschafters aus § 233 Abs. 3 HGB, welche im Gegensatz zu schuldrechtlichen Beziehungen ein besonderer Ausdruck des Gesellschaftsverhältnisses seien. Was nach dieser Ansicht bleibt, ist lediglich eine Inhaltskontrolle nach allgemeinen Prinzipien über § 242 BGB.³⁹⁴

Dies führt für Crowdinvestings zu dem Ergebnis, dass bei den von den Crowdinvesting Plattformen in der Praxis hauptsächlich verwendeten Vertragswerken, also bei partiarischen Darlehen, AGB Recht anwendbar ist, bei (typisch) stillen Beteiligungen jedoch nicht. Dies ist der Fall obwohl für den Kapitalgeber im Allgemeinen die Unterscheidung zwischen beiden Formen nicht wirklich nachvollziehbar ist. Auch in der Wissenschaft ist die Abgrenzung, wie oben dargestellt, nicht trennscharf festgelegt (s.o. Teil 4 A.IV.3.a)cc)). Gerade bei Crowdinvestings ist das von der Rechtsprechung als elementar herausgestellte Abgrenzungskriterium des über die Gewinnerzielungsabsicht hinausgehenden gemeinsamen Zwecks schwer auszumachen. Der Kapitalgeber wird sich meist darauf beschränken, die von ihm in Aussicht gestellte Geldsumme zu zahlen, eventuell noch das Unternehmen auf *Facebook* ' liken ' und dann der Sache ihren Lauf lassen. Für den Kapitalgeber stellt sich die Abgrenzung zwischen beiden Beteiligungsformen somit als nicht wahrnehmbar dar. Auf der anderen Seite hat der Kapitalnehmer, gemeinsam mit der Plattform es in der Hand, durch die geschickte Wahl einer der beiden Beteiligungsformen eine AGB Kontrolle von vornherein auszuschließen.

In der Literatur wird teilweise für die Unanwendbarkeit der Bereichsausnahme auf typische stille Beteiligungen plädiert. Argumentiert wird damit, dass bei der typischen stillen Gesellschaft kein Gesamthandvermögen gebildet wird und der stille Gesellschafter nur äußerst eingeschränkte Kontrollrechte innehat. Diese Ansicht erkennt an, dass die AGB Kontrolle an schuldrechtlichen Austauschverträgen ausgerichtet ist,

392 Keul, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 76 Rn. 10; MüKoHGB/Schmidt, § 230 Rn. 122 ff..

393 BGH NJW 1995, 192, 193, entschieden zum damals noch gültigen § 23 Abs. 1 AGBG, dessen Regelung nunmehr in § 310 Abs. 4 BGB aufgenommen wurde.

394 Keul, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, Rn. 10.

nicht an organisationsrechtlichen Strukturen von Gesellschaftsverträgen. Bei der typischen stillen Beteiligung seien die schuldrechtlichen Beziehungen jedoch der maßgebliche Faktor für die Rechtsbeziehungen insgesamt, weshalb die Bereichsausnahme des § 310 Abs. 4 S. 1 BGB hier nicht gerechtfertigt sei. Die schuldrechtlichen Beziehungen hätten ein derartiges Übergewicht zu den dagegen stehenden, sehr geringen gesellschaftsrechtlichen Aspekten der Rechtsbeziehung, wie den äußerst eingeschränkten Kontrollrechten, dass sie diese letztlich überlagern.³⁹⁵

Für Crowdinvestings hieße dies, dass unabhängig von der Wahl der Art der Beteiligung seitens Kapitalnehmer bzw. Plattform, die Vertragswerke den Vorschriften der §§ 305 ff. BGB unterworfen wären. Eine Umgehung der AGB Vorschriften durch Wahl des einen oder anderen Instruments wäre somit nicht möglich. Für den Kapitalgeber ergäben sich keine Unterschiede in den Rechtsfolgen.

Auch nach Auffassung des BGH kommt es für die Anwendbarkeit der Bereichsausnahme oder einer möglichen teleologischen Reduktion derselben darauf an, ob die Strukturen der stillen Gesellschaft eine Anwendung der AGB Normen zulassen oder nicht. „Da die Vorschriften des AGB-Gesetzes auf die Austauschverträge zugeschnitten sind, kommt ihre Anwendung auf die stille Gesellschaft nur dann in Betracht, wenn die Struktur dieser Gesellschaft schuldrechtlichen Charakter hat.“³⁹⁶ Die typische stille Gesellschaft hat von Natur aus bereits einen sehr schuldrechtlich geprägten Charakter (s.o. Teil 4 A.IV.3.a)c)). Im Bereich von Crowdinvestings gilt dies aufgrund der Zahl der Kapitalgeber und deren Motivation, die meist nicht über ein Gewinnstreben hinausgeht, umso deutlicher. Mag bei dem vom BGH im Jahre 1994 entschiedenen Fall noch die gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung der Vertragsbeziehungen zwischen dem Kapitalgeber und Kapitalnehmer im Vordergrund gestanden haben, so trifft dies für die typische Vertragsgestaltung im Bereich des Crowdfunding gerade nicht mehr zu. Auch das als wesentlich angesehene Unterscheidungskriterium der Kontrollrechte aus § 233 HGB ist bei den meisten Crowdinvestings dadurch aufgeweicht, dass selbst bei Wahl von partiarischen Darlehen verschiedene Kontrollrechte der Kapitalgeber gewährt werden (etwa Übermittlung von Jahresabschlüssen oder Quartalsberichten³⁹⁷). Macht man sich darüber hinaus klar, dass die Kapitalgeber eines Crowdfunding zu einem Großteil Verbraucher sind, die mit ge-

395 BGH NJW 1995, 192, 193; *Keul*, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 76 Rn. 10.

396 BGH NJW 1995, 192, 193.

397 *Wss-redpoint.com*, Crowdfunding - Teil VII: Partiarische Nachrangdarlehen, verfügbar unter: <http://wss-redpoint.com/crowdfunding-teil-vii-partiarische-nachrangdarlehen> (Stand: 28.04.2014, zuletzt geprüft: 09.06.2015).

ringen Summen ihres privaten Kapitals investieren, so ist nicht einzusehen warum diese gerade nicht von den Schutzwirkungen der AGB Vorschriften profitieren sollten. Zum Zeitpunkt der BGH Entscheidung gab es noch kein Crowdfunding in seiner heutigen Ausgestaltung. Ein Grund dafür, dass die Anbieter es nunmehr in der Hand haben sollten, eine AGB Kontrolle für ihre Vertragswerke zu ermöglichen oder auszuschließen, obwohl die gewährte Gegenleistung letztlich dieselbe ist, ist nicht ersichtlich. Zumindest im Lichte dieser neueren Entwicklungen ist die Rechtsprechung des BGH als veraltet anzusehen und sollte zumindest für das Crowdfunding überdacht werden. Bedienen sich Crowdinvestings typischer stiller Beteiligungen so sollte auch für diese eine AGB Kontrolle möglich sein.

B. Kapitalmarktrechtliche Perspektive

Die gesetzlichen Regelungen des Kapitalmarktrechts stellen gewisse Rahmenbedingungen nicht für alle Arten des Crowdfundings bereit, sondern lediglich für diejenigen Formen des Crowdfundings die ein Crowdinvesting darstellen. Dies sind diejenigen Formen, bei denen die Gegenleistung darin besteht, dass ein monetärer Gewinn (eine Rendite) für die Investition in Aussicht gestellt wird oder aus Sicht des Kapitalgebers sein Beitrag eine Geldanlage darstellt. Die kapitalmarktrechtliche Perspektive des Crowdinvestings dreht sich um drei Problembereiche: Prospektspflicht, Prospekthaftung und Aufsichtsrecht.³⁹⁸

Auf der einen Seite ist, wie oben bereits erwähnt, die Frage nach der (zumindest spezialgesetzlichen) Prospektspflicht bei Crowdinvestings in ihrer momentanen Ausgestaltung und Funktionsweise jedoch in den meisten Fällen zu vernachlässigen. Dafür lassen sich zunächst drei Gründe ausmachen. Zum Beginn von Crowdinvestings, die auf stille Beteiligungen setzten, wurden hier lediglich solche Projekte angeboten, die einen der Ausnahmetatbestände von der Prospektspflicht erfüllten. Entweder blieb man unter der 100 000 Euro Marke, unter 20 Investoren oder man befolgte das Fundsters Modell über eine indirekte Beteiligung (s.o. Teil 3 D.I.4. sowie Teil 4 A.IV.3.b)c)). Nach der Umstellung auf partiarische Nachrangdarlehen haben die Plattformen auch Investings über 100 000 Euro angeboten und waren wiederum keiner Prospektspflicht unterworfen. Letztlich ist davon auszugehen, dass auch nach Anhebung der 100 000 Euro-Grenze auf 2,5 Millionen Euro und Einbeziehung der partiarischen Darlehen in die Vorschriften des VermAnlG, die sich am Markt etablierten Plattformen auf Angebote beschränken werden, die sich innerhalb dieses Rahmens bewegen. Hier werden die Initiatoren vermutlich von einer Umgehung der Vorschriften wieder Abstand nehmen und sich erneut auf die (neuen) Ausnahmetatbestände beschränken.

Trotzdem ist es wichtig, dass kapitalmarktrechtliche Instrumentarium zu untersuchen, da es sich hier eben um Rahmenbedingungen handelt, die spezifisch auf Crowdinvestings Anwendung finden. Weiterhin ist natürlich auch nicht auszuschließen, dass in Zukunft bestimmte Investings entstehen werden, die über der 2,5 Millionen Euro Marke liegen und dann die entsprechenden Vorgaben erfüllen müssen. Mittlerweile hat es bereits einige Projekte gegeben, die über dieser Marke lagen.³⁹⁹ Dar-

³⁹⁸ Klöhm/Hornuf, ZBB 2012, 237, 246.

³⁹⁹ Z.B. *Weissenhaus* insgesamt 7,5 Millionen Euro bei *Companisto*, *Companisto GmbH*, Crowdinvesting für WEISSENHAUS auf *Companisto*, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/weissenhaus-startup>

über hinaus ist unabhängig vom Eingreifen einer spezialgesetzlichen Prospektspflicht und einer sich daran anschließenden spezialgesetzlichen Prospekthaftung, wie zu zeigen sein wird, auch das Eingreifen der allgemein zivilrechtlichen Prospekthaftung nicht auszuschließen.

I. Derzeitige Rechtslage

Dargestellt wird im Folgenden die bis zur Umsetzung des Kleinanlegerschutzgesetzes geltende Rechtslage.

1. Prospektpflicht

Eine Prospektpflicht besteht in Deutschland für das öffentliche Angebot von Wertpapieren und sonstigen, unverbrieften Vermögensanlagen. Einschlägige Vorschriften für Wertpapiere finden sich im Wertpapierprospektgesetz (WpPG), für sonstige Vermögensanlagen bis zum 31.05.2012 im Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG), welches seit dem 01.06.2012 vom Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) abgelöst wurde.⁴⁰⁰ Prospektpflicht nach diesen drei Gesetzen lässt sich allgemein bezeichnen als die Pflicht zur Bereitstellung von bestimmten, eine Vermögensanlage betreffenden Informationen, welche für die Anlageentscheidung von Bedeutung sind, in allgemein verständlicher Sprache und übersichtlicher Form.

Der zu erstellende Prospekt muss vor der Veröffentlichung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gebilligt werden, welche ihn jedoch lediglich auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit prüft (§§ 13 Abs. 1 WpPG; 8i Abs. 2 VerkProspG; 8 Abs. 1 VermAnlG). Eine Prüfung auf inhaltliche Richtigkeit erfolgt nicht.⁴⁰¹ Daneben bestehen z.B. Prospektpflichten im Kapitalan-

36/overview (zuletzt geprüft: 22.05.2015); *Protonet 2* genau drei Millionen Euro über *Seedmatch*, *Seedmatch GmbH/Protonet GmbH*, Crowdfunding für Protonet 2, verfügbar unter: https://www.seedmatch.de/startups/protonet-2?utm_source=seedletter&utm_medium=email&utm_campaign=seedletter110 (zuletzt geprüft: 27.08.2014); auch bei dem Crowdfunding des Heimtextilienanbieters *Urbanara* war dies bereits der Fall, welches als das erste große Projekt auf *Bergfürst* im Jahre 2013 mit einem Ausgabevolumen von knapp drei Millionen Euro (genau 2 992 000 Euro) das zu seiner Zeit größte Crowdfunding Deutschlands darstellte, allerdings über Aktien und mit Prospekt; *Crowdfunding Blog*, Urbanara-Funding auf Bergfürst erreicht Emissionsvolumen von über 3 Millionen Euro, verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2013/11/04/urbanara-funding-auf-bergfurst-erreicht-emissionsvolumen-von-uber-3-millionen-euro/> (Stand: 04.11.2013, zuletzt geprüft: 29.08.2014); *Beck*, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 184.

400 *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 246 f.

401 *BaFin*, Prospekte für Vermögensanlagen, verfügbar unter: http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Prospekte-Vermögensanlagen/prospektevermoegensanlagen_node.html (Stand: 29.05.2015, zuletzt geprüft: 09.06.2015).

lagegesetzbuch (§§ 164, 173, 224, 228, 256, 268 KAGB), beispielsweise für Investmentvermögen, Hedgefonds und Immobilien-Sondervermögen. Diese sind jedoch für den Bereich des Crowdfunding nicht weiter relevant und seien nur der Vollständigkeit halber erwähnt.

a) WpPG

Grundsätzlich darf ein Anbieter von Wertpapieren diese im Inland erst dann öffentlich anbieten, wenn er zuvor einen Prospekt für diese Wertpapiere veröffentlicht hat; § 3 Abs. 1 WpPG. Von dieser Verpflichtung gibt es verschiedene Ausnahmetatbestände in den nachfolgenden Vorschriften. Dieser von dem Anbieter zu veröffentlichende Prospekt muss gem. § 5 Abs. 1 WpPG zunächst sämtliche zur Bewertung der Anlage notwendigen Informationen enthalten⁴⁰² und in leicht analysierbarer, verständlicher Form abgefasst sein. Eine Aufzählung besonders wichtiger Angaben in Abs. 1 enthält z.B. Angaben über den Emittenten und die Wertpapiere, Finanzlage, Gewinne und Verluste, Zukunftsaussichten usw.. Die Mindestangaben, welche in einem Prospekt enthalten sein müssen, werden jedoch nicht komplett direkt im WpPG geregelt, sondern mittelbar durch einen Verweis in § 7 WpPG auf die VO (EG) Nr. 809/2004 (Prospektverordnung).⁴⁰³ Weiterhin muss eine, in einer bestimmten Form abgefasste, Zusammenfassung von Schlüsselinformationen und Warnhinweisen in allgemein verständlicher Sprache enthalten sein (§ 5 Abs. 2-2b WpPG).

Wertpapiere sind gem. § 2 Nr. 1 WpPG übertragbare Wertpapiere, die an einem Markt gehandelt werden können. Hierunter fallen beispielsweise ausdrücklich Aktien (Nr. 1 a)). Nicht unter den Begriff des Wertpapiers fallen beispielsweise stille Beteiligungen, auch nicht wenn sie verbrieft wurden. Diese sind nicht frei handel- bzw. übertragbar (§ 719 Abs. 1 BGB). Aufgrund der allgemein angenommenen Verbundenheit der Gesellschafter und dem besonderen Vertrauensverhältnis unter den Gesellschaftern, ist für die wirksame Übertragbarkeit einer stillen Beteiligung entweder die Zulassung im Gesellschaftsvertrag oder die Zustimmung des Geschäftsinhabers und eventuell weiterer stiller Gesellschafter erforderlich.⁴⁰⁴ Eine Verbriefung des Gesellschaftsanteils ist daher eher unüblich.⁴⁰⁵

402 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247.

403 Müller WpPG/Müller, Einl Rn. 13; die Verordnung selbst ist abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/reg-2004-809/reg-2004-809_de.pdf (zuletzt geprüft: 28.07.2015).

404 Keul, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 88 Rn. 3; Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247.

405 Herfurth/Hollunder-Reese, Stille Beteiligung, verfügbar unter: http://www.herfurth.de/uploads/media/CC-219_Stille_Beteiligungen.pdf (Stand: 03.2006, zuletzt geprüft: 29.08.2014), S. 2.

Genussrechte fallen unter den Begriff des Wertpapiers dann, „... wenn sie nach ihrer konkreten Ausgestaltung sachenrechtlich (durch Einigung und Übergabe, § 929 ff. BGB) und nicht schuldrechtlich (durch Abtretung, § 398 BGB) übertragen werden.“⁴⁰⁶ Dies ist dann der Fall, wenn sie verbrieft sind. In dem Falle spricht man auch von Genussscheinen.⁴⁰⁷ Die im Rahmen von Crowdinvestings momentan beliebteste Beteiligungsform des partiarischen Darlehens fällt nicht unter den Begriff des Wertpapiers.

Unter eine Prospektspflicht nach dem WpPG fällt somit lediglich das Modell von *Bergfürst*, welches anders als andere Crowdfunding Plattformen für die Beteiligungen an Startups auf Aktien setzt. Diese werden jedoch nicht an einer Börse gehandelt, sondern auf der hauseigenen Online-Plattform, so dass für die Prospektspflicht § 22 WpPG einschlägig ist. Für die ab November 2014 auf *Bergfürst* erstmals angebotene Beteiligung an Immobilien setzte *Bergfürst* auf Genussscheine,⁴⁰⁸ wodurch wiederum eine Prospektspflicht ausgelöst wird, da diese in verbrieft Form ausgegeben wurden (andernfalls bestünde eine Prospektspflicht nach dem VermAnlG, s.u. c)). Die Genussscheine sind kurz nach der Zeichnungsphase auf der hauseigenen Plattform handelbar. Auch hier wurde das Angebot mittels eines durch die BaFin genehmigten Wertpapierprospekts durchgeführt.⁴⁰⁹

§ 3 Abs. 2, 3 sowie § 4 WpPG enthalten wiederum verschiedene Ausnahmetatbestände von der Prospektspflicht. Für Crowdinvestings relevant ist vor allem (oder gar ausschließlich) die Ausnahme des § 3 Abs. 2 Nr. 5 WpPG.⁴¹⁰ Danach entfällt die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts für ein Angebot von Wertpapieren, sofern der Verkaufspreis für alle angebotenen Wertpapiere im Europäischen Wirtschaftsraum weniger als 100 000 Euro beträgt, wobei diese Obergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist.

Das von *Bergfürst* eingeführte Crowdfunding mittels Aktien ist jedoch in einer weitaus höheren Größenordnung einzustufen. Von Anfang an hat *Bergfürst* auf Finanzierungsvolumen von zwei bis vier Millionen Euro gesetzt.⁴¹¹ Damit scheidet ein

406 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247.

407 Ziebe, DStR 1991, 1594, 1594.

408 *Bergfürst Bank AG*, Das Middendorf-Haus, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/immobilien/middendorf-haus-hamburg> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

409 *FAH Grundbesitz GmbH & Co. KG/Bergfürst Bank AG*, Exposé: Das Middendorf Haus, verfügbar unter: <https://de.-bergfuerst.com/static/issuer/middendorf-haus-hamburg/dokumente/middendorf-haus-hamburg-expose.pdf> (Stand: 31.10.2014, zuletzt geprüft: 11.12.2014), S. 22, 33.

410 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247.

411 Beck, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 31.

Eingreifen des Ausnahmetatbestandes aus. Das bisher einzige über die Plattform finanzierte Projekt hat fast drei Millionen Euro eingenommen (s.o. Fn. 399). Dies ist *Bergfürst* dadurch gelungen, dass für das besagte Crowdfunding von *Urbanara* ein Prospekt erstellt wurde. Es bleibt damit festzuhalten, dass *Bergfürst* unter die Prospektspflicht des WpPG fällt, aber auch nicht versucht, diese zu umgehen. Das Konzept war von vornherein darauf angelegt sich den gesetzlichen Bestimmungen zu beugen und die Kapitalnehmer dazu zu bewegen einen Prospekt zu erstellen. Weiterhin bleibt in Bezug auf *Bergfürst* jedoch festzuhalten, dass bisher gleichwohl nur ein einziges Projekt mittels Aktien über diese Plattform finanziert wurde, ein weiteres über Genussscheine. Möglicherweise ist gerade die Unterwerfung unter die Prospektspflicht einer der Gründe, die potentielle Kapitalnehmer auf eine andere Plattform ausweichen lässt, selbst wenn der Kapitalbedarf im Millionenbereich liegt.⁴¹²

Bergfürst stellt jedoch insgesamt eine Ausnahmeerscheinung in der Crowdfunding Landschaft dar. Andere Plattformen nutzen andere Beteiligungsmodelle, keines davon fällt unter das WpPG. Das *Bergfürst* sich selbst auch als etwas andere Art des Crowdfunding sieht, zeigt sich an der seit neuestem eingeführten Bezeichnung 'Neo-Investing', die die Plattform nunmehr als Selbstbezeichnung für ihr Modell verwendet.⁴¹³

b) VerkProspG

Die Vorschriften des VerkProspG wurden zwar durch das VermAnlG abgelöst, jedoch können die Regelungen zum einen nach wie vor für Altfälle relevant werden (vgl. Übergangsvorschriften des § 32 VermAnlG). Zum anderen sind die Regelungen nicht komplett aufgehoben, sondern zumeist inhaltsgleich, teilweise sogar wortgleich in das VermAnlG übernommen worden, so dass verschiedene Punkte, die für das VerkProspG galten, weiterhin auch für das VermAnlG gelten.

Bis zum 31.05.2012 galt § 8f VerkProspG, dessen Abs. 1 die Veröffentlichung eines Verkaufsprospektes vorsah für

412 Für Beispiele s.o. Fn. 399.

413 *Bergfürst Bank AG*, BERGFÜRST entwickelt als erstes FinTech-Unternehmen mit Bank-Lizenz Finanzierungsmodelle der Zukunft, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/270/bergfuerst-entwickelt-als-erstes-fintech-unternehmen-mit-bank-lizenz-finanzierungsmodelle-der-zukunft> (Stand: 22.07.2014, zuletzt geprüft: 01.08.2014).

im Inland öffentlich angebotene nicht in Wertpapieren iSd Wertpapierprospektgesetzes verbriefte Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren,

für Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen),

oder für Anteile an sonstigen geschlossenen Fonds.

Abs. 2 enthielt wiederum einige Ausnahmetatbestände, wovon jedoch nur diejenigen des Abs. 2 Nr. 3, 1. und 2. Fall für Crowdinvestings relevant sind, die eine Prospektspflicht entfallen lassen, soweit

nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden

oder bei denen der Verkaufspreis der im Zeitraum von 12 Monaten angebotenen Anteile insgesamt 100 000 Euro nicht übersteigt.

Der Inhalt des Prospektes ist hier in § 8g VerkProspG geregelt und nicht über eine Bezugnahme auf die EU-Verordnung wie im WpPG. Die notwendigen Angaben sind jedoch ähnlich. So müssen auch hier alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben enthalten sein, die notwendig sind, um dem Publikum eine zutreffende Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlagen selbst zu ermöglichen (§ 8g Abs. 1 S. 1 VerkProspG).

Stille Beteiligungen fallen unter den Begriff der Beteiligungen am Ergebnis eines Unternehmens (§ 8f Abs. 1 S.1, 1. Fall VerkProspG) und waren damit grundsätzlich von der Prospektspflicht umfasst.⁴¹⁴ Sämtliche im Rahmen von Crowdinvestings angebotenen stillen Beteiligungen waren jedoch entweder von einem der Ausnahmetatbestände umfasst oder es wurde tatsächlich ein Verkaufsprospekt erstellt. Die meisten über stille Beteiligungen finanzierten Projekte blieben unter der 100 000 Euro-Grenze und fielen damit unter den Ausnahmetatbestand des Abs. 2 Nr. 3, 1. Fall. Hierunter fallen z.B. alle über *Seedmatch* anfangs finanzierten Projekte.⁴¹⁵ Eine einzige Plattform (*Innvestment*) hat es bereits geschafft Finanzierungen von über 100 000 Euro durch stille Beteiligungen ohne Erstellung eines Verkaufsprospekts zu ermöglichen, indem einzelne Projekte unter zwanzig Investoren blieben und damit unter den Ausnahmetatbestand des Abs. 2 Nr. 3, 2. Fall fielen.⁴¹⁶ Um die Plattform *Innvest-*

414 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247.

415 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 243, 247.

416 Beck, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 116 f.; Beck merkt hierbei richtigerweise an, dass es bei einer Mindestinvestitionssumme von durchschnittlich mehr als 5 000 Euro pro Kapitalgeber bereits grenzwertig ist hier überhaupt noch von **Crowd**investing zu sprechen. Die Idee, dass Jedermann schon mit sehr geringen Summen an einem Projekt

ment ist es relativ still geworden, nachdem sie anfänglich die Nr. 2 im deutschen Crowdfunding-Markt war, jedoch nach dessen Start schnell von *Companisto* überholt wurde.⁴¹⁷ Die Plattform *Fundsters* hat – wie bereits beschrieben – das Problem darüber gelöst, ein Verkaufsprospekt für die eigene Plattform und deren Investitionsmodell zu veröffentlichen und fällt bei den Folgeinvestitionen in die Startups selbst als einziger Investor ebenfalls unter die Ausnahme des Abs. 2 Nr. 3, 2. Fall.

Umstritten war das Unterfallen von nicht verbrieften Genussrechten unter die Prospektspflicht des § 8f Abs. 1 S. 1, 1. Fall VerkProspG. Nach einer Ansicht unterliegen diese grundsätzlich einer Prospektspflicht.⁴¹⁸ Die andere Ansicht wollte Genussrechte nur dann einer Prospektspflicht unterwerfen, soweit diese neben einer Gewinn- auch eine Verlustbeteiligung des Inhabers enthielten. Dieser Streit hat sich mit der ausdrücklichen Aufnahme von Genussrechten in § 1 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG erledigt.⁴¹⁹ Nicht unter die Vorschriften des VerkProspG fielen partiarische Darlehen, da diese keine Anteile darstellen.⁴²⁰

c) VermAnlG

Das nunmehr seit dem 01.06.2012 geltende VermAnlG sieht in § 6 vor, dass ein Anbieter, der im Inland Vermögensanlagen öffentlich anbietet, einen Verkaufsprospekt veröffentlichen muss. Zusätzlich sieht § 13 Abs. 1 VermAnlG vor, dass der Anbieter neben dem ausführlichen Verkaufsprospekt ein Vermögensanlagen-Informationsblatt erstellen muss. Dieses auf drei DIN-A4-Seiten Umfang beschränkte Dokument muss nochmals die wesentlichen Informationen über die Vermögensanlage in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise zusammenfassen (Abs. 2).

Vermögensanlagen sind definiert in § 1 Abs. 2 VermAnlG als nicht in Wertpapieren im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes verbriefte und nicht als Anteile an Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs ausgestaltete

1. Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewährleisten,

teilhaben kann wird dadurch ad absurdum geführt.

417 Beck, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 173.

418 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247; Seiler/Kniehase, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR Hdb, Vor § 104 Rn. 102.

419 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247.

420 Schwark/Zimmer/Henrichs, VerkProspG § 8f Rn. 4a.

2. Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen),
3. (weggefallen)
4. Genussrechte und
5. Namensschuldverschreibungen.

Damit wurde die vorliegend für das Crowdfunding besonders relevante Variante der Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren aus § 8f Abs. 1 VerkProspG übernommen. Hierunter fallen weiterhin stille Beteiligungen.⁴²¹ Weiterhin sind Genussrechte nun namentlich genannt in Nr. 4, so dass sich der oben dargestellte Streit erledigt hat.

Nach § 2 Nr. 3 VermAnlG sind ausgenommen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts nach wie vor Angebote, bei denen

- a) von derselben Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden,
- b) der Verkaufspreis der im Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Anteile insgesamt 100 000 Euro nicht übersteigt.

Diese Ausnahmen für Kleinemissionen wurden somit wortgleich aus dem § 8f Abs. 2 Nr. 3 VerkProspG übernommen.⁴²² Letztlich nach wie vor nicht erfasst von einer Prospektpflicht sind partiarische Darlehen,⁴²³ was letztlich auch den Grund dafür darstellt, dass diese Beteiligungsform für Crowdfundings so beliebt geworden ist.

d) Zusammenfassung

Insgesamt lässt sich für den Bereich Crowdfundings sagen, dass zwar grundsätzlich eine spezialgesetzlich geregelte Prospektpflicht besteht, soweit Aktien, stille Beteiligungen oder Genussrechte Verwendung finden. Die Plattformen haben hier drei unterschiedliche Möglichkeiten gefunden mit dieser Rechtslage umzugehen.

- Variante I ist, sich den Bestimmungen zu unterwerfen und tatsächlich einen Verkaufsprospekt für jedes einzelne Projekt von den Kapitalnehmern erstellen

⁴²¹ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247.

⁴²² Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 247 f..

⁴²³ Nietsch/Eberle, Der Betrieb 2014, 1788, 1793.

zu lassen. Dies ist der Weg den *Bergfürst* (wohl als einzige Plattform) beschritten hat.

- Variante II ist, die Projekte so zu limitieren, dass einer der dargestellten Ausnahmetatbestände eingreift, also entweder unter 100 000 Euro zu bleiben oder unter 20 Kapitalgebern. Dies ist der Weg den vor allem *Seedmatch* und *Innovestment* anfangs beschritten haben.
- Variante III ist, die Prospektpflicht durch die Vertragsgestaltung zu umgehen. Hierzu gibt es wiederum zwei Möglichkeiten. Die eine Möglichkeit ist diejenige der Plattform *Fundsters*, die über eine indirekte Beteiligung am jeweiligen Startup arbeitet und nur ein einziges Prospekt für sich selbst erstellt hat.⁴²⁴ Die Andere ist die von *Seedmatch* ins Leben gerufene und von anderen Plattformen im Anschluss übernommene Möglichkeit, Beteiligungen in Form von partiari-schen Darlehen anzubieten, die einer Prospektpflicht nicht unterliegen.⁴²⁵

2. Prospekthaftung

Allgemein lässt sich Prospekthaftung beschreiben als eine Haftung, die in dem Falle Eintritt, dass entweder gar kein Prospekt veröffentlicht wurde, obwohl hierzu eine Pflicht bestand, oder in dem Falle, dass ein Prospekt (im weitesten Sinne umfasst dies verschiedene Arten von Verkaufs- und Werbematerialien) veröffentlicht wurde, der jedoch unvollständig, fehlerhaft oder missverständlich ist. Die Einzelheiten werden im Folgenden weiter aufgeschlüsselt.

Unterschieden werden muss zwischen der spezialgesetzlichen und der allgemein zivilrechtlichen Prospekthaftung (auch allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung genannt). In diesem Zusammenhang sind die höchst umstrittenen Fragen nach deren jeweiligen Anwendungsbereich und Verhältnis zueinander von beson-

424 *Fundsters* selbst stellt sein Modell auf der eigenen Website als besonders dem Verbraucherschutz zugetan dar: "FUNDSTERS ist der Meinung, dass ein reguliertes Konzept, gerade in der heutigen Zeit, Sicherheit auf dem Finanzmarkt bietet. Wir bei FUNDSTERS glauben, dass Crowdfunding sich bewusst an diesen Standards ausrichten sollte, statt sich durch Schlupflöcher diesen Regeln zu entziehen." Fundsters AG, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/so-funktioniert/detail/> (zuletzt geprüft: 01.07.2014).

425 Bezeichnenderweise wird diese Gestaltung vom *German Crowdfunding Network* (dem Branchenverband der deutschen Crowdfunding Szene) als bloße „Behelfskonstruktion“ bezeichnet. *German Crowdfunding Network beim Deutschen Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 7.

derer Bedeutung. Dies wird vor allem dann relevant, wenn man zu dem Schluss kommt, dass eine spezialgesetzliche Prospekthaftung nicht einschlägig ist (etwa aufgrund des Eingreifens eines Ausnahmetatbestandes, wie bei den meisten Crowdinvestings) und sich nun die Frage stellt, ob auf die Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zurückgegriffen werden kann.

a) Spezialgesetzliche Prospekthaftung

Eine spezialgesetzliche Prospekthaftung kann nur dann eingreifen, wenn eine spezialgesetzlich geregelte Prospektpflicht nach den oben dargestellten Vorschriften besteht. In dem Falle enthalten das WpPG, das VerkaufsProspG sowie das VermAnlG Vorschriften zur Haftung für gänzlich fehlende sowie fehlerhafte Prospekte. Wiederum sei der Vollständigkeit halber erwähnt, dass es noch weitere spezialgesetzliche Prospekthaftungstatbestände gibt, beispielsweise aus § 306 KAGB, welche jedoch, genau wie die entsprechende Prospektpflicht, keine weitere Relevanz im Bereich Crowdfunding entfalten.

aa) WpPG

Das WpPG regelt in Abschnitt 6 – Prospekthaftung – (§§ 21 ff.) die Prospekthaftung beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren. Sie ist unterteilt in eine Haftung bei fehlendem (§ 24) sowie bei fehlerhaftem (§§ 21, 22) Prospekt. Letztere ist wiederum weiter unterteilt in die Haftung bei fehlerhaften Börsenzulassungsprospekten (§ 21) sowie sonstigen fehlerhaften Prospekten (§ 22 – Rückverweis auf § 21). Der gesamte 6. Abschnitt wurde erst mit dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts in das WpPG eingefügt und ist – ebenso wie die das VermAnlG – am 01.06.2012 in Kraft getreten.⁴²⁶ Bei den haftungsrechtlichen Vorschriften handelt es sich jedoch nicht um gänzlich neue Regelungen, sondern lediglich um eine Übernahme bereits bestehender Vorschriften aus dem BörsG und dem VerkProspG. § 21 WpPG entspricht dem früheren § 44 BörsG.⁴²⁷ § 22 WpPG entspricht größtenteils dem ehemaligen § 13 VerkProspG, mit einer klar-

⁴²⁶ BGBl. 2011, Teil 1 Nr. 63, S. 2481; *Beck-Aktuell*, Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts (Entwicklungsgeschichte), verfügbar unter: <http://gesetzgebung.beck.de/node/1012098> (zuletzt geprüft: 01.09.2014).

⁴²⁷ Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 1.

stellenden Formulierung bzgl. der Börsenzulassung der zu handelnden Wertpapiere.⁴²⁸ § 23 WpPG zum Haftungsausschluss übernimmt wortgleich den alten § 45 BörsG.⁴²⁹ § 24 WpPG entspricht dem früheren § 13a VerkProspG, mit Ausnahme von dessen Verjährungsregelung in Abs. 5.⁴³⁰ § 25 WpPG letztlich entspricht dem ehemaligen § 47 BörsG, lässt jedoch die Beschränkung der Haftung für konkurrierende Ansprüche auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit in dessen Abs. 2 entfallen.⁴³¹ Nicht übernommen wurde die besondere Verjährungsregelung des § 46 BörsG a.F. Von dieser Ausnahme abgesehen sollte das vorher bestehende Haftungsregime der spezialgesetzlichen Prospekthaftung für Wertpapiere nach Aussage des Gesetzgebers ausdrücklich nicht geändert werden.⁴³²

Anders als bezüglich der Frage nach einer Prospektspflicht ist im Rahmen der Untersuchung der Prospekthaftung die vor dem 01.06.2012 geltende und äußerst gering abweichende Rechtslage nur von untergeordneter Relevanz für Crowdinvestings. Sämtliche vorher durchgeführten Projekte fielen unter einen der Ausnahmetatbestände, so dass eine Prospektspflicht entfiel und eine spezialgesetzliche Prospekthaftung daher nicht eintreten kann. Die beiden Beispiele, bei denen ein Prospekt veröffentlicht wurde, fanden später statt (Verkaufsprospekt von *Urbanara* auf *Bergfürst* v. 06.09.2013,⁴³³ Verkaufsprospekt von *Fundsters* vom 31.10.2012⁴³⁴). Es gibt also keine Altfälle, für welche die alten Vorschriften noch gelten würden, aus dem Bereich des Crowdfunding. Die folgenden Ausführungen lassen sich jedoch mangels größerer Änderungen der genannten Vorschriften ohne Weiteres auf die alte Rechtslage übertragen.

428 Müller WpPG/Müller, § 22 Rn. 1 wonach die alte Formulierung des § 13 VerkProspG („Wertpapiere, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind“) Unklarheiten darüber zuließ, ob dies auch für Wertpapiere gilt, die früher einmal aufgrund eines anderen Prospektes zum Handel an einer Börse zugelassen waren. § 22 WpPG gilt auch für diese.

429 Müller WpPG/Müller, § 23 Rn. 1.

430 Müller WpPG/Müller, § 24 Rn. 1.

431 Müller WpPG/Müller, § 25 Rn. 1.

432 Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 2b.

433 BaFin, Hinterlegte Verkaufsprospekte für Vermögensanlagen, Verkaufsprospekte und Wertpapier-Prospekte, verfügbar unter: <https://portal.mvp.bafin.de/database/VPInfo/emittenten.do?cmd=zeigeProspekteZuProspekt&id=7667709&bereich=0&emittentenSuche=true> (zuletzt geprüft: 11.12.2014); *wallstreet:online*, BaFin billigt Wertpapierverkaufsprospekt von Urbanara, verfügbar unter: <http://www.wallstreet-online.de/nachricht/6328425-crowdinvest-ipo-bafin-billigt-wertpapierverkaufsprospekt-urbanara> (Stand: 12.09.2013, zuletzt geprüft: 11.12.2014).

434 *Fundsters AG*, Vermögensanlage Informationsblatt u. Verkaufsprospekt, verfügbar unter: https://www.fundsters.de/media/filer_public/a8/26/a8261e2f-eafb-45e1-af8b-a61b7bf90ec/verkaufsprospekt.pdf (Stand: 31.10.2012, zuletzt geprüft: 01.09.2014).

(1) Fehlender Prospekt

Die Haftung bei fehlendem Prospekt greift dann ein, wenn vor dem Anbieten der Wertpapiere überhaupt kein Prospekt veröffentlicht wurde, obwohl eine Pflicht hierzu nach § 3 Abs. 1 WpPG bestand. Sie bewirkt, dass der Erwerber von dem Emittenten und dem Anbieter als Gesamtschuldern die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis nicht überschreitet und die Übernahme der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen kann. Der Anspruch setzt weiter voraus, dass das Erwerbsgeschäft vor Veröffentlichung eines Prospekts und innerhalb von sechs Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot im Inland abgeschlossen wurde (§ 24 Abs. 1 S. 1 WpPG). Er ist ausgeschlossen, sofern der Erwerber die Pflicht, einen Prospekt zu veröffentlichen, beim Erwerb kannte; § 24 Abs. 4 WpPG.⁴³⁵ Ist der Erwerber nicht mehr Inhaber der Wertpapiere (etwa weil er sie bereits weiterveräußert hat), so sieht Abs. 2 vor, dass er statt Übernahme, Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen Erwerbs- und Veräußerungspreis sowie die mit Erwerb und Veräußerung verbundenen Kosten verlangen kann. Die Haftung bei fehlendem Prospekt ist verschuldensunabhängig.⁴³⁶

(2) Fehlerhafter Prospekt

Die Haftung für einen fehlerhaften Prospekt greift dann ein, wenn in einem Prospekt, die für die Beurteilung der Wertpapiere wesentlichen Angaben unrichtig oder unvollständig sind; § 21 Abs. 1 S. 1 WpPG (i.V.m. § 22 WpPG wenn es sich – wie bei den meisten Crowdinvestings – nicht um Börsenzulassungsprospekte handelt). Sie bewirkt genau wie die Haftung bei fehlendem Prospekt einen Anspruch auf Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Ausgabepreis nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten. Hier muss das Erwerbsgeschäft nach Veröffentlichung eines Prospektes und innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere bei an Börsen zugelassenen Wertpapieren (§ 21 Abs. 1 S. 1 WpPG) oder dem ersten öffentlichen Angebot im Inland bei nicht an Börsen gehandelten Wertpapieren (§ 22 Nr. 1 WpPG) abgeschlossen werden. Eine dem § 24 Abs. 2 WpPG entsprechende Regelung findet sich auch hier in § 21 Abs. 2 WpPG, für den Fall das der Erwerber nicht mehr Inhaber der Wertpapiere ist.

⁴³⁵ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248; Müller WpPG/Müller, § 24 Rn. 1 f.

⁴³⁶ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248; Wagner, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 16 Rn. 256; Horbach, in: Gummert/Weipert, MÜHdbGesR, § 69 Rn. 101 (für § 21 VermAnlG).

Angaben sind Tatsachenbehauptungen, Werturteile und Prognosen, wobei letztere sich auf eine ausreichende Tatsachenbasis stützen und vertretbar sein müssen.⁴³⁷ Wesentlich sind diese Angaben, wenn sie den potentiellen Erwerber in seiner Erwerbsentscheidung beeinflussen.⁴³⁸ Nicht erheblich ist es, ob eine Pflicht zur Erstellung eines Prospektes bestand oder nicht, denn ein Anbieter kann auch ohne Verpflichtung auf freiwilliger Basis einen Prospekt nach den Vorschriften des WpPG erstellen.⁴³⁹

Unrichtig bedeutet in Hinblick auf Tatsachen, dass „... diese nicht der Wahrheit entsprechen ...“. In Hinblick auf Werturteile und Prognosen, dass diese „... nicht hinreichend durch Tatsachen gedeckt oder kaufmännisch nicht vertretbar sind ...“. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich um Mindestangaben nach §§ 5, 7 WpPG (evtl. i.V.m. ProspVO) oder darüber hinausgehende Angaben handelt, sich die Unrichtigkeit aus einer einzelnen Angabe oder einer Gesamtbetrachtung des Prospekts ergibt.⁴⁴⁰ Unvollständig bedeutet das für die Anlageentscheidung wesentliche Angaben in dem Prospekt fehlen. Auch hier kommt es nicht nur auf das Einhalten der Mindestangaben, sondern auf die Wesentlichkeit der fehlenden Angaben an. Demzufolge kann auch ein Prospekt, der nicht alle von § 7 WpPG i.V.m. der Prospektverordnung geforderten Angaben enthält, vollständig sein und umgekehrt kann ein Prospekt, der alle gesetzlich geforderten Angaben enthält, unvollständig sein, soweit es über die Mindestangaben hinaus weitere wesentliche Angaben gibt, die für die Anlageentscheidung von Bedeutung sind.⁴⁴¹ Maßgeblicher Zeitpunkt ist derjenige der Veröffentlichung des Prospektes, wobei sich aus § 16 WpPG zusätzlich eine Nachtragspflicht sowohl für sich ändernde als auch für von vornherein falsche Angaben ergibt.⁴⁴² Bloße Gestaltungsmängel führen grundsätzlich nicht zur Unrichtigkeit des Prospekts.⁴⁴³

Beurteilungsmaßstab für die Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit ist der Anlegerhorizont eines durchschnittlichen Anlegers, der kein Experte sein braucht, jedoch den Prospekt eingehend gelesen haben muss. Streitig ist darüber hinaus, ob der Anleger dazu in der Lage sein muss, eine Bilanz zu lesen. Teile der Literatur lehnen dies mit der Begründung ab, dass dies eine Art von Expertenwissen darstellt und eben gerade ein Durchschnittsanleger hierzu nicht in der Lage sein wird. Der BGH und Teile der Literatur setzen dies jedoch voraus, da die Gegenansicht widersprüchlich sei. So-

437 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 5.

438 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 6.

439 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 2.

440 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 8; Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 40, 44.

441 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 9; Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 45 ff.

442 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 8, 10 f.

443 Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 67.

weit bestimmte wesentliche Angaben in den Prospekt aufgenommen werden sollen, so könnten diese gerade nicht im Nachhinein als unverständlich dem Anspruchsgegner entgegengehalten werden. Die Haftungsnormen müssten sich insoweit den Regeln für die Erstellung des Prospektes anpassen. Weiterhin wird auf § 5 Abs. 2b Nr. 2 WpPG verwiesen, wonach der Anleger durch einen der vorgesehenen Warnhinweise darauf hingewiesen werden soll, seine Anlageentscheidung auf die Prüfung des gesamten Prospektes zu stützen. Es muss dem Anleger also zumutbar sein, den gesamten Inhalt auch zur Kenntnis zu nehmen.⁴⁴⁴ Der letzteren Meinung ist zuzustimmen. Angaben, die als wesentliche Angaben die Aufnahme in den Prospekt erfordern, können nicht dazu führen, dass dieser unverständlich wird, vorausgesetzt sie sind in ausreichend verständlicher und übersichtlicher Weise dargestellt.

Anspruchsgegner der gesamtschuldnerischen Haftung sind nach § 21 Abs. 1 S. 1 WpPG diejenigen, die für den Prospekt Verantwortung übernommen haben (Nr. 1) sowie diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht (Nr. 2). Nr. 1 umschreibt die sogenannten Projekterlasser, also diejenigen Personen, die als Verantwortliche den Prospekt unterzeichnen müssen (§ 5 Abs. 4 WpPG). Darunter fallen „... der Emittent und die Emissionsbegleiter [z.B. Kreditinstitute, Finanzdienstleister], ferner alle diejenigen Personen, die im Prospekt als für dessen Inhalt verantwortlich aufgeführt werden.“⁴⁴⁵ Diese Personen treten mit der Übernahme der Verantwortlichkeit nach außen erkennbar in Erscheinung.⁴⁴⁶ Nr. 2 umschreibt die sogenannten Projektveranlasser, also den Personenkreis, der nicht zwangsläufig nach außen hin in Erscheinung tritt, jedoch tatsächlich (Mit-)Urheber des Prospektes ist. Besonderes Entscheidungskriterium ist hier z.B. das eigene wirtschaftliche Interesse oder der Einfluss auf den Prospektinhalt. Hierunter fallen z.B. die Konzernmuttergesellschaft oder ein Großaktionär, der seine Anteile veräußert, nicht jedoch diejenigen Personen, die lediglich Material zur Erstellung des Prospektes beisteuern, wie beispielsweise Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte oder Steuerberater.⁴⁴⁷

Der Anspruch setzt weiter haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität voraus. Der Anspruchsteller muss die Wertpapiere aufgrund des Prospektes erworben haben (§ 23 Abs. 2 Nr. 1 WpPG)⁴⁴⁸, also gerade durch die falschen Prospekt-

444 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 7; Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 41 f..

445 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 16; Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248.

446 Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 30.

447 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 17 f.; Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 35 f.; Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248; (gerade für letztere Berufsgruppen wird jedoch die weiter unten beschriebene bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung relevant).

448 Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 14.

angaben zu seiner Anlageentscheidung verleitet worden sein. Weiterhin muss der wesentliche Sachverhalt, über den falsch informiert worden ist, zu der Wertminderung der Wertpapiere geführt haben (§ 23 Abs. 2 Nr. 2 WpPG), wobei die Beweislast hierfür beim Anspruchsgegner liegt, er also beweisen muss, dass dies nicht der Fall ist.⁴⁴⁹

Wichtig ist noch die gesetzliche Haftungsbeschränkung in § 23 Abs. 1 WpPG auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit in Hinblick auf die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Prospektangaben. Die Beweislast hierfür liegt beim Beklagten.⁴⁵⁰ Nach § 23 Abs. 2 Nr. 5 WpPG ist ein Anspruch weiter ausgeschlossen, sofern er sich lediglich aufgrund von Angaben in der in dem Prospekt notwendig enthaltenen Zusammenfassung ergibt, es sei denn diese ist, gemeinsam mit den anderen Prospektangaben gelesen, irreführend, unrichtig oder widersprüchlich oder enthält nicht alle notwendigen Schlüsselinformationen. Dies liegt darin begründet, dass eine Zusammenfassung zwangsläufig unvollständig und damit automatisch immer fehlerhaft wäre.⁴⁵¹

Ein weitergehende Haftungsbeschränkung oder ein Haftungsausschluss im Voraus, ist sowohl bei fehlendem als auch bei fehlerhaftem Prospekt nach § 25 Abs. 1 WpPG unwirksam. Weitergehende Ansprüche können sich aus Vertrag oder Delikt ergeben, § 25 Abs. 2 WpPG (s.o. Teil 4 A.V.2.). Nach der oben dargestellten Marktlage zur Prospektpflicht kann eine Prospekthaftung nach den Vorschriften des WpPG allenfalls für Crowdinvestings der Plattform *Bergfürst* in Betracht kommen.

bb) VerkProspG

Die spezialgesetzlich geregelte Prospekthaftung des VerkProspG galt bis zum 31.05.2012 für Wertpapiere, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen waren sowie für sonstige, nicht in Wertpapieren verbriefte Vermögensanlagen. Auch hier war die Haftung unterteilt in eine Haftung für gänzlich fehlende (§ 13a) sowie für fehlerhafte Prospekte (§ 13). Diese Regelungen wurden mit der Gesetzesänderung größtenteils unverändert in das WpPG bzw. das VermAnlG aufgenommen (§§ 22, 24 WpPG bzgl. Wertpapieren; §§ 20, 21 VermAnlG bzgl. sonstiger Vermögensanlagen). Übergangsbestimmungen finden sich in §§ 37 WpPG sowie 32 VermAnlG.⁴⁵² An dieser Stelle sei daher lediglich auf die soeben dargestellten Ausführungen unter aa) sowie die folgenden Ausführungen unter cc) verwiesen.

449 Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 68.

450 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248.

451 Groß KapMR/Groß, WpPG § 23 Rn. 11.

452 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248.

cc) VermAnlG

Das Vermögensanlagegesetz regelt seit dem 01.06.2012 in seinem Abschnitt 2, Unterabschnitt 3 – Haftung – die Prospekthaftung beim öffentlichen Angebot von sonstigen, nicht in Wertpapieren verbrieften Vermögensanlagen, soweit für diese eine Prospektpflicht nach oben genannten Vorschriften besteht. Auch hier ist die Haftung unterteilt in Haftung bei fehlendem (§ 21) und bei fehlerhaftem Verkaufsprospekt (§ 20). Wie beim WpPG auch, sind diese Vorschriften jedoch nicht neu geschaffen worden, sondern basieren auf der vorher bereits bestehenden Rechtslage und entsprechen grundsätzlich den gleichlaufenden Regelungen für Wertpapiere im WpPG. § 20 Abs. 1 u. 2 VermAnlG entsprechen § 21 Abs. 1 u. 2 WpPG. Auch hier richtet sich der Anspruch auf Übernahme der Vermögensanlagen gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den Ausgabepreis nicht überschreitet, sowie der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten. Anspruchsgegner ist ebenfalls derjenige, der für den Verkaufsprospekt Verantwortung übernommen hat, und derjenige, von dem der Erlass des Verkaufsprospekts ausgeht. Ebenso kann nach Abs. 2 die Zahlung des Unterschiedsbetrags verlangt werden, soweit der Anspruchsteller nicht mehr Inhaber der Vermögensanlagen ist. Ein Unterschied findet sich in der unterschiedlichen Frist, die hier nicht 6 Monate, sondern 2 Jahre seit dem ersten öffentlichen Angebot im Inland beträgt. Grund hierfür ist, dass „... bei Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG der Verkaufsprospekt als häufig die zentrale und einzige Informationsquelle für die Anlageentscheidung eine größere und zeitlich längere Bedeutung hat und Platzierungen häufig länger dauern als bei Wertpapieren, RegE BT-Drs 17/6051 S 36.“⁴⁵³

§ 21 VermAnlG entspricht ebenfalls dem § 24 WpPG, wiederum mit der Anpassung der Frist auf zwei Jahre entgegen von 6 Monaten. Auch die Haftungsbeschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit aus § 23 Abs. 1 WpPG findet sich in § 20 Abs. 3 VermAnlG. Weiterhin regelt § 22 VermAnlG eine Haftung bei unrichtigem Vermögensanlagen-Informationsblatt. Diese ist angelehnt an die Haftung bei fehlerhafter Zusammenfassung aus §§ 21, 23 Abs. 2 Nr. 5 WpPG.⁴⁵⁴ Auch hier wird – beinahe gleichlautend – verlangt, dass die in dem Vermögensanlagen-Informationsblatt enthaltenen Angaben irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Teilen des Verkaufsprospekts vereinbar sind. Insgesamt ist somit die Prospekthaftung für Wertpapiere und für sonstige Vermögensanlagen gleichläufig, einzig mit Ausnah-

⁴⁵³ Baumbach/Hopt/Kumpfan, VermAnlG § 20 Rn. 1.

⁴⁵⁴ Baumbach/Hopt/Kumpfan, VermAnlG § 22 Rn. 1.

me der Fristenregelung. Es sei daher für die genauere Beschreibung auf die obigen Ausführungen unter aa) verwiesen.

Eine Prospekthaftung nach dem VermAnlG kommt momentan für keines der untersuchten Portale in Betracht, da diese sämtlich in einen der Ausnahmetatbestände fallen oder die Prospektpflicht durch andere Konstellationen umgangen haben. Allenfalls für den unwahrscheinlichen Fall einer Umdeutung eines partiarischen Darlehens in eine stille Beteiligung durch ein Gericht würde die soeben geschilderte Haftung relevant.

dd) Prozessrecht

Bezüglich der spezialgesetzlich geregelten Prospekthaftung sind in Hinblick auf prozessrechtliche Fragestellungen vor allem die örtliche und sachliche Zuständigkeit von Bedeutung. § 32b ZPO begründet eine ausschließliche örtliche Zuständigkeit des Gerichts am Sitz des betroffenen Emittenten, des betroffenen Anbieters von sonstigen Vermögensanlagen oder der Zielgesellschaft, wenn sich dieser Sitz im Inland befindet und die Klage zumindest auch gegen den Emittenten, den Anbieter oder die Zielgesellschaft gerichtet wird.⁴⁵⁵ Die sachliche Zuständigkeit liegt nach § 71 Abs. 2 Nr. 3 GVG ausschließlich bei den Landgerichten. Am Landgericht ist nach §§ 94, 95 Abs. 1 Nr. 6 GVG die Zuständigkeit der Kammer für Handelssachen begründet.⁴⁵⁶

b) Allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung

Bei der nicht gesetzlich geregelten allgemein bürgerlich-rechtlichen (bzw. allgemein zivilrechtlichen) Prospekthaftung handelt es sich um einen durch richterliche Rechtsfortbildung, aus den Grundprinzipien der culpa in contrahendo (c.i.c. - §§ 311 Abs. 2, 3 BGB) entwickelten Haftungstatbestand, der ursprünglich entwickelt wurde, um Haftungslücken zu schließen.⁴⁵⁷ Der spezialgesetzlichen Prospekthaftung liegt eine ebenfalls gesetzlich geregelte Prospektpflicht zu Grunde (s.o. Teil 4 B.I.2.a)). Demgegenüber greift die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung zunächst nur dann ein, wenn eine solche Prospektpflicht nicht besteht, jedoch Werbe- oder Informationsmaterialien für eine Kapitalanlage erstellt wurden, die eine dem Prospekt

⁴⁵⁵ Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 94, § 22 Rn. 10, § 24 Rn. 7.

⁴⁵⁶ Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 94, § 22 Rn. 10, § 24 Rn. 7.

⁴⁵⁷ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248; Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 1; MüKoBGB/Emmerich § 311, Rn. 147.

ähnliche Funktion erfüllen.⁴⁵⁸ Ursprünglich bestand eine spezialgesetzliche Prospekthaftung lediglich über die §§ 44 – 47 BörsG für Prospekte, die der Zulassung eines Wertpapiers zum Handel an einer inländischen Börse dienen. Daneben gab es einen weitreichenden sogenannten 'grauen Kapitalmarkt', der zunächst alle anderen, nicht wertpapiermäßig gehandelten Vermögensanlagen umfasste und keinen spezialgesetzlich geregelten Schutz für die Anleger bereithielt.⁴⁵⁹ Der Begriff 'grauer Kapitalmarkt' kommt von der Unterscheidung in den sog. schwarzen und weißen Kapitalmarkt. Weißer Kapitalmarkt bezeichnet dabei den spezifisch gesetzlich geregelten, der Erlaubnispflicht und Aufsicht unterliegenden Teil des Kapitalmarkts. Schwarzer Kapitalmarkt bezeichnet das illegale Spiegelbild hierzu, also eigentlich dem weißen Kapitalmarkt unterfallende Geschäfte, die aber ohne die notwendige Erlaubnis betrieben werden. Beim grauen Kapitalmarkt handelt es sich grundsätzlich um dazwischen liegende Geschäfte, legal, aber keiner besonderen Erlaubnispflicht oder Aufsicht unterliegend, was jedoch wiederum nicht bedeuten muss, dass dieser Markt völlig unreguliert wäre.⁴⁶⁰

Um auch für diese Kapitalanlagen einen dem BörsG entsprechenden Anlegerschutz zu gewährleisten, griff die Rechtsprechung auf die Grundsätze der culpa in contrahendo zurück.⁴⁶¹ Die spezialgesetzliche Prospekthaftung ist in der Folgezeit immer mehr ausgeweitet worden, 1991 durch das VerkProspG, dessen Ergänzung 2004, das WpPG von 2005 und zuletzt dem VermAnlG. Hierdurch wurde der graue Kapitalmarkt stetig kleiner.⁴⁶² Auch durch die weiter unten beschriebene erneute Gesetzesinitiative (Kleinanlegerschutzgesetz) wird die spezialgesetzliche Prospekthaftung wiederum ausgeweitet werden. Manche Stimmen gehen davon aus, dass es nach Umsetzung der Pläne gar keinen grauen Kapitalmarkt mehr gibt.⁴⁶³ Es stellt sich in Hinblick auf diese Entwicklung somit zunächst die Frage nach dem Anwendungsbereich der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.

Zu unterscheiden sind die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren und im weiteren Sinne (manchmal auch eigentliche und uneigentliche Prospekthaf-

458 Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 1.

459 Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 1, 5; MüKoBGB/Emmerich, § 311, Rn. 147 f..

460 Fußwinkel, BaFinJournal 2014, 9, 10; Aurich, GWR 2014, 295, 295.

461 Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 1, 5; MüKoBGB/Emmerich, § 311, Rn. 147 f..

462 MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 148.

463 Blazek, Fallen des Nachrangdarlehens, verfügbar unter: <http://www.rae-bemk.de/bemt/wp-content/uploads/2013/02/Fallen-des-Nachrangdarlehens-BEMK-DB-01062014-V-2fl.pdf> (Stand: 05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014), S. 3.

tung genannt⁴⁶⁴). Diese Unterscheidung zieht eine Grenze im Bereich des personalen Anwendungsbereichs. Die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne bezieht sich auf diejenigen Personengruppen, die Initiatoren und Hintermänner des Projektes, jedoch nicht gleichzeitig Vertragspartner sind oder sonst persönliches Vertrauen in Anspruch nehmen. Sachlich geht es demnach um eine Haftung für die Fehlerhaftigkeit oder Unvollständigkeit von Verkaufsmaterialien. Die Prospekthaftung im weiteren Sinne bezieht sich auf diejenigen Personengruppen, die persönliches Vertrauen in Anspruch nehmen, also sachlich um die Verletzung von Hinweis- oder Aufklärungspflichten durch diese Personen. Bezüglich letzterer ist die Anwendbarkeit der allgemein-bürgerlich rechtlichen Prospekthaftung nicht streitig, da diese Personengruppen zum größten Teil von der spezialgesetzlichen Prospekthaftung überhaupt nicht erfasst werden.⁴⁶⁵

Darüber hinaus jedoch äußerst umstritten ist das Verhältnis der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung (im engeren Sinne) zur oben beschriebenen spezialgesetzlichen Prospekthaftung in zweierlei Hinsicht. Erstens ist streitig ob die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung eingreift, soweit eine spezialgesetzliche Prospekthaftung besteht und einen über diese hinausgehenden Anlegerschutz gewähren würde. Zweitens ist streitig, ob die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung dann eingreift, wenn grundsätzlich eine Prospektpflicht besteht, jedoch aufgrund eines der spezialgesetzlich geregelten Ausnahmetatbestände diese wieder entfällt, also ob der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung hier eine Auffangfunktion in diesen Fällen zukommt. Vor allem letztere Frage wird im Zusammenhang mit Crowdinvestings äußerst relevant, da wie gezeigt die meisten Projekte, die in der Vergangenheit z.B. stille Beteiligungen als Anlagemodell gewählt haben, unter einen der Ausnahmetatbestände fielen und dies wohl auch in Zukunft zu erwarten ist (s.o. Teil 4 B.I.1.).

Die Anwendbarkeit auf partiarische Darlehen soll gesondert einer genaueren Analyse unterzogen werden, da diese (zumindest bisher) überhaupt nicht ausdrücklich unter eines der Spezialgesetze fallen (s.o. Teil 4 B.I.1.). Man könnte daher entweder von einer uneingeschränkten Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung oder – soweit man in dem Erlass und der Erweiterung der spezialgesetzlichen Vorschriften eine generelle Ablösung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung sieht – genau vom Gegenteil ausgehen.

464 Z.B. Palandt/*Grüneberg*, § 311 Rn. 71.

465 Baumbach/Hopt/*Roth*, Anh 177a Rn. 60; MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 153; Horbach, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 69 Rn. 52a.

aa) Anwendbarkeit neben spezialgesetzlicher Haftung

Fraglich ist zunächst, ob die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung neben bzw. subsidiär zu einer spezialgesetzlich bestehenden Prospekthaftung eingreift. Relevant wird diese Frage, da die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung in mehrfacher Hinsicht strenger ist bzw. einen weiteren Anwendungsbereich hat. Wo z.B. die Haftung nach den spezialgesetzlichen Vorschriften erst bei Vorsatz und grober Fahrlässigkeit eingreift (§§ 23 Abs. 1 WpPG, § 20 Abs. 3 VermAnlG, 13 Abs. 1 S. 1 VerkPropG iVm 45 Abs. 1 BörsG), greift die allgemeine Haftung bereits bei einfacher Fahrlässigkeit (§§ 280 Abs. 1, 276 BGB). Der personelle sowie sachliche Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ist zudem weiter als derjenige der spezialgesetzlichen, erstreckt sich beispielsweise „... auch [auf] im Prospekt genannte berufsmäßige Sachkenner ...“.⁴⁶⁶

Die Frage nach der Anwendbarkeit neben einer spezialgesetzlichen Prospekthaftung ist umstritten. Zu unterscheiden sind insoweit zwei Varianten einer Anwendbarkeit neben der spezialgesetzlichen Prospekthaftung. Zunächst kommt die Anwendbarkeit als über die spezialgesetzliche Prospekthaftung hinausgehende Haftung für den eigentlichen Prospekt in Betracht. Weiterhin ist an die Haftung für andere Werbe- und Informationsmaterialien, die neben dem Prospekt Verwendung finden und selbst gerade keinen Prospekt im Sinne der spezialgesetzlichen Prospekthaftung, jedoch im Sinne der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung darstellen zu denken. Lediglich erstere ist tatsächlich streitig.

Die wohl herrschende Meinung lehnt eine Anwendbarkeit der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ab, soweit eine spezialgesetzliche Prospekthaftung besteht. Ein über die spezialgesetzliche Haftung hinausgehender Schutz der Anleger wird nicht gewährt. Begründet wird dies zunächst mit der Intention des Gesetzgebers.⁴⁶⁷ In dem Gesetzesentwurf zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz von 1997 zur Begründung der Neufassung des § 48 BörsG wird ausgeführt, dass für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte eine weitergehende Haftung aus der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung in Zukunft ausgeschlossen sein soll.⁴⁶⁸ Hieraus wird geschlossen, dass dies eine abschließende Regelung darstellt, die für

⁴⁶⁶ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 248; die unterschiedliche Verjährung, welche sich aus dem alten § 46 BörsG ergab, ist jedoch durch das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagerechts zum 01.06.2012 entfallen, Müller WpPG/Müller, § 21 Rn. 28; Groß KapMR/Groß, WpPG § 21 Rn. 2b.

⁴⁶⁷ MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 151; Groß KapMR/Groß, WpPG § 25 Rn. 3; Hölters AktG/Dryander/Niggemann, § 182 Rn. 87.

⁴⁶⁸ BT-Drucks. 13/8933, S. 81.

alle Arten von „... wertpapierprospektgesetzlich ...“ geregelter Prospekthaftung gilt.⁴⁶⁹ Zur weiteren Begründung wird angeführt, „... dass andernfalls die vom Gesetzgeber mit Bedacht gewählten Beschränkungen der spezialgesetzlich geregelten Prospekthaftung hinsichtlich des Verschuldensmaßstabs (§ 45 BörsG), hinsichtlich der Verjährung (§ 46 BörsG) und hinsichtlich des Kreises der Verpflichteten (§ 13 VerkprospG) jederzeit durch den Rückgriff auf die deutlich weitergehende bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung „überspielt“ werden könnten.“⁴⁷⁰ Auch die Haftungsprivilegierung aus § 20 Abs. 3 VermAnlG sowie die kürzere Verjährung würden sonst unterlaufen.⁴⁷¹ Soweit jedoch über den Anwendungsbereich der spezialgesetzlichen Prospekthaftung hinaus weitere Veröffentlichungen erstellt werden, so ist für diese wiederum die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung einschlägig („... z.B. Bezugsangebote, Zeichnungsaufforderungen, Verkaufsangebote, Werbemaßnahmen, sogenannte Research-Reports, Jahresabschlüsse, Halbjahresfinanz- und Quartalsberichte oder Ad-hoc-Mitteilungen nach § 15 WpHG ...“).⁴⁷²

Eine abweichende Meinung möchte gerade aufgrund des gegenüber der spezialgesetzlichen Prospekthaftung höheren Haftungsrahmens die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung neben der spezialgesetzlichen Prospekthaftung bestehen lassen. Begründet wird dies vor allem damit, dass die Einführung bzw. Änderung von VerkProspG sowie später VermAnlG den Schutz des Anlegers verbessern sollte. Würde man die Anwendbarkeit der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung nunmehr ausschließen, so würde sich der Haftungsrahmen verkleinern und der Anleger letztlich schlechter gestellt werden als vor der Gesetzesänderung.⁴⁷³ Weiterhin sehe § 20 Abs. 6 S. 2 VermAnlG vor (eine gleichlautende Vorschrift findet sich in § 25 Abs. 2 WpPG, zuvor § 47 Abs. 2 BörsG), dass weiter gehende Ansprüche die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts aufgrund von Verträgen oder unerlaub-

469 Groß KapMR/Groß, WpPG § 25 Rn. 3.

470 MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 187; (aus der 5. Aufl.; derselbe Abschnitt ist in der 6. Aufl. nicht mehr enthalten), zumindest die Verjährung ist nicht mehr unterschiedlich geregelt, s. Fn. 466.

471 Horbach, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 69 Rn. 52a.

472 Groß KapMR/Groß, WpPG § 25 Rn. 4.

473 MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 153; vgl. auch Zimmer/Binder, WM 2005, 577, 549 der eine ergänzende Anwendung der Grundsätze der allgemein zivilrechtlichen Prospekthaftung zur Begründung der Haftung von Experten anspricht, die durch die §§ 44-47 BörsG nicht gegeben ist. Eine genauere Auseinandersetzung erfolgt jedoch an dieser Stelle nicht.

ten Handlungen erhoben werden können, unberührt bleiben.⁴⁷⁴ Dies umfasse auch Ansprüche aus der Vertragsanbahnung (§ 311 Abs. 2, 3; c.i.c.).

Sinn und Zweck jedweder Art von Prospekthaftung ist der Anlegerschutz. Dieser würde, folgte man der h.M., durch die Pflicht zur Erstellung eines Verkaufsprospektes und die sich daran anschließende Haftung letztlich geringer ausfallen, als wenn es keine spezialgesetzliche Regelung gäbe. Dies würde der eigentlichen Zielsetzung entgegenlaufen. Weiterhin führt die h.M. zu diversen Inkonsistenzen, soweit man (wie vorliegend) der im Folgenden darzustellenden h.M. in Hinblick auf die Anwendbarkeit bei Eingreifen eines Ausnahmetatbestandes folgen möchte. Wie im nächsten Punkt bb) beschrieben, möchte die h.M. in Hinblick auf die Anwendbarkeit bei Eingreifen eines der Ausnahmetatbestände nämlich die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung wieder aufleben lassen. Demzufolge wäre, soweit eine Prospektspflicht und eine sich daran anschließende spezialgesetzliche Prospekthaftung bestehen, die subsidiäre Anwendbarkeit der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ausgeschlossen. Entfällt die Pflicht zur Erstellung eines Prospektes aufgrund eines Ausnahmetatbestands, so gilt die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung wieder. Dies führt zu dem schwer verständlichen Ergebnis, dass in den Fällen, in denen ein Prospekt erstellt werden muss, ein geringerer Haftungsrahmen und damit ein geringerer Anlegerschutz besteht, als in den Fällen, in denen aufgrund einer Ausnahmevorschrift kein Prospekt erstellt zu werden braucht. Gerade bei den im Bereich Crowdfunding einschlägigen Ausnahmetatbeständen für kleinere Projekte (unter 100 000 Euro), bestünde somit ein größerer Haftungsrahmen als bei Großprojekten, die der Prospektspflicht unterliegen.

Auch die eigentlichen Prospekte für Crowdfundings, bei denen eine Prospektspflicht und eine sich daran anschließende Prospekthaftung besteht, fallen damit also grundsätzlich unter den Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung (zu partiarischen Darlehen sogleich unter cc)). Auch das *Bergfürst*-Modell unterliegt damit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung. Sonstige Materialien, die für

⁴⁷⁴ *Horbach*, in: Gummert/Weipert, MüHdbGesR, § 69 Rn. 52a, der diese Begründung nur erwähnt, jedoch der gegenteiligen Ansicht ist, geht jedoch weiter in Rn. 53 davon aus, dass in Hinblick auf das Konkurrenzverhältnis von allgemein bürgerlich-rechtlicher Prospekthaftung und KAGB keine Exklusivität besteht und die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung gerade nicht durch das KAGB ausgeschlossen sein soll. Dies wird begründet mit einem Verweis auf § 307 Abs. 3 KAGB (gemeint ist vermutlich § 306 Abs. 6 S. 2 KAGB), wonach weiter gehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts aufgrund von Verträgen oder unerlaubten Handlungen erhoben werden können, unberührt bleiben. Diese in Bezug genommene Vorschrift ist wortgleich mit § 20 Abs. 6 S. 2 VermAnlG. Warum hier mit Verweis auf den Wortlaut unterschiedliche Standards gelten sollen ist nicht einzusehen.

ein Crowdfunding neben dem Prospekt veröffentlicht wurden, fallen unstreitig unter die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung.

bb) Anwendbarkeit bei Eingreifen eines Ausnahmetatbestandes

Höchst relevant ist im Bereich des Crowdfunding die Frage, ob die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung auch dann eingreift, wenn zwar eine Geldanlage grundsätzlich unter eine spezialgesetzlich geregelte Prospektpflicht und darauf aufbauende Prospekthaftung fallen würde, jedoch lediglich aufgrund eines Ausnahmetatbestandes (§ 3 Abs. 2 Nr. 5 WpPG, § 8f Abs. 2 Nr. 3, 1. und 2. Fall VerkProspG, § 2 Nr. 3 a) u. b) VermAnlG) davon verschont bleibt. Dies ist, wie gezeigt, bei den meisten bisherigen Crowdfunding Projekten der Fall und wird voraussichtlich auch nach der geplanten Gesetzesänderung weiterhin die meisten Projekte betreffen.

Die Frage, ob die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im Bereich der Ausnahmetatbestände der spezialgesetzlichen Prospekthaftung greift ist bisher nicht höchstrichterlich geklärt worden und in der Literatur umstritten.⁴⁷⁵ Eine Ansicht möchte die Anwendbarkeit verneinen. Ohne weitere Begründung lehnt *Grüneberg* die Anwendbarkeit der durch die Rechtsprechung entwickelten Grundsätze zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung auf „... Prospekte, die von Emittenten veröffentlicht werden, die gem. § 8f Abs. 2 VerkProspG von der Prospektpflicht befreit sind ...“ ab.⁴⁷⁶ *Meschkowski/Wilhelmi* lehnen (unter Bezugnahme auf *Palandt/Grüneberg*) eine Anwendbarkeit auf stille Beteiligungen, die unter den Ausnahmetatbestand des § 2 Nr. 3b VermAnlG (welcher dem vorigen § 8f Abs. 2 Nr. 3 2. Fall WpPG entspricht) fallen ab, da das VermAnlG als speziellere, nunmehr ausdrücklich geregelte Vorschrift die vorher notwendige, richterrechtliche allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung ablösen würde. Andernfalls unterliefe man den gesetzgeberischen Willen. Was nach dieser Ansicht bleibt, ist lediglich eine deliktische Haftung.⁴⁷⁷ Damit würden Crowdfunding Projekte, soweit sie (wie in den meisten Fällen) unter einen der Ausnahmetatbestände fallen, insgesamt keiner Prospekthaftung unterliegen.

⁴⁷⁵ *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 248.

⁴⁷⁶ *Palandt/Grüneberg*, § 311 Rn. 68 (2012er Aufl.); in der aktuelleren Auflage (2015) steht an selber Stelle: „Sie [die Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung] sind auch nicht anzuwenden auf – (1) Prospekte, die von Emittenten veröffentlicht werden, die gem. VermAnlG 2 von der Prospektpflicht befreit sind ...“, *Palandt/Grüneberg*, § 311 Rn. 68.

⁴⁷⁷ *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411, 1415.

Die herrschende Ansicht in der Literatur möchte die Anwendbarkeit hingegen bejahen. Der Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung sei grundsätzlich gesperrt soweit eine spezialgesetzliche Regelung bestehe. Er sei nur noch dann eröffnet, wenn weder das WpPG, das VermAnlG oder VerkProspG eine Prospektspflicht vorsehen. Davon seien gerade auch die Fälle erfasst, in denen die Prospektspflicht aufgrund eines der in den Spezialgesetzen geregelten Ausnahmetatbestände entfällt, „... jedoch ein prospektvermitteltes öffentliches Angebot stattfindet ...“.⁴⁷⁸ Die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung erfülle hier eine Auffangfunktion für Verkaufsmaterialien, die anstelle des durch spezialgesetzliche Regelungen vorgesehenen Prospektes verwendet werden. Auch für Materialien, die trotz Erstellung eines Verkaufsprospektes noch daneben verwendet würden gelte sie. Weiterhin gelten diese für einen, ohne dass eine Prospektspflicht besteht, freiwillig erstellten Verkaufsprospekt.⁴⁷⁹ Damit unterfielen Crowdfunding Projekte zwar größtenteils keiner spezialgesetzlichen, dafür jedoch der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.

Wiederum gebietet der effektive Anlegerschutz als Zielsetzung der Prospekthaftung, dass auch Projekte wie die im Crowdfunding üblichen Kleinprojekte unter eine Prospekthaftung fallen. Die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung übernimmt gerade hier eine Auffangfunktion, die einen effektiven Anlegerschutz gewährleistet. Die von den Anbietern im Rahmen von Crowdfunding-Kampagnen auf den Webseiten der Plattformen bereitgestellten Informationen haben die Aufgabe, den potentiellen Anleger umfassend zu informieren. Nach Lektüre der zumeist äußerst umfangreichen Materialien, die in einer Gesamtschau betrachtet einem Prospekt schon recht nahe kommen, soll er seine Anlageentscheidung treffen. Es ist daher nur konsequent, diese Materialien auch einer einem Verkaufsprospekt entsprechenden Kontrolle zu unterwerfen (z. Prospektbegriff s. sogleich unter gg)). Auch Crowdfundings, die aufgrund des Eingreifens eines Ausnahmetatbestandes keiner spezialgesetzlichen Prospektspflicht und somit auch keiner spezialgesetzlichen Prospekthaftung unterliegen, fallen damit also grundsätzlich unter den Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.

478 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, Rn. 3.

479 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 134; *Jansen/Pfeifle*, ZIP 2012, 1842, 1848.

cc) Anwendbarkeit auf partiarische Darlehen

Partiarische Darlehen nehmen bisher einen besonderen Platz auf dem grauen Kapitalmarkt ein. Sie unterliegen, trotz der bis zur Ununterscheidbarkeit reichenden Nähe zu stillen Beteiligungen, grundsätzlich keiner Prospektpflicht, weshalb sie gerade für Crowdfunding Projekte bisher so beliebt sind. Ob dennoch eine Prospekthaftung nach bürgerlich-rechtlichen Grundsätzen Anwendung findet, ist nicht vollständig geklärt.

Gegen eine Anwendbarkeit spricht, dass der Gesetzgeber bisher partiarische Darlehen bewusst aus der spezialgesetzlichen Prospektpflicht ausgeklammert habe. Diese bewusste Entscheidung spreche gegen eine Regelungslücke, die durch Richterrecht gefüllt werden müsse. Mit der Anwendung der sogar strengeren bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung würde wiederum der gesetzgeberische Wille unterlaufen. Wieder bliebe lediglich eine deliktische Haftung.⁴⁸⁰ Damit wären Crowdfunding Projekte, die sich partiarischer Darlehen bedienen, insgesamt weitaus besser gestellt als alle anderen am Markt vorhandenen Anlageformen. Sie unterlägen weder einer spezialgesetzlichen Prospektpflicht und daran anknüpfenden -haftung, noch der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.

Gerade mit Blick auf die schwierige Abgrenzung zu stillen Beteiligungen (s.o. Teil 4 A.IV.3.a)cc)) ist schwer einzusehen, warum für partiarische Darlehen insgesamt andere Regeln gelten sollen und warum der Schutz des Anlegers hier so ungleich niedriger sein soll. Im Einklang mit der unter aa) und bb) dargestellten Ansicht soll der Anlegerschutz als das bezeichnende Motiv hinter der eigentlichen Entwicklung der Prospekthaftung herausgestellt werden. Dies gilt sowohl bezüglich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung als auch bezüglich der Entwicklung der Gesetzgebung zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung. Daher soll hier weitergehend dafür plädiert werden, dass bereits nach bestehender Rechtslage auch partiarische Darlehen unter die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung fallen. Der Gesetzgeber ist in der Vergangenheit stets mit dem Ziel tätig geworden, den Anlegerschutz zu verbessern und den grauen Kapitalmarkt weiter im Sinne dieses Ziels zu regulieren. Dass partiarische Darlehen bisher ausdrücklich nicht reguliert waren, ist mittlerweile als Fehler erkannt und soll mit der unten beschriebenen Gesetzesinitiative bereinigt werden. Weiterhin ist der Gesetzesbegründung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnsVG) aus dem Jahre 2004 die Argumentation der Gegenansicht nicht direkt zu entnehmen. Hieraus ergibt sich lediglich, dass partiarische Darlehen nicht unter den Begriff der

⁴⁸⁰ Meschkowski/Wilhelmi, BB 2013, 1411, 1416.

Unternehmensanteile nach § 8f Abs. 1 VerkProspG fallen.⁴⁸¹ Auf eine Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prozesshaftung wird nicht eingegangen. Die Entscheidung, partiarische Darlehen bewusst nicht der spezialgesetzlichen Prospektpflicht zu unterwerfen, soll außerdem nicht eine „... Haftung für gleichwohl veröffentlichte elektronische Werbeschriften verhindern, die für die Anlageentscheidung kausal werden.“⁴⁸²

Die Gegenansicht führt weiter zu dem inkonsistenten Ergebnis, dass der Anbieter durch die Wahl des Beteiligungsmodells eine Anwendbarkeit der Prospekthaftungsprinzipien erlauben oder ausschließen kann. Diese Wahlmöglichkeit mag generell von Seite der Initiatoren begrüßt werden. Man muss sich jedoch hier wieder vor Augen führen, dass zum einen selbst für den geübten Rechtsanwender die Abgrenzung zwischen stillen Beteiligungen und partiarischen Darlehen äußerst schwierig ist. Zum anderen ist für den Kleinanleger, insbesondere in Hinblick auf das einzugehende Risiko, kein Unterschied zwischen den beiden Anlageformen erkennbar. Auch die weiter unten zu besprechende Gesetzesinitiative zeigt nunmehr, dass es mittlerweile als Fehler angesehen wird, bisher das partiarische Darlehen nicht denselben Vorschriften zu unterwerfen, was im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses beseitigt werden soll (s.u. Teil 4 B.II.1.b)). Damit unterfallen auch partiarische Darlehen als Kapitalanlagen der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.

dd) Anwendbarkeit auf das mittelbare Modell

Für eine Anwendbarkeit der Grundsätze der allgemein-bürgerlich rechtlichen Prospekthaftung auf das von der Plattform *Fundsters* betriebene 'mittelbare' Modell ergeben sich keine Besonderheiten zu den eben dargestellten Ausführungen. Es werden hier stille Beteiligungen angeboten. Zwar ist durch die Konstruktion von *Fundsters* eine Umgehung der spezialgesetzlichen Prospektpflicht für die Startups möglich, da *Fundsters* selbst einen Prospekt für sein Anlagemodell veröffentlicht hat. Es ist jedoch kein Grund ersichtlich warum die Startups nicht für die auf den Beschreibungsseiten eines Projektes veröffentlichten Informationen bezüglich der von ihnen angebotenen Vermögensanlage nach den allgemeinen Grundsätzen haften sollten.

481 BT-Drucks. 15/3174, S. 42..

482 *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1794; so auch Palandt/*Grüneberg*, § 311 Rn. 68, der in Anlehnung an *Nietsch/Eberle* Crowdfunding-Modelle ausdrücklich als nicht vom VermAnlG erfasste Anlagen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung unterfallen lassen möchte. Die einzigen Crowdfunding-Modelle, die nicht vom VermAnlG erfasst werden, sind (wie hier aufgezeigt) partiarische Darlehen.

ee) Zwischenergebnis

Crowdinvesting Projekte unterfallen damit in jedweder denkbaren Konstellation der allgemein bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung. Diese ist subsidiär, soweit eine spezialgesetzliche Prospekthaftung besteht (bisher nur bei *Bergfürst*). Originär ist die Haftung bei Eingreifen eines der Ausnahmetatbestände (die meisten Crowdinvestings vor Umstellung auf partiarische Darlehen). Und letztlich greift die Haftung auch bei Umgehung der spezialgesetzlichen Vorschriften durch partiarische Darlehen (die meisten Crowdinvestings heute) oder eine mittelbare Konstruktion ein.

An dieser Feststellung wird sich auch nach Umsetzung des Kleinanlegerschutzgesetzes nichts ändern. Auch nach Aufnahme partiarischer Darlehen in das VermAnlG bleibt es bei Eingreifen der bürgerlich-rechtlichen Haftung, entweder subsidiär oder im Rahmen der Ausnahmetatbestände. Der oben dargestellte Streit um die Anwendbarkeit auf partiarische Darlehen wird sich dann endgültig erledigen.

ff) Prospektverantwortlichkeit

Anspruchsgegner der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung sind diejenigen Personengruppen, die für den Prospekt Vertrauen in Anspruch genommen haben und zwar entweder typisiertes bzw. abstraktes (Prospekthaftung im engeren Sinne, Gruppen 1.-3.) oder persönliches Vertrauen (Prospekthaftung im weiteren Sinne, Gruppe 4.). Es lassen sich unterschiedliche Kategorien von Personengruppen ausmachen, deren Haftung jeweils unterschiedlich weit geht. Die Prospekthaftung im engeren Sinne umfasst grundsätzlich drei Gruppen, die Prospekthaftung im weiteren Sinne stellt eine eigene vierte Gruppe dar.⁴⁸³ Diese unterschiedlichen Gruppen haben sich im Laufe der Zeit herausgebildet, da die Rechtsprechung Prospekthaftungsansprüche nicht lediglich gegen die Gesellschaft, die einen Prospekt herausgibt sowie deren persönlich haftende Gesellschafter, sondern auch gegen Personen ermöglichen wollte, die hinter dieser Gesellschaft oder hinter der Herausgabe des Prospekts stehen. Diese Personengruppen nehmen eine besondere Vertrauensstellung in Hinblick auf die Prospektangaben ein.⁴⁸⁴

1. Gruppe: Gründer, Gestalter und Initiatoren

⁴⁸³ Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 69 Rn. 137 f.; MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 154 ff.

⁴⁸⁴ MüKoBGB/Emmerich, § 311 Rn. 155.

Die erste Gruppe umfasst diejenigen Personen, die für die Erstellung und Herausgabe des Prospektes verantwortlich sind. Notwendig ist die Möglichkeit zur Einflussnahme auf die Erstellung des Anlagemodells und des Prospekts, es reicht nicht bloße Hilfe bei dessen technischer Erstellung. Darunter fallen beispielsweise die Gründungsgesellschafter, selbst wenn es sich hierbei lediglich um einen Kommanditisten handelt. Diese Personen müssen in dem Prospekt selbst nicht erwähnt werden.⁴⁸⁵

2. Gruppe: sonstige Hintermänner

Hiervon umfasst werden diejenigen Personen, die tatsächlich Einfluss auf die Gesellschaft und den Prospektinhalt ausgeübt haben, ohne dabei zugleich der Geschäftsleitung anzugehören. Auch sie müssen in dem Prospekt nicht erwähnt werden. Darunter fallen z.B. „...der Geschäftsführer und der Mehrheitsgesellschafter der Anlagegesellschaft, deren Generalbevollmächtigter sowie noch alle sonstigen Personen, die eine vergleichbare „Schlüsselfunktion“ besitzen.“⁴⁸⁶ Die Feststellung einer solchen Verantwortung kann im Einzelfall äußerst schwierig sein.⁴⁸⁷

3. Gruppe: berufliche Sachkenner

Weiterhin werden die an dem Anlagemodell Mitwirkenden, nach außen in Erscheinung tretenden Personen erfasst, die hierdurch einen besonderen Vertrauensstatbestand aufgrund ihrer besonderen beruflichen oder wirtschaftlichen Position in ihre besondere Sachkenntnis schaffen. Dies gilt beispielsweise für Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Gutachter, usw.. Die Haftung beschränkt sich jedoch auf den Umfang, in dem ihre Angaben tatsächlich einen Vertrauensstatbestand geschaffen haben. Ihre Angaben müssen mit ihrer Zustimmung verwandt worden sein. Die Abgrenzung muss auch hier wieder am Einzelfall erfolgen. So reicht z.B. die bloße Namensnennung eines Beiratsmit-

485 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 69 Rn. 137; *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 155 f.; *Horbach*, in: *Gummert/Weipert*, *MüHdbGesR*, § 69 Rn. 70; *Baumbach/Hopt/Roth*, Anh 177a Rn. 63.

486 *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 156.

487 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 69 Rn. 137; *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 156; *Horbach*, in: *Gummert/Weipert*, *MüHdbGesR*, § 69 Rn. 70; *Baumbach/Hopt/Roth*, Anh 177a Rn. 63.

glieds nicht aus, um eine Verantwortung für das ganze Prospekt zu schaffen. Hier fehlt es an dem Bezug zu ihrer besonderen persönlichen Sachkunde.⁴⁸⁸

4. Gruppe: Prospekthaftung im weiteren Sinne

Die vierte Gruppe umfasst schließlich alle Personen, die gerade besonderes persönliches Vertrauen in Anspruch nehmen. Gemeint sind diejenigen Personen, die z.B. in direkten Vertragsverhandlungen sich den Inhalt eines Prospekts zu eigen machen, um damit ihre Vertragspartner zu beeinflussen und dabei eine Hinweis- oder Aufklärungspflicht verletzt. Die Haftung folgt hier unmittelbar aus § 311 Abs. 2, 3 BGB. Hierunter fallen beispielsweise der künftige Vertragspartner selbst, dessen Vertreter, Sachwalter, Verhandlungsgehilfen und Garanten, soweit die Inanspruchnahme des persönlichen Vertrauens reicht.⁴⁸⁹

Für Crowdinvestings bedeutet dies, dass selbstverständlich nach den beschriebenen Grundsätzen die gleichen Haftungsmaßstäbe bestehen. Die Initiatoren eines Crowdfunding Projektes unterfallen der Haftung. Relevant für Crowdinvestings dürfte auch die Haftung der beruflichen Sachkenner sein, soweit in den Beschreibungen Angaben von Personen zu finden sind, die die neuen Ideen des in Frage stehenden Startups anpreisen.

Relevant ist in diesem Zusammenhang letztlich die Frage nach einer Haftung der Plattform selbst. Hier kommt es wiederum auf den Einzelfall an. Inwieweit hat die Plattform über das bloße zur Verfügung stellen der technischen Infrastruktur hinaus die Angaben der Projektersteller (erkennbar) mit beeinflusst oder sich zu eigen gemacht? Nicht ausreichend für die Begründung einer Prospektverantwortlichkeit „... ist aber jedenfalls die bloße Mitwirkung einer Person an der Herausgabe oder Gestaltung des Prospekts oder eine Einflussnahme lediglich in Teilbereichen, wohl aber ggf. die Verbindung mehrerer derartiger Tätigkeiten, sofern sich insgesamt der Eindruck einer Schlüsselposition ergibt.“⁴⁹⁰

In den meisten Fällen dürfte eine Haftung der Plattformbetreiber damit ausscheiden. Ihre Einflussnahme beschränkt sich wohl auf die technische Gestaltung der

488 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 69 Rn. 137; *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 158; *Horbach*, in: *Gummert/Weipert*, *MüHdbGesR*, § 69 Rn. 74ff.; *Baumbach/Hopt/Roth*, Anh 177a Rn. 63.

489 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 69 Rn. 138; *Palandt/Grüneberg*, § 311 Rn. 71.

490 *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 156.

Projektseiten und reicht über formale Punkte nicht hinaus. Auf allen Plattformen findet sich der ausdrückliche Hinweis, dass die Angebote seitens der Plattform nicht geprüft werden (sog. Disclaimer). Zwar werden die Angebote auf den Plattformen regelmäßig standardisierten Designs folgen, wodurch man an ein typisiertes Vertrauen denken könnte. Jedoch werden wiederum durch die Disclaimer eine Haftung ausgeschlossen und eine nach außen erkennbare Mitwirkung am Prospekt ist nicht erkennbar. *Nietsch/Eberle* möchten aufgrund der Werbemaßnahmen der Plattform eine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne für die Plattform mit einem Vergleich zu einem Anlagevermittler bzw. einer mit einem Prospekt werbenden Bank begründen und fordern hier zumindest eine Plausibilitätskontrolle der Angaben des Startups.⁴⁹¹ Dem ist im Rahmen der sehr engen Grenzen einer reinen Plausibilitätskontrolle zuzustimmen. Durch die Anpreisung einzelner Projekte auf der Webseite und im Rahmen sonstiger Werbung, macht sich die Plattform die Angaben des Startups zu einem gewissen Grade zu eigen. Bei augenscheinlich widersprüchlichen oder nicht nachvollziehbaren Angaben in dem Prospektmaterial, muss sich die Plattform dies zurechnen lassen. Eine darüber hinausgehende Haftung besteht jedoch nicht. Auch die BaFin prüft schließlich den Prospekt nur auf deren Schlüssigkeit und nicht auf die inhaltliche Richtigkeit.

gg) Prospektbegriff

Wie bereits erwähnt, ist die bürgerlich-rechtliche Prospektspflicht in einigen Punkten weiter als die spezialgesetzliche. Dies beginnt bereits damit, was unter dem Begriff Prospekt als solchem zu verstehen ist. Während ein Prospekt im Sinne der Vorschriften des WpPG, VerkProspG oder VermAnlG bestimmten formalen und inhaltlichen Anforderungen unterliegt, die in diesen Gesetzen vorgeschrieben sind (s.o. Teil 4 B.I.1.), so ist der bürgerlich-rechtliche Prospektbegriff wesentlich weiter. Es handelt sich hierbei um jede „... marktbezogene schriftliche Erklärung, die für die Beurteilung der angebotenen Anlage erhebliche Angaben enthält oder den Anschein eines solchen Inhalts erweckt. [...] Sie muss dabei tatsächlich oder zumindest dem von ihr vermittelten Eindruck nach den Anschein erheben, eine das Publikum umfassend informierende Beschreibung der Anlage zu sein ...“.⁴⁹² Diese Definition des BGH ist dem sog. 'Rupert Scholz' Urteil aus dem Jahre 2011 entnommen, mit welchem der Prospektbegriff und damit der Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtli-

⁴⁹¹ *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1795.

⁴⁹² BGHZ 191, 310, Rn 21.

chen Prospekthaftung stark erweitert wurde. Zuvor ging die h.M. davon aus, dass „... Prospekte nur solche Dokumente sein [können], die **sämtliche** für die Anlegerentscheidung wesentlichen Informationen enthalten oder diesen Anschein erwecken ...“⁴⁹³. Das in Frage stehende Informationsmaterial muss somit nun nicht mehr den Anspruch haben, vollständig zu sein, um als Prospekt zu gelten. Vielmehr wird darauf abgestellt, ob es den Anschein erweckt, den Anleger umfassend zu informieren.⁴⁹⁴

Weiterhin geht der BGH nunmehr von einer Gesamtbetrachtung aus, wodurch auch Produktinformationsschriften, die nicht in dem eigentlichen Prospekt enthalten sind, sondern nebenher zur Anlageinformation oder Werbung von Anlegern dienen, mit unter die Prospekthaftung fallen. In dem besagten Fall waren dies eine 80-seitige sog. Produktinformation, ein Sonderdruck der Zeitschrift *Cash* und ein Sonderdruck eines Artikels der Zeitschrift *Wirtschaftskurier*, wobei bezüglich der Zeitschriftenartikel darauf abgestellt wurde, dass die Beklagten sich deren Inhalt zu eigen gemacht hatten.⁴⁹⁵ Diese Ausweitung des Prospektbegriffs hat auch in der Literatur Zustimmung gefunden.⁴⁹⁶

Unter einer schriftlichen Erklärung sind nicht nur Dokumente im Sinne der §§ 126 ff. BGB gemeint, sondern auch solche in elektronischer Form, soweit sie dem Anleger dauerhaft zur Verfügung stehen.⁴⁹⁷ Diese Annahme ist gerade für Crowdfunding von erheblicher Bedeutung, da hier die Informationen lediglich über das Internet bereitgestellt werden.

Bei den Projektseiten auf den Crowdfundingplattformen, die man (vollständig erst) nach erfolgreicher Registrierung einsehen kann, handelt es sich um sämtliche für die Anlageentscheidung von den Anbietern zur Verfügung gestellten Informationen. Diese umfassen neben der allgemeinen Beschreibung des Projektes unter anderem auch den jeweiligen Businessplan, Informationen zum Anlagemodell, Vertragsbedingungen, Risikohinweise und Umsatz- bzw. Gewinnprognosen. Diese Materialien lassen sich grundsätzlich ausdrucken oder in pdf-Form herunterladen, teilweise aufgeteilt auf mehrere Dokumente. Der Anleger kann und soll nach Kenntnisnahme lediglich dieser (teilweise recht umfangreicher) zur Verfügung gestellter Informationen direkt mit wenigen Mausklicks seine Anlageentscheidung treffen. Es handelt sich demnach um Erklärungen die den Anschein erwecken, dass es sich um eine den Anleger

493 Klöhn, WM 2012, 97, 100, (**Hervorhebung** nicht im Original).

494 Klöhn, WM 2012, 97, 102.

495 Klöhn, WM 2012, 97, 97, 101; BGHZ 191, 310, Rn 3, 28 ff..

496 Klöhn, WM 2012, 97, 101 f..

497 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 249; Klöhn, WM 2012, 97, 103.

umfassend über die Anlage informierende Beschreibung handelt, die alle zur Bewertung derselbigen wesentlichen Informationen enthält. Die besagten Projektseiten fallen damit unter den Prospektbegriff.

hh) Prüfungsumfang

Der Prüfungsumfang der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung orientiert sich zunächst an deren spezialgesetzlichen Vorbildern, wonach ein potentieller Anleger in verständlicher Art und Weise umfassend und wahrheitsgemäß über alle notwendigen Punkte aufgeklärt werden muss, die für seine Anlageentscheidung wesentlich sind. Folglich erfolgt auch hier eine Prüfung auf Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts, wobei es auf den durch den Prospekt vermittelten Gesamteindruck ankommt. Zu diesen Angaben gehört auch die Aufklärung über mögliche Nachteile und Risiken der Anlage (auch z.B. das Risiko eines Totalverlusts). Abzugrenzen ist zwischen sachlichen Aussagen und Werbeaussagen (z.B. der Hinweis auf frühere Erfolge), wobei letztere keine Haftung auslösen. Abgestellt wird bezüglich alledem auf einen sorgfältigen Anleger, der aber kein Experte sein muss. Wird der Prospekt nicht an den Anleger übergeben, so reicht es aus, wenn er bei möglichen Vertragsverhandlungen als Grundlage diene. Solange der Prospekt zur Werbung neuer Anleger verwendet wird, müssen sich ändernde Verhältnisse nachträglich ergänzt oder berichtigt werden, auch wenn der Prospekt ursprünglich vollständig und richtig war.⁴⁹⁸

ii) Kausalität

Der Anspruch setzt weiter haftungsbegründende sowie haftungsausfüllende Kausalität voraus. Der Anleger muss also nachweisen, dass die falschen Prospektangaben ihn zur Anlage veranlasst haben und weiter, dass die Pflichtverletzung zu dem Schaden geführt hat.⁴⁹⁹

Veranlasst wurde der Anleger durch die falschen Prospektangaben dann, wenn er zu seiner Anlageentscheidung (zumindest auch) von den falschen Prospektangaben verleitet wurde und sich bei Kenntnis der wahren Umstände anders entschieden hätte.⁵⁰⁰ An diese Kausalitätsregel werden jedoch keine hohen Anforderungen gestellt.

498 MüKoBGB/*Emmerich*, § 311 Rn. 162; Palandt/*Grüneberg*, § 311 Rn. 70.

499 *Assmann*, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 175.

500 *Assmann*, in: Assmann/Schütze, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 176.

Vielmehr reicht bei nachweislichen Fehlern des Prospekts regelmäßig die Behauptung des Anlegers aus, er hätte sich bei Kenntnis der wahren Sachlage anders entschieden. Es gilt „... [d]ie [widerlegliche] Vermutung, es entspreche der Lebenserfahrung, dass ein Prospektfehler für die Anlageentscheidung eines Investors ursächlich geworden sei ...“,⁵⁰¹ was beinahe einer Beweislastumkehr gleichkommt. Auf der anderen Seite darf der Prospektfehler jedoch „... nicht als Vorwand für die Rückgängigmachung einer Investitionsentscheidung gemacht werden, die sich später aus anderen Gründen, die mit diesem Fehler nicht in Zusammenhang stehen, als nachteilig erwiesen hat.“⁵⁰² Die Vermutung kann z.B. schon dadurch erschüttert werden, dass nachgewiesen wird, der Anleger hätte auch bei ordnungsgemäßen Angaben in dem Prospekt, trotzdem investiert (und damit also der Pflichtwidrigkeitszusammenhang entfällt).⁵⁰³

Die Pflichtverletzung (fehlerhafte Angaben im Prospekt) muss weiter zu dem geltend gemachten Schaden geführt haben. Dies ist bereits dann der Fall, wenn der Schaden in dem Erwerb der Anlage als solcher liegt.⁵⁰⁴ Dies gilt wohl auch dann, wenn die Anlage prinzipiell werthaltig ist, da der Schaden gerade in der pflichtwidrig veranlassten Anlageentscheidung liegt.⁵⁰⁵ Fraglich ist auch wie weit der Schutzbereich der Prospekthaftung reicht. Hier ist vor allem zu klären, ob auch Schäden ersatzfähig sind, die nicht auf die Umstände im Prospekt zurückzuführen sind, über die falsch informiert wurde. Dies ist wohl abzulehnen, da Sinn und Zweck der Prospekthaftung gerade ist, eine wohlüberlegte Anlageentscheidung zu ermöglichen, nicht aber vor jeder Art von Risiko von Kapitalanlagen zu schützen.⁵⁰⁶

jj) Rechtsfolgen

Wie bereits festgestellt, ist die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung strenger als die spezialgesetzliche Prospekthaftung. Letztere sieht vor, dass der Anspruchsteller vom Anspruchsgegner die Übernahme der Anlagen zum Ausgabepreis sowie die mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen kann (§§ 21 Abs. 1 S. 1, 24 Abs. 1 S. 1 WpPG, 13 Abs. 1 VerkProspG iVm 44 BörsG a.F., 13a Abs. 1 Verk-

501 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 177.

502 *Horbach*, in: *Gummert/Weipert*, MüHdbGesR, § 69 Rn. 110 (hier ausdrücklich zum Beitritt eines Kommanditisten zu einer Publikums-KG, was jedoch prinzipiell auf andere Anlagearten übertragbar sein dürfte).

503 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 176 ff.; *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 167.

504 *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 6 Rn. 179.

505 *Horbach*, in: *Gummert/Weipert*, MüHdbGesR, § 69 Rn. 111.

506 Zur weiteren Diskussion, ohne jedoch zu einem endgültigen Ergebnis zu kommen: *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapAnlR, § 69 Rn. 180 ff..

ProsG, 20 Abs. 1 S. 1, 21 Abs. 1 S. 1 VermAnlG). Bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung kann der Anspruchsteller nach den allgemeinen Vorschriften des BGB (§§ 311 Abs. 2 und 3, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1, 276 und 249 Abs. 1 BGB) das negative Interesse ersetzt verlangen, Zug-um-Zug gegen Rückgabe der Beteiligung. Er kann also verlangen so gestellt zu werden, als ob die Prospektangaben von vornherein richtig gewesen wären. Wären die Angaben richtig und der Anleger damit zutreffend aufgeklärt gewesen, so hätte er die Investition nicht getätigt. Neben dem Ersatz des verlorenen Kapitals und sonstiger mit dem Erwerb verbundener Nebenkosten ist der Anspruch daher weiterhin gerichtet auf Ersatz des Schadens, der durch die verlorene Möglichkeit entstanden ist, in eine andere Anlage zu investieren. Eine Beschränkung auf das Erfüllungsinteresse besteht nicht. Ohne Nachweis hierüber ist die Geltendmachung eines allgemein üblichen Alternativzinssatzes für die verlorene Möglichkeit denkbar, das Geld anderweitig anzulegen. Auch verlorene Steuervorteile sind als Schaden ersatzfähig. Ein Anspruch auf Ersatz des positiven Interesses entsteht lediglich dann, wenn das Anlagemodell ein Erfolgsversprechen enthält. Dies liegt wiederum darin begründet, dass Sinn und Zweck der Prospekthaftung lediglich ist, eine wohlüberlegte Anlageentscheidung zu treffen, nicht jedoch einen Gewinn zu garantieren (durch die Prospekthaftung sollen gerade nicht die falschen Prospektangaben als richtig gelten, was zu einer Garantiehafung führen würde).⁵⁰⁷ Die Prospektverantwortlichen haften als Gesamtschuldner nach § 421 ff. BGB.⁵⁰⁸

Im Gegensatz zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung ist es hier auch möglich, die Vermögensanteile zu behalten und dennoch Schadensersatz geltend zu machen. In diesem Falle muss sich der Anleger jedoch eventuell aus der Anlage entstandene Vorteile anrechnen lassen (etwa eine durch die Anlage bewirkte Steuerersparnis oder auch eine trotz der falschen Angaben eingetretene Wertsteigerung der Anlage).⁵⁰⁹ Ein Mitverschulden des Anlegers (§ 254 BGB) ist nur in sehr eingeschränkter Form zu berücksichtigen, etwa dann, wenn er Warnungen von Seiten Dritter bewusst nicht nachgeht. Eine generelle Nachforschungspflicht trifft ihn jedoch nicht.⁵¹⁰ Gerade die Möglichkeit, einen entgangenen Gewinn geltend zu machen, den man durch Investition in einer anderen Anlage hätte erreichen können, stellt eine weitaus strengere Haftung gegenüber der spezialgesetzlichen Prospekthaftung dar.

⁵⁰⁷ *Horbach*, in: Gummert/Weipert, *MüHdbGesR*, § 69 Rn. 112 ff., *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 165; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, *Hdb KapAnlR*, § 6 Rn. 192 ff..

⁵⁰⁸ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, *Hdb KapAnlR*, § 6 Rn. 192.

⁵⁰⁹ *Horbach*, in: Gummert/Weipert, *MüHdbGesR*, § 69 Rn. 122 ff..

⁵¹⁰ *Horbach*, in: Gummert/Weipert, *MüHdbGesR*, § 69 Rn. 125 ff.; *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 165; *Baumbach/Hopt/Hopt*, § 347 Rn. 36.

c) Crowdinvestings und Prospekthaftung (Zusammenfassung)

Wie gezeigt unterliegen die meisten Crowdinvestings Projekte keiner spezialgesetzlichen Prospekthaftung. Einzige Ausnahme bildet momentan die Plattform *Bergfürst*, mit ihrem Aktienmodell. Da für die Projekte mit einer Größenordnung von mehreren Millionen Euro ein Prospekt nach dem WpPG erstellt werden muss, schließt sich hieran auch eine Prospekthaftung nach diesem Gesetz an. Bisher hat es jedoch mit *Urbanara* lediglich ein Startup gewagt, diesen Weg zu gehen. Des Weiteren wurde die Beteiligung am *Middendorf-Haus* Ende 2014 mittels eines Wertpapierprospektes angeboten. Auch *Fundsters* hat für sich selbst einen Prospekt erstellt und ermöglicht damit eine gewisse Umgehung der spezialgesetzlichen Prospektspflicht für die jeweiligen Startups.

Darüber hinaus gibt es bisher kein Crowdfunding Projekt, welches einen von der BaFin genehmigten Prospekt herausgegeben hat. Dennoch endet damit nicht der Anwendungsbereich der Prospekthaftung. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung mag lediglich eine untergeordnete Rolle für den Bereich Crowdfunding spielen. Die allgemein bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung hingegen ist für sämtliche Crowdfunding Projekte einschlägig und spielt also in diesem Bereich eine besonders wichtige Rolle. Dies gilt umso mehr nach Umsetzung der gesetzgeberischen Pläne, da mit Aufnahme partiarischer Darlehen in das VermAnlG der oben dargestellte Streit um eine Anwendbarkeit endgültig entfällt. Soweit sich Projekte im Rahmen der Ausnahmetatbestände des VermAnlG bewegen ist dann auch mit der h.M. eine Anwendbarkeit zu bejahen.

d) Lücken in der Regelung

Lücken in den dargestellten Regelungswerken ergeben sich in mehrfacher Hinsicht. Im Rahmen der spezialgesetzlichen Prospektspflicht ist zunächst festzuhalten, dass partiarische Darlehen nicht hierunter fallen. Weiterhin ist es der Plattform *Fundsters* gelungen, mit ihrem 'mittelbaren' Modell den Kapitalnehmern zu ermöglichen, Kapitalanlagen (auf der Plattform in Form von stillen Beteiligungen) ohne Erstellung eines Prospektes anbieten zu können. Entsprechend fallen diese beiden Varianten auch nicht unter eine spezialgesetzliche Prospekthaftung.

Folgt man der oben dargestellten herrschenden Ansicht, wonach im Anwendungsbereich der spezialgesetzlichen Prospekthaftung die Anwendbarkeit der bürger-

lich-rechtlichen Prospekthaftung ausscheidet, so zeigen sich weitergehende Haftungslücken. In diesen Fällen würde nämlich auch die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung ausscheiden und somit letztlich der Anlegerschutz äußerst gering ausfallen.

Die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung tritt jedoch entgegen der h.M. in beiden Fällen ein, so dass schwerwiegende Haftungslücken nicht gegeben sind (s.o. Teil 4 B.I.2.b)). Zusätzlich tritt in Einklang mit der h.M. die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung dann ein, wenn aufgrund eines Ausnahmetatbestands, die spezialgesetzliche Prospekthaftung und Prospektspflicht entfällt. Auch bei *Fundsters* können sich die Kapitalnehmer nicht hinter der Plattform verstecken, sondern sind den Grundsätzen der allgemein-bürgerlich rechtlichen Prospektspflicht unterworfen.

3. Aufsichtsrechtliche Fragen

Eine in Hinblick auf Crowdinvesting-Portale weitere wichtige Fragestellung ist diejenige nach der maßgeblichen Aufsicht. Die Plattformen als Intermediäre zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber nehmen unterschiedliche Aufgaben wahr (s.o. Teil 4 A.II.1.b) sowie Teil 4 A.III.3.) Je nach Ausgestaltung des jeweiligen Plattformmodells kommt hier eine Aufsicht der BaFin oder der Gewerbeämter in Betracht. Entsprechend bräuchten die Plattformen zur Ausübung ihrer Tätigkeit eine entsprechende Genehmigung durch die BaFin bzw. eine Gewerbeerlaubnis seitens des Gewerbeamtes. Im Zuge dessen können sich für die Plattformen auch gewisse Verhaltenspflichten ergeben (etwa aus §§ 31 ff. WpHG).⁵¹¹

a) Erlaubnispflicht nach § 32 KWG

Nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG bedarf derjenige, der im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen will, der schriftlichen Erlaubnis durch die BaFin. Für Crowdinvestings relevant ist die Variante des Betriebes von Finanzdienstleistungen. Unter den verschiedenen Fallgruppen relevant und ernsthaft diskutiert werden lediglich die Varianten der Anlagevermittlung sowie des Betriebs eines multilateralen Handelssystems.

⁵¹¹ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 249 ff.; Jansen/Pfeifle, ZIP 2012, 1842, 1850 ff.

aa) Anlagevermittlung

Unter Betreiben von Finanzdienstleistungen fällt nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten (Anlagevermittlung). Anschaffung und Veräußerung umfasst sowohl die erstmalige Ausgabe als auch den Handel auf einem Sekundärmarkt.⁵¹²

Vermittlung ist äußerst weit zu verstehen. Hierunter fällt zunächst die Weiterleitung von Willenserklärungen, also Botenschaft. Die Übermittlung der Willenserklärung kann dabei auch mithilfe von EDV Systemen erfolgen. Nicht hierunter fällt jedoch die Vertretung (dann z.B. Abschlussvermittlung i.S.d. Nr. 2 oder Finanzportfolioverwaltung i.S.d. Nr. 3).⁵¹³ Auch die Zusammenführung der Willenserklärungen nach festen Regelwerken (z.B. mittels der EDV Einrichtung der Plattform) fällt nicht hierunter. Neben der Art und Weise der Zusammenführung der Willenserklärungen fällt jedoch weiter unter den Begriff Anlagevermittlung, ähnlich dem Begriff Vermittlung in § 34c GewO, „... das zielgerichtete Fördern der Abschlussbereitschaft des Anlegers, damit dieser ein Geschäft über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten mit einem Dritten abschließt.“⁵¹⁴ Notwendig ist hierbei ein bewusstes und finales Einwirken auf den potentiellen Anleger. Indiz hierfür ist z.B. das Vorliegen einer Provisionsvereinbarung mit dem vorgesehenen Vertragspartner. Die bloße Nachweistätigkeit, also z.B. der Hinweis auf ein bestimmtes Geschäft bzw. umgekehrt auf potentielle Anleger oder die Herstellung des Kontakts zwischen den möglichen Vertragsparteien, ohne dabei auf den Anleger einzuwirken, stellt hingegen keine Vermittlung dar. Die Plattformen stellen normalerweise die Musterverträge bereit, präsentieren die Projekte auf ihrer Website und rühren durch ihnen zur Verfügung stehende Kanäle die Werbetrommel, nicht nur für sich selbst, sondern auch für bestimmte Projekte (z.B. durch Nachrichten in sozialen Netzwerken, Versenden von Newslettern mit Hinweisen auf neue Projekte, teilweise lange vor deren Start). Die Plattform stellt zudem meist die einzige Möglichkeit dar, für einen interessierten Anleger in ein bestimmtes Projekt zu investieren. Auch eine Provisionsvereinbarung mit den Kapitalnehmern besteht regelmäßig. Zwar erfolgt die Übermittlung der Willenserklärungen im Allgemeinen über feste Regelungen, so dass eine Botenschaft ausscheidet

512 Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 250.

513 Begner, BaFinJournal 2012, 11, 13.

514 BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, verfügbar unter: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html (Stand: 24.07.2013, zuletzt geprüft: 14.11.2014).

(s.o. Teil 4 A.II.1.b)bb)). Eine Vermittlungstätigkeit ist dennoch aufgrund der weiteren Tätigkeit der Plattformen regelmäßig anzunehmen.⁵¹⁵

Unter den Begriff der Finanzinstrumente fallen gem. § 1 Abs. 11 Nr. 2 KWG Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 des VermAnlG mit Ausnahme von Anteilen an einer Genossenschaft im Sinne des § 1 des GenG. Hierunter fallen, wie bereits aufgezeigt, die für Crowdinvestings besonders relevanten Anlageformen der stillen Beteiligung und Genussrechte (soweit sie nicht bereits als Genussscheine unter § 1 Abs. 11 Nr. 3 KWG fallen), nicht jedoch partiarische Darlehen (s.o. Teil 4 B.I.1.c)). Zu beachten ist hierbei, dass der Verweis auf das VermAnlG ebenfalls erst mit der bereits beschriebenen Gesetzesänderung zum 01.06.2012 in Kraft getreten ist. Vorher fielen diese Anlageformen nicht unter das KWG und damit auch nicht unter eine Aufsicht der BaFin.⁵¹⁶

Nach der Ausnahmenvorschrift des § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG gelten jedoch Unternehmen, die als Finanzdienstleistungen für andere ausschließlich die Anlageberatung und die Anlagevermittlung zwischen Kunden und Anbietern oder Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 des VermAnlG betreiben, nicht als Finanzdienstleistungsinstitute, sofern sie sich weiterhin auf diese Anlagen beschränken und nicht befugt sind, sich bei der Erbringung dieser Finanzdienstleistungen Eigentum oder Besitz an Geldern oder Anteilen von Kunden zu verschaffen. Letzteres ist bei den Plattformen grundsätzlich der Fall. Die Zahlungsabwicklung wird in aller Regel über einen dritten Zahlungsdienstleister abgewickelt.

Damit fallen Crowdfundingplattformen, die auf stille Beteiligungen oder Genussrechte gesetzt haben und sich für die Zahlungsabwicklung eines Dritten bedienen, aufgrund der Ausnahmeregelung wieder aus der Erlaubnispflicht des § 32 Abs. 1 S. 1 KWG heraus.⁵¹⁷ Dies war besonders am Anfang von Crowdfunding der Hauptteil der Plattformen (s.o. Teil 3 D.I.3.). Mit der Umstellung auf partiarische Darlehen besteht von vornherein keine Erlaubnispflicht nach dem KWG.

Eine Besonderheit in diesem Zusammenhang stellt abermals die Plattform *Bergfürst* dar. Mit dem Crowdfunding Modell mittels Aktien und Genussscheinen,

⁵¹⁵ BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, verfügbar unter: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html (Stand: 24.07.2013, zuletzt geprüft: 14.11.2014); Jansen/Pfeifle, ZIP 2012, 1842, 1850 f.; Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 250 f.; Nietsch/Eberle, Der Betrieb 2014, 1788, 1790.

⁵¹⁶ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 249.

⁵¹⁷ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 251.

die auf der hauseigenen Plattform handelbar sind, fällt *Bergfürst* unter § 1 Abs. 11 Nrn. 1 u. 3 KWG. Bei der Erstzeichnung der Aktien liegt ein Platzierungsgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1c KWG vor. Die obige Ausnahme greift hier nicht, so dass eine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG gegeben ist.⁵¹⁸ Von vornherein hat *Bergfürst* somit seitens der BaFin eine Lizenz als Finanzdienstleister beantragt und im Oktober 2012 als erstes (und nach wie vor auch einziges) Crowdfunding-Unternehmen auch erhalten.⁵¹⁹ Mitte 2014 wurde *Bergfürst* darüber hinaus eine Bank-Lizenz erteilt.⁵²⁰

bb) Betrieb eines multilateralen Handelssystems

Der Betrieb eines multilateralen Handelssystems ist nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG der Betrieb eines multilateralen Systems, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt. Nach Ansicht der BaFin liegt dies z.B. dann vor, wenn der Betreiber EDV-Systeme zur Verfügung stellt, „... bei denen verschiedene Vertragspartner nach einem festen Regelwerk zusammengeführt werden, ohne dass den Parteien dabei ein Entscheidungsspielraum verbleibt, ob sie im Einzelfall das Geschäft mit einem bestimmten Vertragspartner abschließen wollen.“⁵²¹ Wie gezeigt, ist dies gerade im Bereich des Crowdfunding bei allen Plattformen der Fall (s.o. Teil 4 A.II.1.b(cc)). Damit würden diese unter diesen Tatbestand fallen.

Klöhn/Hornuf lehnen dies jedoch mit Verweis auf die Entstehungsgeschichte der Regelung und den europarechtlichen Hintergrund ab. Ein multilaterales Handelssystem liege nur vor, soweit auch ein Sekundärmarkt betrieben wird, der ähnlich ei-

518 *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1791.

519 *Bergfürst Bank AG*, Jetzt geht's los! BERGFÜRST erhält die Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)!, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/71/jetzt-gehts-los-bergfuerst-erhaelt-die-erlaubnis-der-bundesanstalt-fuer-finanzdienstleistungsaufsicht-bafin> (Stand: 24.10.2012, zuletzt geprüft: 14.11.2014).

520 *Bergfürst Bank AG*, BERGFÜRST entwickelt als erstes FinTech-Unternehmen mit Bank-Lizenz Finanzierungsmodelle der Zukunft, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/270/bergfuerst-entwickelt-als-erstes-fintech-unternehmen-mit-bank-lizenz-finanzierungsmodelle-der-zukunft> (Stand: 22.07.2014, zuletzt geprüft: 01.08.2014).

521 *BaFin*, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, verfügbar unter: http://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html (Stand: 24.07.2013, zuletzt geprüft: 14.11.2014).

ner Börse organisiert ist. Ein Handelssystem setze dies schon begrifflich voraus. Auch § 31g WpHG zur Vor- und Nachhandelstransparenz für multilaterale Handelssysteme gehe von einem solchen Sekundärmarkt aus. Danach würden Crowdfunding Portale nicht unter den Begriff des multilateralen Handelssystems fallen.⁵²²

Dem ist zuzustimmen. Ohne den Betrieb eines Sekundärmarktes kann mitnichten von einem Handelssystem gesprochen werden. Vielmehr liegt ohne einen solchen lediglich eine Erstaussage bzw. Erstvermarktung von Vermögensanlagen vor. Bemerkenswerterweise ist auch die BaFin bisher in keinem Falle gegen eine Crowdfunding Plattform mit dem Hinweis, sie betreibe ein multilaterales Handelssystem ohne die notwendige Erlaubnis, vorgegangen. Damit betreiben Crowdfunding Plattformen kein multilaterales Handelssystem. Wiederum erwähnt werden muss die Besonderheit bei *Bergfürst*, die durch den Betrieb ihrer Handelsplattform für die bei *Bergfürst* selbst gezeichneten Aktien den Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG erfüllen.⁵²³

cc) Emissionsgeschäft/Platzierungsgeschäft

Zwar findet über die Crowdfundingportale eine Erstaussage von Vermögensanlagen statt, jedoch scheitert die Annahme eines Emissionsgeschäfts mangels Übernahme von eigenem Risiko zur Platzierung oder gleichwertiger Garantien; § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG. Auch die Annahme eines Platzierungsgeschäftes i.S.d. § 1 Abs. 1a Nr. 1c KWG scheidet mangels Vertreterstellung der Plattformen regelmäßig aus (zur Vertreterereigenschaft s.o. Teil 4 A.II.1.b)aa)).⁵²⁴

⁵²² Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 251.

⁵²³ Nietsch/Eberle, Der Betrieb 2014, 1788, 1791; Kurioserweise umfasst die von der BaFin der Plattform *Bergfürst* erteilte Lizenz nach *Bergfürst* eigenen Angaben lediglich eine „... Erlaubnis (gemäß § 32 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 des Gesetzes über das Kreditwesen - KWG) zur Erbringung von Finanzdienstleistungen gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nrn. 1, 1a, 1c, 2 und 4 KWG (Anlagevermittlung, Anlageberatung, Platzierungsgeschäft, Abschlussvermittlung und Eigenhandel), Nr. 1b ist nicht erwähnt; *Bergfürst Bank AG*, Jetzt geht's los! BERGFÜRST erhält die Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)!, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/71/jetzt-gehts-los-bergfuerst-erhaelt-die-erlaubnis-der-bundesanstalt-fuer-finanzdienstleistungsaufsicht-bafin> (Stand: 24.10.2012, zuletzt geprüft: 14.11.2014).

⁵²⁴ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237, 249.

dd) Zwischenergebnis

Crowdinvestingplattformen unterliegen allgemein keiner Erlaubnispflicht nach § 32 KWG und damit auch keiner Aufsicht durch die BaFin. Einzige Ausnahme bildet *Bergfürst*, die jedoch über die entsprechende Lizenz verfügen.

b) Verhaltenspflichten nach 31 WpHG

Für sich aus § 31 WpHG ergebende Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, gilt das unter a) gesagte entsprechend. Zwar stellt die Anlagevermittlung gem. § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 4 WpHG eine Wertpapierdienstleistung dar, so dass die Tätigkeit der Crowdinvesting Plattformen grundsätzlich den besagten Verhaltenspflichten unterliegen würden. Jedoch sieht § 2a Abs. 1 Nr. 7e WpHG eine Ausnahme für das Vermitteln von Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 VermAnlG vor.⁵²⁵

c) Erlaubnispflicht nach § 34f GewO

Der zum 01.01.2013 in Kraft getretene⁵²⁶ § 34f GewO nimmt ausdrücklich Bezug auf die oben dargestellte Ausnahmeregelung des KWG im Bereich der Anlagevermittlung. Nach dessen Abs. 1 S. 1 Nr. 3 bedarf unter anderem derjenige, der im Umfang der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG gewerbsmäßig zu Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG Anlagevermittlung im Sinne des § 1 Abs. 1a Nr. 1 des KWG erbringen will (Finanzanlagenvermittler), der Erlaubnis der zuständigen Behörde. Wer eine der in § 1 Abs. 2 VermAnlG genannten Vermögensanlagen vermittelt, fällt somit unter die sogenannte qualifizierte Gewerbeaufsicht.⁵²⁷

Für das Crowdinvesting gilt dies vor allem für stille Beteiligungen und Genussrechte, nicht jedoch für partiarische Darlehen. Anfangs nutzten die meisten Plattformen stille Beteiligungen (darunter auch *Seedmatch* und *Companisto*, s.o. Teil 3 D.I.1.u.2.), so dass sie größtenteils unter § 34f GewO gefallen wären, hätte es diese Regelung zum damaligen Zeitpunkt bereits gegeben. Nach der Umstellung auf partiarische Darlehen ist dies nicht mehr der Fall. Da die Umstellung bereits früher erfolgte

⁵²⁵ Klöhm/Hornuf, ZBB 2012, 237, 250 f..

⁵²⁶ Jansen/Pfeifle, ZIP 2012, 1842, 1852.

⁵²⁷ Klöhm/Hornuf, ZBB 2012, 237, 251; Jansen/Pfeifle, ZIP 2012, 1842, 1851.

(angefangen mit *Seedmatch* Ende 2012⁵²⁸, s.o. Teil 3 D.I.1.), unterlagen die Plattformen bisher nicht § 34f GewO.

d) Erlaubnispflicht nach § 34c GewO

Nach § 34c Abs. 1 Nr. 2 GewO bedarf derjenige, der gewerbsmäßig den Abschluss von Darlehensverträgen vermitteln oder die Gelegenheit zum Abschluss solcher Verträge nachweisen will, der Erlaubnis der zuständigen Behörde. Hierunter fallen auch partiarische Darlehen. Ist man bei der oben dargestellten äußerst schwierigen Abgrenzung zwischen partiarischen Darlehen zur stillen Gesellschaft zu dem Schluss gekommen, dass ein partiarisches Darlehen vorliegt (was bei Crowdinvesting wie gezeigt zumeist der Fall sein wird, s.o. Teil 4 A.IV.3.a)cc)), so benötigen die Plattformbetreiber eine entsprechende Gewerbeerlaubnis.⁵²⁹

e) Erlaubnispflicht nach § 8 ZAG

Nach § 8 Abs. 1 ZAG braucht derjenige, der im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Zahlungsdienste als Zahlungsinstitut erbringen will, der schriftlichen Erlaubnis der BaFin. Soweit die Plattformbetreiber selbst die Gelder von den Kapitalgeber einziehen und an die Kapitalnehmer weiterleiten würden, so würden sie damit wohl ein Finanztransfersgeschäft i.S.d. § 1 Abs. 2 Nr. 6 ZAG und damit einen Zahlungsdienst vornehmen und unter den Begriff des Zahlungsinstituts fallen, welches als Zahlungsdienstleister nach § 1 Abs. 1 Nr. 5 gilt.⁵³⁰ Da sich die Plattformbetreiber jedoch zur Zahlungsabwicklung grundsätzlich eines Dritten Dienstleisters bedienen, ist die Erlaubnispflicht nach § 8 ZAG vorliegend nicht einschlägig. Freilich muss der jeweilige Dritte in diesem Fall über die entsprechende Erlaubnis verfügen.

⁵²⁸ *Seedmatch GmbH*, Seedmatch knackt die "100.000 Euro-Nuss" und definiert Crowdfunding für Startups neu, verfügbar unter: <http://blog.seedmatch.de/2012/11/26/seedmatch-knackt-die-100-000-euro-nuss-und-definiert-crowdfunding-fur-startups-neu/> (Stand: 26.11.2012, zuletzt geprüft: 09.07.2014).

⁵²⁹ Dörner, *experten Report* 2007, 2, 2.

⁵³⁰ Begner, *BaFinJournal* 2012, 11, 14.

f) Zusammenfassung

Wieder steht allein *Bergfürst* als Ausnahme dar, da diese Plattform unter die Aufsicht durch die BaFin fällt. Ansonsten stehen Crowdfundingplattformen im Allgemeinen lediglich unter der Aufsicht der Gewerbeämter.

II. Rechtslage nach Umsetzung des Kleinanlegerschutzgesetzes

Die im vorigen Abschnitt dargestellten Regelungslücken haben bereits von Anfang an bzw. spätestens von dem Zeitpunkt an, an dem Crowdfundings immer mehr an Bedeutung gewonnen haben, zu regen Diskussionen darüber geführt, ob und wenn ja wie man diese neue Entwicklung am Besten regulieren sollte. Insbesondere nachdem die Plattformen das partiarische Darlehen als unregulierte Anlageform für sich entdeckt haben, ist die diese Debatte immer größer geworden.

Auf der einen Seite wurde angeführt, dass die 100 000 Euro-Grenze zu niedrig angesetzt sei, um den Kapitalbedarf von Startups decken zu können. Da gerade die Erstellung eines Verkaufsprospektes mit erheblichen Kosten und Mühen verbunden sei (*Beck*: mindestens 20 000 Euro⁵³¹; *Companisto*: ca. 50 000 Euro⁵³²), sei es für Startup Unternehmen mit einem Kapitalbedarf, der nur gering jenseits der Grenze liege, nicht sinnvoll, diesen Weg zu gehen.⁵³³ Diese Hürde stelle eine große Einschränkung dar und sollte entsprechend erhöht werden.⁵³⁴ Hier wird also eine Liberalisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen gefordert. Andererseits ist vor allem das partiarische Darlehen Gegenstand von Diskussionen um eine Erweiterung der kapitalmarktrechtlichen Regelungen. Diskutiert wird hier vielfach die Möglichkeit, auch partiarische Darlehen den kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zu unterwerfen und damit den anderen Instituten wie stillen Beteiligungen gleichzustellen. Dies gilt selbstverständlich im Zuge einer Anhebung der 100 000 Euro-Grenze.⁵³⁵ Mit einer

531 *Beck*, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 43.

532 *Companisto GmbH*, Kleinanlegerschutzgesetz verabschiedet - Crowdfunding-Branche bedroht, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet--crowdfunding-branche-bedroht-article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081 (Stand: 13.11.2014, zuletzt geprüft: 20.11.2014).

533 Dies erklärt auch die oben von *Bergfürst* angesprochene Kapitalbedarfsrechnung von 2-4 Millionen Euro (s.o. Teil 4 B.I.1.a)).

534 So bereits *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 260, mit einem Verweis auf die Regelung in den USA; *Beck*, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 42 ff.

535 *Wenzlaff*, Crowdfunding im Koalitionsvertrag: was heißt das für die Crowdfunding-Branche in Deutschland?, verfügbar unter: http://www.huffingtonpost.de/karsten-wenzlaff/crowdfunding-im-koalitions_b_4343012.html?

Unterwerfung von partiarischen Darlehen unter das VermAnlG würde auch gleichzeitig eine grundsätzliche Erlaubnispflicht nach dem KWG entstehen (wobei hier wieder an dessen Ausnahmegesetzen zu denken ist).⁵³⁶

Es war damit nur eine Frage der Zeit, bis der Gesetzgeber aktiv werden würde. Bereits der im November 2013 vorgestellte Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD für die 18. Legislaturperiode enthält eine kurze Bezugnahme auf die Regulierung von Crowdfundings. Auf S. 22 heißt es, dass auch diese neuartigen Finanzierungsformen einen verlässlichen Rechtsrahmen bräuchten.⁵³⁷ Genauer wurde jedoch im Koalitionsvertrag noch außen vor gelassen. Lange Zeit schien die Politik nicht aktiv zu werden. Am 22. Mai 2014 veröffentlichte die Bundesregierung sodann den unter Federführung des Bundesministeriums der Finanzen sowie des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz entstandenen Aktionsplan zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt.⁵³⁸ Dieser enthielt unter Punkt A ein Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern, welcher in einem eigenen, am selben Tage veröffentlichten Dokument weiter erläutert wurde.⁵³⁹

Hierin wurden nun zum ersten Mal konkretere Angaben zu den Plänen der Regierung gemacht. So wurde die Regelungslücke im VermAnlG bezüglich partiarischer Darlehen als solche bezeichnet und angekündigt diese zu schließen, wobei jedoch die Anliegen von Crowdfundings speziell berücksichtigt werden sollen. Der Informationsgehalt des Verkaufsprospekts soll überarbeitet und insbesondere dessen (nunmehr mittels Maximalgültigkeit und ad-hoc Mitteilungen fortlaufende) Aktualität stark er-

view=print (Stand: 26.11.2013, zuletzt geprüft: 11.02.2014); Klöhn, in: *Für-Gründer.de*, Crowdfunding Symposium: Investorenkämpfe um Gewinne?, verfügbar unter: <http://www.fuer-gruender.de/blog/2014/06/crowdfunding-symposium-hornuf/> (Stand: 10.06.2014, zuletzt geprüft: 11.07.2014), der Kommentar wurde jedoch nach Veröffentlichung des weiter unten dargestellten Aktionsplanes abgegeben.

536 *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1793 f.

537 *Bundesregierung.de*, Deutschlands Zukunft gestalten, verfügbar unter: http://www.bundesregierung.de/Content/DE/_Anlagen/2013/2013-12-17-koalitionsvertrag.pdf;jsessionid=7A98727A43EA26CAF7587273B0460346.s4t1?__blob=publicationFile&v=2 (zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 22; eine weitere Bezugnahme auf Crowdfundings enthält S. 140 im Rahmen von Gründungen durch Arbeitnehmer und für diese zu gewährende Instrumente zur Gründerunterstützung bei der Nutzung von Crowdfunding.

538 *Bundesministerium der Finanzen/Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*, Aktionsplan der Bundesregierung zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Aktionsplan-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=3 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014).

539 *Bundesministerium der Finanzen/Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*, Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014).

weitert werden. Werbung soll eingeschränkt, eine Mindestlaufzeit für Vermögensanlagen eingeführt und die Kompetenzen der BaFin erweitert werden. Erstmals erwähnt wurde hier auch die Notwendigkeit eines Vermögensanlagen-Informationsblatts, welches Anleger unterschreiben sollen. Allgemein sind der Aktionsplan und das Maßnahmenpaket jedoch noch als etwas vage zu bezeichnen, so dass weiterhin Raum für Spekulationen blieb, insbesondere in Hinblick auf die angekündigten Ausnahmeregelungen für Crowdinvestings oder eine eventuelle Anpassung der 100 000 Euro-Grenze, welche überhaupt nicht angesprochen wurde.

Ein Referentenentwurf der Bundesregierung für ein Kleinanlegerschutzgesetz wurde sodann am 28.07.2014 veröffentlicht und erhellte zum ersten Mal konkrete Pläne der Regierung zur Regulierung des Crowdinvesting.⁵⁴⁰ Der darauf aufbauende Gesetzentwurf der Bundesregierung vom 10.11.2014⁵⁴¹ wurde am 12.11.2014 vom Bundeskabinett beschlossen⁵⁴² und am 29.12.2014 dem Bundesrat übermittelt. Empfehlungen der Ausschüsse des Bundesrates folgten am 27.01.2015, die Stellungnahme des Bundesrates am 06.02.2015. Nach Übermittlung an den Bundestag gemeinsam mit der Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung des Bundesregierung wurde am 27.02.2015 nach erster Lesung der Entwurf in die Ausschüsse verwiesen. Es folgten eine öffentliche Anhörung im März sowie die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Bundestages, welche letztlich am 23.04.2015 in zweiter Lesung angenommen wurde. Das Kleinanlegerschutzgesetz wurde letztlich am 09.07.2015 im Bundesgesetzblatt verkündet (BGBl. 2015, Teil I Nr. 28, S. 1114).⁵⁴³ Von der ursprünglichen Fassung des Gesetzesentwurfs bis zur endgültig angenommenen Fassung haben sich (vor allem auf Drängen des Bundesrates und Finanzausschusses) einige wichtige Änderungen ergeben. Dies wird im Folgenden weiter erläutert.

540 *Deutsche Bundesregierung*, Referentenentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-07-28-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (Stand: 28.07.2014, zuletzt geprüft: 04.08.2014).

541 *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014).

542 *Bundesministerium der Finanzen*, Mehr Schutz für Anleger, verfügbar unter: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2014/11/2014-11-12-PM-kleinanlegerschutzgesetz.html> (Stand: 12.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014).

543 *Gesetzgebung.beck.de*, Entwicklungsgeschichte | Gesetzgebung zum Kleinanlegerschutzgesetz, verfügbar unter: <http://gesetzgebung.beck.de/node/1034202> (Stand: 09.07.2015, zuletzt geprüft: 22.07.2015).

1. Die relevanten Änderungen im Einzelnen

Im Folgenden sollen die für Crowdinvestings sich ergebenden Änderungen der oben dargestellten Rechtslage dargestellt werden. Soweit nicht anders gekennzeichnet beziehen sich die Ausführungen auf die am 23.04.2015 verabschiedete Gesetzesfassung. Zur Verdeutlichung der Entstehungsgeschichte der neuen Regelungen und der früheren und noch andauernden Kritik soll jedoch auch die Entwicklung von der Entwurfsfassung bis zur endgültig angenommenen Fassung an gegebener Stelle dargestellt werden.

a) Grundsätzliche Änderungen im VermAnlG

Folgende Änderungen werden für alle Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG gelten. Weitere Besonderheiten speziell für partiarische Darlehen werden unter b) dargestellt.

aa) Mindestlaufzeit

Es wird ein neuer § 5a VermAnlG eingefügt, der in S. 1 eine Mindestlaufzeit von 24 Monaten ab dem Zeitpunkt des erstmaligen Erwerbs und eine ordentliche Kündigungsfrist von mindestens 6 Monaten (in der Entwurfsfassung 12 Monaten) für Vermögensanlagen einführt. S. 2 sieht für Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 Nr. 1 u. 2 VermAnlG vor, dass eine Kündigung nur zum Schluss eines Geschäftsjahres zulässig ist, soweit im Gesellschaftsvertrag oder den Anlagebedingungen nichts Abweichendes vorgesehen ist. Unter die Nr. 1 fallen – wie gezeigt – unter anderem stille Beteiligungen (s.o. Teil 4 B.I.1.c)).

bb) Werbung

§ 12 VermAnlG wird neu gefasst und enthält eine Reihe von Einschränkungen bzw. Voraussetzungen für die Bewerbung von Vermögensanlagen.

(1) Entwurfsfassung

Ursprünglich enthielt der Gesetzesentwurf hier starke Einschränkungen. Die im neuen Abs. 1 aufgeführte Positivliste zeigte auf, unter welchen Bedingungen Werbung überhaupt erlaubt sein sollte. Dies wäre in Zukunft nur noch möglich gewesen über die Presse (Nr. 1), sonstige Medien, die sich schwerpunktmäßig zumindest gelegentlich mit wirtschaftlichen Sacherhalten befassen und im Zusammenhang mit diesen (Nr. 2), nach ausdrücklicher Zustimmung durch den Empfänger (Nr. 3) sowie wenn die Werbung sich an bestimmte Personengruppen richtet (Nr. 4, 5).

Außen vor blieben z.B. die für Crowdinvestings besonders relevanten sozialen Netzwerke. Fraglich war bereits, ob Newsletter und Ankündigungen auf der eigenen Homepage weiterhin möglich gewesen wären. Bei Letzterem ließe sich noch unterscheiden zwischen öffentlich zugänglichen Ankündigungen und solchen, die nur noch in einem geschlossenen Investorenbereich einsehbar sind. Newsletter ließen sich wohl unter die Nr. 3 subsumieren, soweit sie von interessierten, potentiellen Investoren ausdrücklich abonniert werden müssen. Weiterhin sollte jede Werbung einen bestimmten, vorformulierten Warnhinweis auf das Verlustrisiko enthalten (Abs. 3).⁵⁴⁴

(2) Endgültige Fassung

Diese Voraussetzungen wurden in der endgültigen Beschlussfassung grundlegend geändert. Zunächst wurde die geplante medienbezogene Werbebeschränkung komplett aufgegeben. Stattdessen sieht Abs. 1 nunmehr vor, dass Werbung, in der auf wesentliche Merkmale der Vermögensanlage hingewiesen wird, einen Hinweis auf den Verkaufsprospekt und dessen Veröffentlichung enthält (vorher Abs. 2). Der Warnhinweis wird deutlich kürzer⁵⁴⁵ und es besteht eine Möglichkeit zur Verlinkung des Warnhinweises bei elektronischer Kurzwerbung bis zu 210 Schriftzeichen, soweit diese einen deutlich hervorgehobener Link enthält, der mit dem Begriff 'Warnhinweis' gekennzeichnet ist (Abs. 2).

⁵⁴⁴ Der Hinweis nach Abs. 3: „Der Erwerb einer Vermögensanlage ist mit nicht unerheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes“; *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 12.

⁵⁴⁵ Der Wortlaut ist nunmehr: „Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.“; BT-Drucks. 18/4708, S. 21.

Zusätzlich enthält der neue Abs. 3 eine Hinweispflicht bei Werbung mit einer Renditeerwartung, die keine feste Verzinsung ist. Hier muss ein deutlicher Hinweis darauf enthalten sein, dass der Ertrag nicht gewährleistet ist, sondern auch niedriger ausfallen kann.⁵⁴⁶

Die in § 16 VermAnlG enthaltene Kompetenz der BaFin zur Untersagung von Werbung wird dahingehend erweitert, dass nun Missstände bei der Werbung ausreichen, um diese zu untersagen. Vorher war dies nur möglich, wenn die Werbung geeignet war, über den Prüfungsumfang seitens der BaFin hinsichtlich des Prospekts irreführen zu können. Die BaFin wird also in Zukunft auch die Werbemaßnahmen insgesamt überwachen und gegen Verstöße einschreiten können. Nach § 18 Abs. 2 VermAnlG n.F. i.V.m. dem ebenfalls neu einzuführenden § 4b WpHG erhält die BaFin zudem die Kompetenz die Vermarktung, den Vertrieb oder Verkauf von Vermögensanlagen einzuschränken oder gänzlich zu verbieten.

cc) Vermögensanlagen-Informationsblatt

Das Vermögensanlagen-Informationsblatt wird durch die Neuregelung in Zukunft für alle Vermögensanlagen bedeutsamer. Insbesondere auch für die hier untersuchten, über eine spezielle Internetplattform veranstalteten Crowdinvestings ergeben sich wichtige Änderungen.

(1) Entwurfsfassung

§ 15 VermAnlG sollte ursprünglich einen zusätzlichen Abs. 3 erhalten, nach dessen S. 1 Erhalt und Kenntnisnahme des Vermögensanlagen-Informationsblatts vom Anleger vor Vertragsschluss unter Nennung von Ort und Datum durch seine Unterschrift mit Vor- und Familiennamen auf dem Vermögensanlagen-Informationsblatt zu bestätigen waren. Übermittlung einer Telekopie sowie eines elektronischen Dokuments wären zulässig gewesen (S. 2 Hs. 2). Damit wäre es für den Anleger in Zukunft notwendig geworden, das Vermögensanlagen-Informationsblatt auszudrucken, zu unterschreiben und entweder postalisch, per Fax⁵⁴⁷ oder eingescannt per E-Mail⁵⁴⁸ an

⁵⁴⁶ Der genaue Wortlaut des Hinweises ist: „Der in Aussicht gestellte Ertrag ist nicht gewährleistet und kann auch niedriger ausfallen.“; BT-Drucks. 18/4708, S. 21.

⁵⁴⁷ Nach § 130 Nr. 6 ZPO ist Telekopie definiert als die Übermittlung durch einen Telefaxdienst.

⁵⁴⁸ *Companisto GmbH*, Kleinanlegerschutzgesetz verabschiedet - Crowdfunding-Branche bedroht, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet---crowdfunding-branche-bedroht->

den Anbieter zu senden. Ein bloßes Klicken auf einen Button einer Website sollte nicht (mehr) ausreichen.

Fraglich war noch, ob die Rücksendung nun an den Anbieter selbst oder die Crowdfunding Plattform erfolgen sollte. Die Vorschrift sprach lediglich davon, dass sowohl Anbieter als auch Anleger je eine Ausfertigung des unterschriebenen Vermögensanlagen-Informationsblatts erhalten (S. 2 Hs. 1). Beides wäre wohl möglich gewesen. In der Praxis wäre es jedoch sicherlich darauf hinausgelaufen, dass die Plattformen diese Aufgabe übernehmen, da es sich hierbei letztlich um einen Teil des Durchführungsaufwandes der Kampagne handelt. Das Vermögensanlagen-Informationsblatt sollte denselben Warnhinweis wie Werbung auf ein potentielles Verlustrisiko enthalten, auf der ersten Seite und drucktechnisch hervorgehoben (§ 13 Abs. 6 n.F. VermAnlG).⁵⁴⁹

(2) Endgültige Fassung

In der letztlich verabschiedeten Fassung wurde diese Regelung stark gelockert. § 15 Abs. 3 VermAnlG n.F. sieht zunächst nicht mehr die Bestätigung der Kenntnisnahme des gesamten Vermögensanlagen-Informationsblatts durch Unterschrift vor, sondern lediglich die Kenntnisnahme des Warnhinweises nach § 13 Abs. 6 VermAnlG. Der Warnhinweis in § 13 Abs. 6 VermAnlG n.F. wurde gekürzt und an denjenigen aus § 12 Abs. 3 VermAnlG angeglichen.⁵⁵⁰ Er muss nach wie vor auf der ersten Seite des Vermögensanlage-Informationsblatts drucktechnisch hervorgehoben platziert werden.

Für Crowdfunding höchst relevant ist jedoch die Einfügung eines neuen Abs. 4 in § 15 VermAnlG. Damit wird die Notwendigkeit das Vermögensanlage-Informationsblatt auszudrucken, zu unterschreiben und dann zurückzusenden wieder aufgehoben, soweit für Vertragsverhandlungen und Vertragsschluss ausschließlich Fernkommunikationsmittel Verwendung finden. Hier reicht in Zukunft eine der Unterschriftsleistung gleichwertige Art und Weise der Bestätigung aus. Gemäß S. 2 ist eine Bestä-

article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-

Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081 (Stand: 13.11.2014, zuletzt geprüft: 20.11.2014); *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 57.

549 Zum Wortlaut vgl. Fn. 544.

550 Zum Wortlaut vgl. Fn. 545.

tigung dann gleichwertig, wenn sie vom Anleger durch eigenständige Texteingabe vorgenommen wird, die zweifelsfrei seine Identität erkennen lässt. Nach Abs. 5 n.F. können noch durch Rechtsverordnung weitere Bestimmungen zur dieser Gleichwertigkeit im Sinne des Abs. 4 n.F. erlassen werden.

dd) Gültigkeit des Verkaufsprospekts

Ein neuer § 8a VermAnlG sieht vor, dass ein Verkaufsprospekt nach seiner Billigung lediglich 12 Monate lang für öffentliche Angebote gültig bleibt, sofern er um die nach § 11 VermAnlG erforderlichen Nachträge ergänzt wird.

b) Partiarische Nachrangdarlehen im VermAnlG

§ 1 Abs. 2 VermAnlG wird dahingehend geändert, dass nunmehr auch ausdrücklich partiarische Darlehen (Nr. 3) sowie Nachrangdarlehen (Nr. 4) als Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG gelten. Eine weitere neu eingeführte Regelung nennt zudem sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln (Nr. 7). Letztere Regelung dient als Auffangtatbestand für partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen ähnlichen Anlageinstrumenten.⁵⁵¹ Damit wird die von den Crowdinvesting Plattformen häufig ausgenutzte Gesetzeslücke geschlossen und auch partiarische Darlehen fallen von nun an grundsätzlich unter die Prospektpflicht und die sich daran anknüpfende spezialgesetzliche Prospekthaftung der §§ 20 ff. VermAnlG.

Gleichzeitig wird jedoch ein § 2a VermAnlG 'Befreiungen für Schwarmfinanzierungen' eingefügt. Dieser enthält bestimmte Ausnahmeregelungen, die gerade **nur** für die neu aufgenommenen Anlageformen (Nr. 3, 4 u. 7) gelten, nicht hingegen z.B. für unter Nr. 1 fallende stille Beteiligungen. Diese Ausnahmen beziehen sich unter anderem auf die neu eingeführte Mindestlaufzeit (§ 5a VermAnlG), die Pflicht zur Erstellung eines Verkaufsprospektes und damit zusammenhängende Vorschriften (§ 6 ff. VermAnlG) sowie die Erstellung von Lageberichten (§ 24 VermAnlG).⁵⁵² Der

⁵⁵¹ *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 45.

⁵⁵² Ursprünglich war auch eine Sonderregelung für die Erstellung und Übermittlung eines Vermögensanlage-Informationssblatts (§ 15) in Abs. 2 vorgesehen (s.u. cc)).

neue § 2a VermAnlG soll bereits Ende 2016 evaluiert werden.⁵⁵³ Die Gewährung der Ausnahmen ist jedoch wiederum an strenge Voraussetzungen geknüpft, die im Folgenden näher erläutert werden.

aa) Maximalhöhe 2,5 Millionen Euro

Nach dem neuen § 2a Abs. 1 VermAnlG sind die Ausnahmetatbestände nur dann einschlägig, wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Millionen Euro (im früheren Entwurf noch lediglich eine Million Euro) nicht übersteigt. Damit tritt genau das ein, was von den Experten im Vorhinein diskutiert wurde: partiarische Darlehen werden grundsätzlich der Prospektpflicht unterworfen, jedoch gleichzeitig die 100 000 Euro-Grenze nach oben hin erhöht (s.o. Teil 4 B.II.). Anders als erwartet wird dies jedoch nicht für alle Anlageformen gelten.

bb) Investmenthöchstgrenzen pro Einzelinvestor

Zusätzlich zu der Maximalhöhe für sämtliche angebotenen Vermögensanlagen sieht § 2a Abs. 3 VermAnlG n.F. vor, dass ein einzelner Investor nur bis zu einer Höchstgrenze von 10 000 Euro in eine Vermögensanlage investieren kann. Bereits wer mehr als 1 000 Euro investieren möchte, muss zusätzlich in einer Selbstauskunft darlegen, dass er über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100 000 Euro verfügt (Nr. 2) oder es sich bei der Anlagesumme um maximal den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens handelt (Nr. 3). In beiden Fällen stellt jedoch 10 000 Euro die Höchstgrenze für einen Anleger dar. Eine Unterscheidung zwischen Privatanlegern und gewerblichen Anlegern, natürlichen und juristischen Personen oder gar speziellen Investmentgesellschaften war ursprünglich nicht vorgesehen.

Im letztlich Ende April 2015 angenommenen Gesetzesentwurf wurde jedoch noch eingefügt, dass diese Regelungen nur für einen Anleger gilt, der keine Kapitalgesellschaft ist. Kapitalgesellschaften können somit mehr investieren und sind den

⁵⁵³ *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 41.

neuen Limitierungen nicht unterworfen. Vermögende Privatpersonen beispielsweise bleiben jedoch den beschriebenen Grenzen unterworfen.

cc) Vermögensanlagen-Informationsblatt

§ 2a Abs. 2 S. 2 VermAnlG n.F. sah ursprünglich eine Ausnahme von der Pflicht des § 15 Abs. 3 VermAnlG vor. Der Anleger brauchte danach das Vermögensanlagen-Informationsblatt nicht zur Verfügung gestellt bekommen und auch nicht unterschrieben zurücksenden, soweit sich seine Investition auf maximal 250 Euro belief. Umgekehrt bedeutete dies, ab einer Investition von 250,01 Euro (bei Seedmatch beispielsweise entspricht 250 Euro der Mindestinvestitionssumme, s.o. Teil 3 D.I.1.) hätte der Anleger das Vermögensanlagen-Informationsblatt ausdrucken, unterschreiben und dann per Post, Fax oder als Scan per E-Mail zurückschicken müssen (s.o. Teil 4 B.II.1.a)cc)).

Diese Neuregelung wurde jedoch letztlich wieder aufgegeben. Vielmehr wurde die Regelung einerseits dahingehend verschärft, dass das Vermögensanlagen-Informationsblatt immer zur Verfügung gestellt werden muss. Andererseits wurde die Regelung dadurch etwas sanfter gestaltet, dass nur die Kenntnisnahme des enthaltenen Warnhinweises bestätigt werden muss. Gleichzeitig wurde auch die Möglichkeit dies zu tun weitaus einfacher gestaltet. Nunmehr muss dies nicht mehr schriftlich erfolgen, sondern ist auch online möglich (s.o. Teil 4 B.II.1.a)cc)).

dd) Widerrufsrecht

Im ursprünglichen Entwurf nicht enthalten, jedoch letztlich durch Empfehlung des Finanzausschusses neu in § 2d VermAnlG eingefügt, ist ein unabdingbares, 14-tägiges Widerrufsrecht für die Anleger.

ee) Zusammenfassung

Insgesamt heißt dies somit, dass Vermögensanlagen i.S.d. neuen § 1 Abs. 2 Nr. 3, 4 u. 7 VermAnlG, also partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige verzinsliche Anlagen i.S.d. Nr. 7 dann weder der Prospektspflicht noch der neu eingeführten Mindestlaufzeit für Vermögensanlagen unterliegen, wenn das Gesamtvolumen der Anlage maximal 2,5 Millionen Euro beträgt und pro Investor (der keine Kapitalge-

sellschaft ist) maximal 10 000 Euro investiert werden. Ein Vermögensanlage-Informationsblatt muss in jedem Falle erstellt werden und der hierin enthaltene Warnhinweis muss bestätigt werden, was jedoch auch online erfolgen kann. Werbung muss immer mit einem Warnhinweis verknüpft werden, wobei bei Kurzwerbung hierzu eine deutlich hervorgehobene Verlinkung ausreicht. Letztlich wird ein unabdingbares, 14-tägiges Widerrufsrecht eingeführt.

c) Aufsichtsrechtliche Konsequenzen für partiarische Darlehen

Die Aufnahme partiarischer Darlehen und Nachrangdarlehen in das VermAnlG zieht weiterhin aufsichtsrechtliche Konsequenzen nach sich. Mit der Aufnahme in § 2 Abs. 2 VermAnlG fallen auch partiarische Darlehen künftig unter die Gewerbeaufsicht nach § 34f GewO anstelle derjenigen von § 34c GewO.

Die derzeitige Rechtslage zeigt, dass partiarische Darlehen bisher nicht als Vermögensanlage angesehen wurden.⁵⁵⁴ Daher reichte eine (einfache) Genehmigung nach § 34c GewO für die Vermittlung von Darlehen aus. Diese Ansicht hat sich mittlerweile gewandelt. Dementsprechend werden demnächst Crowdfundingplattformen auch dann als Finanzanlagenvermittler angesehen, wenn sie lediglich partiarische Darlehen vermitteln. Der Unterschied besteht in den strengeren Anforderungen an den Antragsteller, die § 34f Abs. 2 Nr. 3, 4; Abs. 4 GewO vorgeben. Danach müssen künftig neben einer Berufshaftpflichtversicherung auch die Sachkunde des Antragstellers sowie von dessen Beschäftigten nachgewiesen werden, was zuvor unter den Voraussetzungen des § 34c GewO nicht notwendig war. Weiterhin sehen Abs. 5 u. 6 des § 34f GewO eine Registrierungspflicht vor, die in § 34c GewO nicht enthalten ist.

Entsprechend sieht der neue § 157 Abs. 5 GewO eine sechsmonatige Übergangsfrist für die Erlaubnisbeantragung und § 157 Abs. 6 GewO eine Jahresfrist für die Erbringung des Sachkundenachweises vor. Zwar würden nunmehr auch partiarische Darlehen mit der Aufnahme ins VermAnlG grundsätzlich dem Tatbestand der Anlagevermittlung und damit einer Erlaubnispflicht nach § 32 KWG unterfallen. Hier greift künftig jedoch ebenso die bereits oben unter Teil 4 B.I.3.a)aa) ausführlich dargelegte Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG ein.⁵⁵⁵

⁵⁵⁴ Dörner, AssCompact 2011, 180, 180.

⁵⁵⁵ Michels/Mayer, VC Magazin 2015, 18, 18.

2. Kritik am Entwurf/an Regulierung

Die Regulierung von Crowdinvestings ist – ebenso wie das Beschwören einer Notwendigkeit derselben – von Anfang an kritisiert worden. Insbesondere von Seiten der betroffenen Akteure und seitens der sich mit dem Thema befassenden Wirtschaftswissenschaftler ist eine Regulierung von Crowdinvestings entweder vollends abgelehnt oder gar eine Deregulierung gefordert worden. *Beck* beispielsweise lehnte von Anfang an eine Regulierung zum „(vermeintlichen) Schutz“ der Investoren ab.⁵⁵⁶

Nach Veröffentlichung des Referentenentwurfs im Juli 2014 wurde dieser von Seiten der Crowdfunding-Portale und Interessengruppen stark kritisiert. Einige Beispiele: *Companisto* titelte in seinen News-Meldungen „Crowdfunding durch Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes bedroht“⁵⁵⁷ und „Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes torpediert Startup-Förderung“⁵⁵⁸, *Für-Gründer* titelte „Regierung stoppt Crowdfunding – und weitere News“ und in der Stellungnahme des *German Crowdfunding Network* hieß es am Ende: „Wir halten den vorliegenden Entwurf für nicht tragbar und erwarten, dass sowohl Exekutive als auch Legislative an dem Entwurf noch Änderungen vornehmen, um die Crowdfunding-Branche in Deutschland nicht zu gefährden.“⁵⁵⁹

In den soeben dargestellten Änderungen vom ursprünglichen bis zum endgültig angenommenen Entwurf zeigt sich, dass der Gesetzgeber auf einige der Kritikpunkte reagiert hat. Dies wird im Folgenden berücksichtigt. Es wurden jedoch nicht alle Punkte, die von Seiten der Akteure gefordert werden umgesetzt, so dass an mancher Stelle die Kritik anhält. Im Folgenden soll dargestellt und bewertet werden inwieweit diese Kritik an einer Regulierung (noch) berechtigt ist.

556 *Beck*, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 181; *Beck*, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 231.

557 *Companisto GmbH*, Crowdfunding durch Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes bedroht, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/crowdfunding-durch-entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-bedroht-article-658?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=cba10e097e-Companisto_Newsletter_77&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-cba10e097e-75199081 (Stand: 31.07.2014, zuletzt geprüft: 14.08.2014).

558 *Companisto GmbH*, Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes torpediert Startup-Förderung, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-torpediert-startup-f%C3%B6rderung-article-692?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=3dbb6ae391-Companisto_Newsletter_82&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-3dbb6ae391-75199081 (Stand: 09.09.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014).

559 *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 16.

a) Generelle Kritik an Regulierung

Zunächst sollen generelle Kritikpunkte dargestellt werden, die sich nicht spezifisch gegen den vorgestellten Gesetzesentwurf richten, sondern eine Regulierung des Crowdinvestings aus unterschiedlichen Gründen überhaupt ablehnen. Insbesondere der erste Punkt (aa) Paternalismus) lässt sich selbstverständlich nicht nur für das vorliegende Themengebiet, sondern für alle möglichen Arten von Regulierung einwenden.

aa) Paternalismus

Gegen eine Regulierung von Crowdfunding insgesamt wird häufig angeführt, dass es sich hierbei um paternalistisches Handeln des Staates handelt, welches nicht legitimierbar sei. Jeder Bürger habe selbst das Recht zu entscheiden, was er mit seinem Geld mache. Kapitalmarktrecht versuche demgegenüber vielfach den einzelnen Anleger vor unüberlegten Anlageentscheidungen zu schützen. Dies sei jedoch nicht Aufgabe des Staates. Wer vorschnell und ohne sich ausreichend zu informieren sein Geld in unsichere oder dubiose Projekte investiere, sei am Ende selber Schuld, wenn sich nicht nur seine Gewinnerwartung nicht bewahrheitet, sondern er gar seinen gesamten Einsatz verliere. Bei Crowdinvestings entspreche die Geldanlage einer Mischung aus echter Geldanlage und Lotto. Ob und mit welchem Einsatz man spiele, sollte jedem selbst überlassen bleiben.⁵⁶⁰

Diese Ansicht geht zunächst von der Grundannahme eines mündigen Bürgers aus, der selbst weiß, welches Risiko er eingeht und ob er den Verlust verkraften kann. Diese Annahme ist jedoch in vielen Fällen wohl nicht gerechtfertigt. Die Verhaltensforschung zeigt hier auf, dass Anleger häufig viel zu optimistisch sind, sich selbst gegenüber größeren Urteilsfehlern unterliegen und den Informationsgehalt von Werbung nicht richtig einschätzen können.⁵⁶¹

Zu beachten ist weiterhin, dass Crowdfunding durch die Verbindung mit sozialen Netzwerken und der Kontakt- bzw. Feedbackmöglichkeit über die Plattformen den Investoren eine gewisse Einflussnahme und Familiarität suggeriert, die sie zumindest in Hinblick auf die Vertragswerke überhaupt nicht haben. Die Plattformen sprechen gezielt private Kleinanleger an, die die weitreichenden Folgen ihrer Investi-

⁵⁶⁰ Beck, Crowdfunding, 3. Aufl., S. 231.

⁵⁶¹ Klöhn, WM 2012, 97, 99.

tion und die Möglichkeiten mitzubestimmen im Gegensatz zu professionellen Anlegern häufig nicht richtig einschätzen können.⁵⁶²

Versucht man zu erheben, wie hoch die Verluste bzw. Schäden insgesamt sind, die durch unregulierte Finanzprodukte verursacht werden, so stellt sich dies als relativ schwierig dar. Bereits im Bericht der Bundesregierung zum grauen Kapitalmarkt von 1999, also noch vor dem AnsVG, wurde von einer bis mehreren Milliarden DM gesprochen.⁵⁶³ Das AnsVG hatte gerade auch die Intention, diesen Anlegerschäden entgegenzutreten und mit unseriösen Geschäftspraktiken aufzuräumen.⁵⁶⁴ Die erneute Gesetzesinitiative zur weiteren Regulierung des grauen Kapitalmarkts will ja gerade auch weitere, durch das AnsVG noch offengelassene, Gesetzeslücken schließen.⁵⁶⁵ Man kann also in diesem Zusammenhang davon sprechen, dass nicht eine völlige Neuregulierung erfolgt, sondern vielmehr eine Nachbesserung der bestehenden Vorschriften.

Weiterhin zieht diese Ansicht nicht in Betracht, dass die Fehlallokation von Kapital nicht nur Folgen für den Einzelnen haben kann, sondern für die ganze Gesellschaft.⁵⁶⁶ Auch der internationale Vergleich zeigt, dass es einen grauen Kapitalmarkt in den meisten Fällen nicht gibt. Deutschland hat hier eine „... höchst ungewöhnliche [...] Marktstruktur ...“.⁵⁶⁷

Die Regulierung des grauen Kapitalmarktes ist grundsätzlich zu begrüßen. Zum einen lässt sich so ein verlässlicher Rechtsrahmen für Anlageprodukte schaffen und dies zunächst unabhängig von Fragen des Anlegerschutzes. Zum anderen führt eine weitergehende Regulierung nicht zu einem grundsätzlichen Verbot der in Frage stehenden Vermögensanlagen, sondern unterwirft diese lediglich einer größeren Kontrolle. Dass hiermit eventuell höhere Kosten und ein höherer Aufwand für die Emittenten verbunden sind, ist ein als geringfügig zu vernachlässigender Nebeneffekt. Emittenten von Vermögensanlagen haben sicher keinen generellen Anspruch darauf, dass ihr Handeln am Markt von Regulierung verschont bleibt und sie damit letztlich

⁵⁶² *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1789.

⁵⁶³ BT-Drucks. 14/1633, S. 1, 4 f.

⁵⁶⁴ *Fleischer*, BKR 2004, 339, 339.

⁵⁶⁵ *Bundesministerium der Finanzen/Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*, Aktionsplan der Bundesregierung zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Aktionsplan-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=3 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014).

⁵⁶⁶ *Klöhn*, WM 2012, 97, 98.

⁵⁶⁷ *Fleischer*, BKR 2004, 339, 339 spricht hier von der Situation vor dem AnsVG, durch welches der graue Kapitalmarkt in weiten Teilen einer Regulierung unterworfen wurde. Für die verbleibenden unregulierten Anlageformen dürfte dieser Punkt jedoch ohne weiteres weitergelten.

machen können, was immer ihnen beliebt, und dass auch zum Nachteil der Anleger. Der Emittent einer Vermögensanlage ist schließlich in diesen Konstellationen der stärkere Marktteilnehmer, der durch die gezielte Unterschlagung von wichtigen Informationen seine Position zum Nachteil des Anlegers ausnutzen kann. Das Kapitalmarktrecht hat hier auch die Aufgabe, dieses Kräfteungleichgewicht zu einem gewissen Grade auszugleichen, indem es Anlegern eine informierte Anlageentscheidung ermöglicht. Generell ist es dabei wichtig, dass der Gesetzgeber hier die richtige Balance zwischen Über- und Unterinformation des Anlegers findet. Auch zu viel Information kann nämlich beim Anleger dazu führen, dass er Schwierigkeiten hat seine Anlageentscheidung rational zu formen. Wiederum aus der Verhaltensforschung entlehnt sind hier die Begriffe 'informational noise' sowie 'informational overload'.⁵⁶⁸

Soweit eine grundsätzliche Regulierung damit erfolgen sollte, ist nicht die Frage nach dem 'Ob', sondern die Frage nach deren genauer Ausgestaltung weitaus wichtiger und muss anhand einzelner Punkte immer wieder aufgegriffen werden. Dazu im Folgenden unter b).

bb) Der Fall *Prokon*

Der Gesetzesentwurf zum Kleinanlegerschutzgesetz stellt in weiten Teilen eine Reaktion auf die Insolvenz von *Prokon* Anfang 2014 dar.⁵⁶⁹ Im Maßnahmenpaket der Bundesregierung zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern wird einleitend direkt auf den Fall *Prokon* Bezug genommen. Dieser stehe beispielhaft für „jüngere [...] Ereignisse bei Anbietern von Finanzprodukten“, die es für die Regierung „notwendig erscheinen lasse, den Anlegerschutz bei Finanzprodukten zu verbessern.“⁵⁷⁰

Von Seiten der Crowdfunding-Plattformen wird hieran kritisiert, dass der Fall *Prokon* schon allein aufgrund der Größe der Finanzanlagen (1,4 Milliarden Euro) nicht mit kleinen Crowdfunding Projekten vergleichbar sei. Durch die anstehende Regulierung würden jedoch beide Dinge vermischt.⁵⁷¹ „Es werden Dinge geregelt, die

⁵⁶⁸ *Nigro/Carli/Santoro*, *European Company Law* 2014, 229, 230.

⁵⁶⁹ *Heimlich*, *VC Magazin* 2015, 3.

⁵⁷⁰ *Bundesministerium der Finanzen/Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*, Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014), S. 1.

⁵⁷¹ *Companisto GmbH*, Crowdfunding durch Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes bedroht, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/crowdfunding-durch-entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-bedroht-article-658?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=cba10e097e-

aus der Erfahrung Prokon richtig sind, in ihrer Anwendung bei Crowdinvesting aber wenig Sinn machen.“⁵⁷²

Bei *Prokon* (genauer: der *Prokon Regenerative Energien GmbH*) handelte es sich um ein Unternehmen aus dem Bereich der erneuerbaren Energien, hauptsächlich Windanlagen. Über einen Zeitraum von einigen Jahren hatte das Unternehmen Beteiligungen in Form von Genussrechten an interessierte Anleger ausgegeben. Angepriesen wurde diese Geldanlage neben dem vordergründigen positiven Einfluss auf die Umwelt, vor allem mit hohen Zinsen von bis zu acht Prozent und einer besonderen Sicherheit der Anlage. Geworben wurde für diese Geldanlage unter anderem mit Fernsehwerbespots und Anzeigen in Bussen und Bahnen. Als *Prokon* im Januar 2014 Insolvenz beantragte, waren es insgesamt rund 75 000 Anleger, die gemeinsam 1,4 Milliarden Euro in Genussrechten des Unternehmens angelegt hatten.⁵⁷³

Bereits 2010 warnte die *taz* vor den Genussscheinen von *Prokon*, bezeichnete das System als „betrügerisch“ und als „Schneeballsystem“, welches über Kurz oder Lang zusammenbrechen könnte.⁵⁷⁴ Auch die *Stiftung Warentest* wies in der Zeitschrift *Finanztest* im April 2010 frühzeitig auf das entgegen den Werbeangaben tatsächlich äußerst hohe Risiko hin⁵⁷⁵ und warnte nochmals in der September-Ausgabe 2013 ausdrücklich vor den Geldanlagen von *Prokon*.⁵⁷⁶ Zu beachten ist außerdem, dass *Prokon* seine Vermögensanlagen erst nach Zulassung eines Verkaufsprospekts durch die BaFin angeboten hat.⁵⁷⁷

Vorgeworfen wird der Regierung hier also letztlich eine Art Populismus. Man möchte sich nicht vorwerfen lassen, dass man auf Missstände des Kapitalmarkts nicht reagiert hätte. Die Reaktion jedoch treffe, wie so häufig, nicht die eigentlichen Misse-

Companisto_Newsletter_77&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-cba10e097e-75199081 (Stand: 31.07.2014, zuletzt geprüft: 14.08.2014).

⁵⁷² Fricke, VC Magazin 2015, 14, 15.

⁵⁷³ Balsler/Hollenstein, Aus der Traum von der ethisch korrekten Geldanlage, verfügbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/insolvenz-von-prokon-aus-der-traum-von-der-ethisch-korrekten-geldanlage-1.1869661> (Stand: 22.01.2014, zuletzt geprüft: 04.12.2014).

⁵⁷⁴ *Ahmia*, Risikogeschäfte bei Windparks, verfügbar unter: <http://www.taz.de/!48604/> (Stand: 19.02.2010, zuletzt geprüft: 04.12.2014).

⁵⁷⁵ *Stiftung Warentest*, Prokon Genussrechte - Windige Werbung, verfügbar unter: <https://www.test.de/Prokon-Genussrechte-Windige-Werbung-1852031-0/> (Stand: 09.04.2010, zuletzt geprüft: 04.12.2014).

⁵⁷⁶ *Spiegel Online*, Windkraftunternehmen: Stiftung Warentest warnt vor Prokon-Papieren, verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/prokon-stiftung-warentest-warnt-vor-windkraftunternehmen-a-917655.html> (Stand: 20.08.2013, zuletzt geprüft: 04.12.2014).

⁵⁷⁷ *Schenk*, Kommentar zu den Ankündigungen des Staates zur Verschärfung der Regulierung des Crowdfunding / Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.kanzlei-schenk.eu/app/download/5795159268/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger+Kommentiert+von+Rainer+Schenk+.pdf> (zuletzt geprüft: 05.08.2014), Kom. 01.

täter (schließlich gab es ja einen Prospekt, die neue Regulierung böte also keinerlei Garantie dafür, dass sich ein ähnlicher Fall nicht wiederholt), sondern wieder einmal den kleinen (Jung-) Unternehmer, der mit der ganzen Sache überhaupt nichts zu tun habe.

Dieser Kritikpunkt hat einen nur teilweise wahren Kern. Sicher sind kleine Crowdinvestings nicht mit milliardenschweren Anlagesystemen wie *Prokon* zu vergleichen. Dies gilt auch dann, wenn die jetzt geplante Grenze für eine Prospektfreiheit anstelle bei 2,5 Millionen, bei fünf oder gar zehn Millionen Euro gezogen würde. Man kann aber auf der anderen Seite auch nicht sagen, dass Crowdinvestings und Milliardeninvestitionen von Seiten des Gesetzgebers in einen Topf geworfen würden. Der vorgelegte Gesetzesentwurf sieht gerade besondere Ausnahmen vor, die speziell auf Crowdinvestings zugeschnitten sind. Ob diese weit genug gehen und gut umgesetzt sind, soll im Folgenden noch näher untersucht werden. Dass es sich bei Crowdfunding um etwas Besonderes handelt, dass spezieller eigenständiger Regelungen bedarf, ist jedoch zumindest bereits erkannt und berücksichtigt worden.

b) Konkrete Kritik an den geplanten Gesetzesänderungen

Bereits auf den ersten Referentenentwurf wurde von Seiten der Crowdfunding Interessenvertreter scharf reagiert. Bemerkenswert ist, dass von dem ersten Entwurf bis zu der vom Bundeskabinett verabschiedeten Fassung auf die im Folgenden darzustellenden Kritikpunkte nicht mit größeren Änderungen reagiert wurde, so dass die ursprünglich geäußerte Kritik zunächst weiter anhielt. Erst nachdem von Seiten des Bundesrates bezüglich verschiedener streitiger Punkte Kritik geübt wurde (z.B. bezüglich der Höchstgrenze in § 2a VermAnlG n.F., dem Werbeverbot in sozialen Medien sowie dem Vermögensanlage-Informationsblatt⁵⁷⁸), wurde im Finanzausschuss an einigen Punkten nachgebessert. Der folgende Überblick soll die einzelnen Kritikpunkte beleuchten.

aa) Bestehen einer Regelungslücke

Häufig wird das Argument ins Feld geführt, partiarische Darlehen seien vom Gesetzgeber bewusst außen vor gelassen worden, als im Jahre 2004 das AnSVG Ge-

578 BR-Drucks. 638/14 (Beschluss), S. 4 ff..

setz verabschiedet wurde (s.o. Teil 4 B.I.2.b)cc)).⁵⁷⁹ Man könne also mitnichten von einer Regelungslücke sprechen⁵⁸⁰, wenn es darum geht, dass partiarische Darlehen nicht der Prospektpflicht nach dem VermAnlG unterliegen.⁵⁸¹ Grund dafür war die Annahme, dass hier ein vollständiger Rückzahlungsanspruch bestehe und lediglich der Zinserfolg ungewiss sei. Der Anleger sei hier gewöhnlicher Gläubiger und nicht so schutzwürdig wie bei anderen unternehmerisch ausgestalteten Beteiligungen.⁵⁸²

Dieses Argument greift (mittlerweile) nicht mehr. Zum Zeitpunkt der Schaffung des Gesetzes, als das partiarische Darlehen bewusst nicht reguliert wurde, führte es schlicht noch ein gewisses Nischendasein im Gefüge sonstiger Kapitalanlagen.⁵⁸³ Es wurde ja vielfach nicht einmal als Vermögensanlage angesehen.⁵⁸⁴ Im Jahre 2004 gab es auch noch kein Crowdfunding. Zu dem Zeitpunkt war also nicht absehbar, dass die Entwicklung des Crowdfunding dazu führen würde, dass das partiarische Darlehen so populär würde. Erst durch diese Entwicklung ist eine Regulierung bzw. das Schließen von Lücken überhaupt notwendig geworden. Wurden vorher partiarische Darlehen nicht als Vermögensanlage angesehen, so hat sich diese Auffassung aufgrund der Entwicklungen gerade im Bereich Crowdfunding mittlerweile gewandelt.

Weiterhin ist mittlerweile die Auffassung verbreiteter, wonach mit einem Nachrang ausgestaltete Darlehen dasselbe Risiko aufweisen, wie andere Beteiligungsformen und daher eher eine unternehmerische Beteiligung vorliegt, denn eine bloße Gläubigerstellung. Dies gilt für (partiarische) Darlehen ohne Nachrangabrede jedoch nicht.⁵⁸⁵ Der in den Musterverträgen vorzufindende qualifizierte Nachrang erhöht das Risiko eines Totalverlustes für den Anleger, da im Insolvenzfall zunächst sämtliche anderen Gläubiger befriedigt werden und er diesbezüglich auf dem Rang

579 BT-Drucks. 15/3174, S. 42.

580 Wie es bereits das Maßnahmenpaket tut, vgl. *Bundesministerium der Finanzen/Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz*, Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014), S. 1.

581 *Schenk*, Kommentar zu den Ankündigungen des Staates zur Verschärfung der Regulierung des Crowdfunding / Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.kanzlei-schenk.eu/app/download/5795159268/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger+Kommentiert+von+Rainer+Schenk+.pdf> (zuletzt geprüft: 05.08.2014), Kom. zu Nr. 1; *Aurich*, GWR 2014, 295, S. 296.

582 *Aurich*, GWR 2014, 295, 296.

583 *Dörner*, Crowdfunding: Der sonderbare Aufstieg eines Exoten-Darlehens, verfügbar unter: <http://blogs.wsj.de/wsj-tech/2013/12/05/crowdfunding/> (zuletzt geprüft: 15.04.2014).

584 *Dörner*, AssCompact 2011, 180, 180.

585 *Aurich*, GWR 2014, 295, 296.

eines Gesellschafters steht.⁵⁸⁶ Man kann hier für den Ernstfall davon sprechen, dass gerade doch eine Art 'Verlustbeteiligung' beim Kapitalgeber besteht.⁵⁸⁷

Damit steht fest, dass eine Ungleichbehandlung von partiarischen Nachrangdarlehen, wie sie momentan die beliebteste Beteiligungsform bei Crowdinvestings ist, vor allem in Hinblick auf den Anlegerschutz, nicht (mehr) gerechtfertigt ist. Bei gleichem Risiko sollten auch die gleichen Regeln gelten. Das Argument, es gäbe keine Regelungslücke, greift somit nicht.

bb) Nutzen des Prospekts

Ein weiterer Kritikpunkt betrifft die Ausweitung der Prospektspflicht, vor allem auf partiarische Darlehen. Zwar wird nicht angezweifelt, dass der Anleger umfassend informiert werden müsse. Jedoch helfe ein Prospekt nicht wirklich weiter, da die BaFin diesen eben gerade nicht inhaltlich, sondern nur formal prüfe. Insbesondere würde keine Garantie der BaFin für die Richtigkeit der Prospektangaben übernommen. Auch der Fall *Prokon*, in dem es ja einen von der BaFin abgeseigneten Prospekt gab, zeige auf, dass lediglich die Erstellung eines Prospekts keine zusätzliche Sicherheit böte. Vielmehr helfe hier nur eine höhere Allgemeinbildung in Bezug auf Finanzanlagen.⁵⁸⁸ Dadurch das die BaFin dem jeweiligen Prospekt eine Art 'Gütesiegel' verleihe, würde den Anlegern ein Schutz suggeriert, der in Wirklichkeit nicht bestehe. Einige Anbieter werben sogar mit Hinweisen auf die Prüfung des Prospektes durch die BaFin, so als handele es sich tatsächlich um ein Gütesiegel.⁵⁸⁹

586 Auch die Vereinbarung eines Nachrangs nach allen anderen Gläubigern, aber noch vor den Gesellschaftern (quasi § 39 Abs. 1 Nr. 6 InsO) dürfte darunter fallen; s.o. Teil 4 A.IV.3.a)aa).

587 *Nietsch/Eberle*, *Der Betrieb* 2014, 1788, 1793.

588 *Schenk*, Kommentar zu den Ankündigungen des Staates zur Verschärfung der Regulierung des Crowdfunding / Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.kanzlei-schenk.eu/app/download/5795159268/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger+Kommentiert+von+Rainer+Schenk+.pdf> (zuletzt geprüft: 05.08.2014), Kom. 01; Für-Gründer.de, Regierung stoppt Crowdfunding – und weitere News, verfügbar unter: <http://www.fuergruender.de/blog/2014/08/regierung-crowdfunding/> (Stand: 12.08.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014); Hock, Trügerische Sicherheitsmaßnahmen, verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/versichern-und-schuetzen/nachrichten/kleinanlegerschutzgesetz-truegerische-sicherheitsmassnahmen-13262334.html> (Stand: 12.11.2014, zuletzt geprüft: 04.12.2014).

589 *Hagen*, Anlegeranwalt im Interview: „Ein Paradies für unseriöse Finanzunternehmen“, verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/recht-steuern/anleger-und-verbraucherrecht/anlegeranwalt-im-interview-ein-paradies-fuer-unserioese-finanzunternehmen-seite-all/9543360-all.html> (Stand: 27.02.2014, zuletzt geprüft: 08.12.2014), *BaFin*, Prospekte für Wertpapiere, verfügbar unter: http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/ProspekteWertpapiere/prospektewertpapiere_node.html (Stand: 10.05.2013, zuletzt geprüft: 08.12.2014).

Die vorliegende Kritik ist nicht berechtigt. Was das Kapitalmarktrecht zu erreichen versucht, ist dem Anleger eine wohlüberlegte Anlageentscheidung zu ermöglichen. Dies setzt voraus, dass einem Anleger alle Informationen zur Verfügung gestellt werden, die notwendig sind um die in Frage stehende Vermögensanlage in rechtlicher als auch in tatsächlicher Hinsicht beurteilen zu können, wie §§ 7 Abs. 1 VermAnlG, 5 WpPG entsprechend festschreiben. Dies kann auf unterschiedliche Arten erfolgen. Das deutsche Kapitalmarktrecht (und nicht als einziges) sieht hierfür die Form des Prospekts vor. Welche Informationen als relevant anzusehen sind, ist größtenteils (aber nicht hundertprozentig, s.o. Teil 4 B.I.1.) ausdrücklich geregelt. Diese gesetzlichen Regeln sorgen dafür, dass nicht der Emittent selber entscheidet, was relevant sei und sodann eventuell wichtige Informationen zurückhält. Ebenso sorgen die formalen Regeln (ausführlich, leicht verständlich) dafür, dass nicht lediglich positive Informationen hervorgehoben und im Zuge dessen Risiken vernachlässigt oder heruntergespielt werden. Ob sich ein Anleger tatsächlich richtig informiert, kann vom Gesetzgeber schwer überprüft werden. Einzig möglich ist, ihm die Chance hierzu zu geben, bevor er sein Geld anlegt. Ebenso wenig kann von offizieller Stelle überprüft werden, welche Chancen eine Anlage tatsächlich bietet. Ganz abgesehen von der fehlenden Fachkompetenz, stellte es sicherlich einen viel zu tiefen Eingriff in den Markt und die Rechte der Marktteilnehmer dar, wenn man der BaFin die Kompetenz geben würde, nur noch erfolgversprechende Vermögensanlagen zuzulassen. Damit erklärt sich der rein formale Prüfungsumfang der BaFin. Der Gesetzgeber kann und will hier lediglich für Transparenz sorgen.

Für den Fall, dass Anbieter mit der BaFin-Prüfung als Gütesiegel werben, sieht das Gesetz bereits Möglichkeiten vor, dem entgegenzuwirken. Bereits nach dem früheren § 8g Abs. 1 S. 3 VerkProspG musste in den Prospekt an herausgehobener Stelle ausdrücklich ein Hinweis darauf aufgenommen werden, dass die inhaltliche Richtigkeit der im Prospekt gemachten Angaben nicht Gegenstand der Prüfung durch die BaFin ist. Diese Vorschrift wurde in § 7 Abs. 2 S. 1 VermAnlG übernommen, mit der Verschärfung der Regelung dahingehend, dass dieser Hinweis nunmehr auf dem Deckblatt des Verkaufsprospekts enthalten sein muss.⁵⁹⁰ Weiterhin sahen sowohl das VermAnlG in § 16 Abs. 1 sowie das WpPG in § 15 Abs. 6 S. 2 vor, dass die BaFin Werbung untersagen konnte, die geeignet ist über den Prüfungsumfang irreführend zu sein. Der neue § 16 VermAnlG geht hier noch weiter und erlaubt in Zukunft eine generelle Kontrolle von Werbung für eine Vermögensanlage (s.o. Teil 4 B.II.1.a.bb)).

⁵⁹⁰ In § 13 Abs. 3 Nr. 2 VermAnlG ist zudem geregelt, dass auch das Vermögensanlagen-Informationsblatt einen Hinweis darauf enthalten muss, dass es nicht der Prüfung durch die BaFin unterliegt.

Der Prospekt erfüllt damit genau den Zweck, den er erfüllen soll und zwar dem Anleger eine informierte Anlageentscheidung zu ermöglichen. Ob er diese Möglichkeit nutzt, bleibt nach wie vor ihm selbst überlassen. Die grundsätzliche Pflicht einen Prospekt zu erstellen auch auf partiarische Nachrangdarlehen auszuweiten ist somit zu begrüßen. Das dies für kleine Emissionen eine große Hürde darstellt, dem ist durch entsprechende Ausnahmeregelungen Rechnung getragen.

cc) Höchstgrenze zu niedrig angesetzt

Die Höchstgrenze für das gesamte Volumen einer Vermögensanlage sollte ursprünglich bei einer Million Euro liegen, um unter die Ausnahmeregelung des § 2a Abs. 1 VermAnlG zu fallen. Diese Grenze wurde nunmehr endgültig auf 2,5 Millionen Euro angehoben. Eine Million Euro als Obergrenze wurde als bei weitem zu niedrig und außerdem willkürlich kritisiert. Zum einen sei der Kapitalbedarf von Startup Unternehmen in vielen Fällen höher anzusetzen. Würden diese Unternehmen, trotz höheren Bedarfs, um in den Genuss der Ausnahmeregelung zu kommen, ihr Crowdfunding bei einer Million kappen, so könnte dies für den Anleger negative Konsequenzen haben, da am Ende womöglich Kapital fehle und das Unternehmen direkt wieder scheitern könnte. Der Anreiz, keinen Verkaufsprospekt erstellen zu wollen, sei aufgrund des damit verbundenen Aufwands und damit verbundener Kosten äußerst hoch. Zudem sei eine zusätzliche Regelung durch die Maximalhöhe von Investitionen eines einzelnen Anlegers (s.u. dd)) eine doppelte Sicherung, die nicht notwendig sei. Auch der europäische Vergleich zeige, dass eine Million Euro zu niedrig sei. Frankreich habe z.B. eine Grenze von 4 Millionen Euro, Großbritannien von 5 Millionen Pfund, was zu einem deutlichen Wettbewerbsnachteil des Crowdfundingstandorts Deutschland führe. Auch für die Plattformen selber stelle eine zu geringe Höchstgrenze ein Problem für ihre Wirtschaftlichkeit dar. Um die Wirtschaftlichkeit zu erhöhen könnten die Plattformen von nun an ihre Qualitätsstandards senken, was zu einem höheren Risiko für die Anleger führe.⁵⁹¹

591 *Companisto GmbH*, Kleinanlegerschutzgesetz verabschiedet - Crowdfunding-Branche bedroht, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet--crowdfunding-branche-bedroht-article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081 (Stand: 13.11.2014, zuletzt geprüft: 20.11.2014); *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 7 f. (hier und im Folgenden zu § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. aus dem Referentenentwurf v. 28.07.2014, welcher im Regierungsentwurf v. 10.11.2014 in

Zunächst ist festzuhalten, dass die Erhöhung der Freigrenze auf eine Million Euro das zehnfache der vorher bestehenden 100 000 Euro-Grenze darstellt. Mit der Erhöhung auf 2,5 Millionen Euro hat sich dies noch einmal vervielfacht auf das nunmehr 25fache des vorher ausschlaggebenden Betrages. Zuvor war tatsächlich das Argument einschlägig, ein Verkaufsprospekt sei zu teuer, um Summen einzunehmen, die lediglich gering über der Grenze lagen. Sollten etwa lediglich 200 000 Euro eingesammelt werden und der Verkaufsprospekt kostet mindestens 20 000 Euro (voraussichtlich mehr), so wären bereits über 10% des eingesammelten Kapitals wieder verloren. Bei einer Maximalsumme von einer Million Euro sieht diese Relation völlig anders aus. Hier entspricht der Kostenfaktor Verkaufsprospekt 2-5% von einer Million Euro (geht man von den oben erwähnten 20 000 - 50 000 Euro Kosten aus, s.o. Teil 4 B.II.), bei 2,5 Millionen kann dies gar unter 1% fallen. Das Beispiel *Urbanara* auf *Bergfürst* zeigt hier sehr anschaulich, dass bei einem Volumen von 3 Millionen Euro, die Erstellung eines Verkaufsprospektes nicht mehr großartig ins Gewicht fällt.

Einzig der internationale Vergleich fällt hier negativ ins Gewicht. Eine zu geringe Summe könnte dazu führen, dass einzelne Plattformen ins Ausland abwandern oder vielmehr künftige Kapitalnehmer beispielsweise auf eine britische Plattform zurückgreifen. Hier wäre eine einheitliche Lösung für Europa wünschenswert. Auch die Europäische Kommission geht davon aus, dass „... von einander abweichende Ansätze der nationalen Rechtsvorschriften den Binnenmarkt fragmentieren [könnten], indem grenzübergreifende Dienstleistungen von Crowdfunding-Plattformen in den Mitgliedstaaten eingeschränkt werden und somit das potenzielle Wachstum von Crowdfunding in Europa behindert wird.“⁵⁹² Dazu ist zusätzlich jedoch noch festzuhalten, dass die Abwanderung von Crowdinvestings ins (auch EU-) Ausland nicht einfach ist. Zum einen führen, anders als beispielsweise bei Reward-Crowdfundings, unterschiedliche Regelungen zu Verunsicherung bei den Plattformbetreibern.⁵⁹³ Zum anderen werden sicherlich auch potentielle Anleger davon abgeschreckt, dass sie anderen

§ 2a VermAnlG n.F. verschoben wurde).

592 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 9; dem wurde auch vom Finanzausschuss so zugestimmt, BT-Drucks. 18/4708, S. 60.

593 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 10; Europäische Kommission, SUMMARY: RESPONSES TO THE PUBLIC CONSULTATION ON CROWDFUNDING IN THE EU, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/summary-of-responses_en.pdf (Stand: 03.2014, zuletzt geprüft: 05.06.2015), S. 4.

Regelungen als in Deutschland unterliegen oder gar in eine dem deutschen Recht fremde Anlageform investieren sollen.

Strebt man eine generelle Prospektpflicht für Vermögensanlagen an und möchte gleichzeitig für kleine Projekte Ausnahmen zulassen, so muss eine Grenze gezogen werden. Bei welcher Höhe man diese ansetzt, sollte hierbei anhand wirtschaftlich sinnvoller Kriterien erwogen werden. Wie hoch ist der Finanzbedarf der Startups bei Crowdinvestings wirklich? Ab wann fällt die Erstellung eines Verkaufsprospektes nicht mehr besonders ins Gewicht? Ab welcher Größenordnung kann zugleich von einem erhöhten Risiko ausgegangen werden?

Der Gesetzesentwurf sieht in seiner Begründung vor, die Ausnahmevorschrift für Crowdinvestings bis Ende 2016, auch unter Berücksichtigung der Entwicklung in der EU, zu überprüfen.⁵⁹⁴ Sollte sich bis dahin herausstellen, dass die Höchstgrenze von 2,5 Millionen Euro zu niedrig angesetzt ist, so ließe sich dies anhand der bis dahin tatsächlich erhobenen Daten korrigieren. Bis dahin stellt die Erhöhung zunächst eine Verbesserung der gegenwärtigen Situation dar. Dies ist jedoch im Zusammenhang zu sehen mit einer generellen Befürwortung von Regulierung (insbesondere einer Regulierung von partiarischen Darlehen) sowie mit dem weiter unten unter ee) besprochenen Punkt, denn die 100 000 Euro-Grenze soll schließlich nicht für alle Anlageformen des VermAnlG erhöht werden.

dd) Höchstinvestitionssumme pro Einzelinvestor

Auch die Maximalsumme von 10 000 Euro pro Anleger, bis zu der kein Prospekt erstellt werden braucht, wird als willkürlich und zu niedrig bezeichnet. Gerade damit Crowdfunding Projekte anfangs „Fahrt“ aufnehmen, seien einzelne wenige, dafür aber sehr hohe Investitionen nötig. Diese würden von den Investoren wohl erst nach gründlicher Prüfung vorgenommen und geben so einen guten Anhaltspunkt dafür, ob ein Projekt gut ist oder nicht, woran sich wiederum Kleininvestoren orientieren können. Häufig hänge der Erfolg eines Projekts gerade von wenigen finanzstarken Investoren ab. Eine Maximalsumme verhindere, dass sich künftig finanzstarke Investoren überhaupt für die Projekte interessieren. In bestimmten Bereichen werden diese Investitionen außerdem nicht von Privatpersonen, sondern von Organisationen,

⁵⁹⁴ *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 49.

Unternehmen, Stiftungen usw. vorgenommen (als Beispiel werden hier Nachhaltigkeitsprojekte genannt⁵⁹⁵). Die Begrenzung sollte von vornherein nicht für juristische Personen gelten. Auf diese Kritik wurde seitens des Gesetzgebers teilweise bereits reagiert und zumindest in die Vorschrift des § 2 Abs. 3 VermAnlG aufgenommen, dass diese Höchstgrenzen nicht für Kapitalgesellschaften gelten.

Unabhängig von der Höhe, sei eine starre Investitionsgrenze zudem als bloße Bevormundung des Anlegers zu beurteilen. Es sei nicht einzusehen, warum ein vermöglicher Investor nicht auch mehr Geld anlegen dürfe. Wenn überhaupt, dann mache es daher mehr Sinn, die Maximalsumme pro Investor anhand dessen Einkommens- und Vermögensverhältnissen zu bestimmen. Der Gedanke von § 3 Abs. 2 Nr. 3 WpPG, wonach für ein Angebot von Wertpapieren kein Verkaufsprospekt erstellt werden braucht, wenn sich das Angebot nur an Anleger richtet, die Wertpapiere ab einem Mindestbetrag von 100 000 Euro pro Anleger je Angebot erwerben können, zeige, dass besonders finanzstarke und risikofreudige Anleger grundsätzlich von den kapitalmarktrechtlichen (Zwangs-) Schutzbestimmungen ausgenommen seien. Im internationalen Vergleich wird wieder Großbritannien als Beispiel genannt, da es hier keine Maximalsumme gibt.⁵⁹⁶

Es ist richtig, dass sich die neue Regelung in Widerspruch zu der zuvor erwähnten Regelung für Großinvestoren in § 3 Abs. 2 Nr. 3 WpPG setzt. Es ist nicht einzusehen, warum es besonders finanzstarken Investoren, die ähnlich eines Business Angels anstatt direkt in das Unternehmen, über eine Crowdfunding Plattform investieren möchten, dies nicht erlaubt sein sollte. Zwar wurde bezüglich Kapitalgesellschaften nachgebessert, so dass künftig vor allem speziell auf Investments spezialisierte Unternehmen ohne Schwierigkeiten auch über Crowdfunding Plattformen Investitionen tätigen können. Vermögende Einzelinvestoren sind jedoch an die Höchstgrenzen weiterhin gebunden. In der Begründung des Gesetzesentwurfs heißt es:

595 Verschiedene Crowdfundingplattformen (z.B. *Econeurs*, die Tochterplattform von *Seedmatch*) haben sich gerade auf diesen Bereich spezialisiert und wären von den Änderungen besonders betroffen, soweit man dieser Argumentationslinie folgt. Weitere Plattformen aus dem Öko-Bereich sind z.B. *GreenVesting* (<http://www.greenvesting.com>) oder *crowdEnergy* (<https://www.crowdener.gy/>).

596 *Companisto GmbH*, Kleinanlegerschutzgesetz verabschiedet - Crowdfunding-Branche bedroht, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet---crowdfunding-branche-bedroht-article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081 (Stand: 13.11.2014, zuletzt geprüft: 20.11.2014); *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 9 f.

„Mit der Festlegung dieser Einzelanlageschwellen soll dem Entstehen von Klumpenrisiken sowohl beim Anleger als auch beim Emittenten vorgebeugt werden.“⁵⁹⁷

Weitere Ausführungen werden nicht gemacht. Es ist nicht einzusehen, warum der Einzelinvestor, gerade wenn es sich um einen sehr finanzstarken Investor handelt, vor dem Risiko, ohne Prospekt zu investieren, geschützt werden sollte, nur weil es sich hier um ein Crowdfunding handelt. In diesem Punkte geht die Bevormundung des Einzelinvestors durch den Gesetzgeber sicherlich zu weit und ist inkonsistent im Gefüge der weiteren Vorschriften des Kapitalmarktrechts.

ee) Bereichsausnahme nicht weit genug

Die Bereichsausnahme für Crowdfundings bezieht sich lediglich auf die neuen Nrn. 3, 4 und 7 des § 1 Abs. 2 VermAnlG. Damit ist zwar die von den Crowdfundingplattformen momentan beliebteste Beteiligungsform des partiarischen Nachrangdarlehens erfasst, nicht jedoch beispielsweise stille Beteiligungen oder Genussrechte (s.o. Teil 4 B.II.1.b)).

Dies sei zu eng gefasst. Andere Beteiligungsformen, vor allem die beiden soeben genannten Varianten von stiller Beteiligung und Genussrecht, seien für Crowdfundings eventuell besser geeignet und böten auch für Anleger günstigere Konditionen bzw. einen besseren Verbraucherschutz. Das sei auch der Grund, warum gerade stille Beteiligungen anfangs für Crowdfundings überwiegend genutzt wurden. Die Umstellung auf partiarische Darlehen stelle von Beginn an eine bloße 'Behelfskonstruktion' dar, um die 100 000 Euro-Grenze bezüglich der Prospektspflicht zu umgehen. Durch das jetzige Gesetzesvorhaben würde diese aus der Not heraus gewachsene Lösung endgültig 'zementiert' werden.⁵⁹⁸

Die vorliegende Kritik ist dann berechtigt, wenn es keinen sachlichen Grund dafür gibt, die drei neu eingeführten Anlageformen von den weiteren im VermAnlG genannten Formen speziell in Hinblick auf Crowdfundings zu unterscheiden. Die

⁵⁹⁷ *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 48.

⁵⁹⁸ *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 6 f..

Gesetzesbegründung schweigt zu diesem Punkt. Tatsächlich spricht einiges dafür, dass ein solcher Grund tatsächlich nicht existiert.

Allenfalls denkbar ist die weiter oben bereits angesprochene unterschiedliche Behandlung von (partiarischen) Darlehen und stillen Beteiligungen in Hinblick auf die Anwendbarkeit der AGB-Vorschriften der §§ 305 ff. BGB. Das Argument des besseren Verbraucherschutzes in Hinblick auf stille Beteiligungen wäre damit falsch. Nach der hier vertretenen Auffassung sollte jedoch umgekehrt eher durch eine gesetzliche Klarstellung oder (weitaus wahrscheinlicher) eine Änderung der Rechtsprechung zumindest für die bei Crowdinvestings gebräuchliche typische stille Beteiligung klargestellt werden, dass auch diese einer vollen AGB-Kontrolle unterliegt und nicht unter den Ausnahmetatbestand des § 310 Abs. 4 S. 1 BGB fällt (s.o. Teil 4 A.VII.3.).

Darüber hinaus besteht, wie bereits angesprochen, eine Abgrenzungsproblematik zwischen stillen Beteiligungen und partiarischen Darlehen. Gerade im Bereich Crowdfunding sind diese beiden Anlageformen kaum zu unterscheiden (s.o. Teil 4 A.IV.3.a)cc)). Dies führt zu einer gewissen Rechtsunsicherheit, da es zwar unwahrscheinlich, aber zumindest nicht auszuschließen ist, dass ein Gericht einen mehr oder weniger geschickt ausgestalteten Vertrag über ein partiarisches Nachrangdarlehen in eine stille Beteiligung umdeutet. Unter der bisherigen Rechtslage würde in dem Fall, soweit das Projekt über 100 000 Euro liegt, eine Prospektspflicht eintreten und, da kein Prospekt besteht, sodann eine Haftung aufgrund fehlenden Prospekts nach § 21 VermAnlG folgen. Dies ist ein Punkt, der sich ändern würde, soweit alle Vermögensanlagen im VermAnlG gleich behandelt würden. Nach dem jetzigen Gesetzesentwurf ist dies jedoch nicht der Fall. Die Unsicherheit, ob die von dem Startup im Rahmen eines Crowdfunding ausgegebenen Beteiligungen von einem Gericht umgedeutet werden könnten und sodann (soweit über 100 000 Euro) eine Haftung wegen fehlendem Prospekt greift, bleibt damit auch nach der Gesetzesänderung bestehen.

Eine Ausnahme für Crowdinvestings zu schaffen, ist grundsätzlich zu begrüßen, um durch die mit den Gesetzesänderungen verbundenen Verschärfungen diese neuartige Form von Startup-Finanzierung nicht zu gefährden. Der Gesetzesentwurf versucht hier in Einklang zu bringen, dass auf der einen Seite eine Gesetzeslücke geschlossen werden soll, die jedoch auf der anderen Seite lediglich deswegen ausgenutzt wurde, weil eine Notwendigkeit hierfür bestand. Ohne diese Entwicklung wäre das Crowdfunding in Deutschland wahrscheinlich niemals so schnell und stark gewachsen. Aus dieser Ausnahme jedoch durch den Gesetzgebungsprozess die Regel zu

machen, ist sicher nicht der richtige Weg, sondern führt tatsächlich dazu, dass die einstige Behelfskonstruktion die einzige Alternative bleibt. Sinnvoller wäre es, gleiche Voraussetzungen für alle Arten von Vermögensanlagen des VermAnlG zu schaffen. Damit könnten künftig die Plattformen bzw. Startups selbst entscheiden, welche Anlageform die für ihre Bedürfnisse sinnvollste Variante darstellt. Durch die weitere Angleichung würde auch die Diskussion um die Abgrenzung von partiarischen Darlehen und stillen Beteiligungen im Bereich Crowdinvesting ein weiteres Stück an Relevanz verlieren.

ff) Vermögensanlage-Informationsblatt

Die Pflicht zur Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts wird grundsätzlich als sinnvolle Maßnahme begrüßt, die bereits Teil der vom *German Crowdfunding Network* vorgestellten Selbstverpflichtung für Branchenangehörige ist. Kritisiert wurde am ursprünglichen Gesetzesentwurf jedoch die Notwendigkeit dieses (ab einem Betrag von 250,01 Euro pro Investition im Bereich der Ausnahmetatbestände für partiarische Nachrangdarlehen) zu unterschreiben und zurückzusenden. Dies stelle für Crowdfundingplattformen einen eklatanten 'Medienbruch' dar. Crowdfunding sei ein reines Internetphänomen, so dass hier eine technische Lösung angebracht wäre, etwa das zwangsweise Einblenden des Informationsblatts für eine bestimmte Zeit oder die notwendige Beantwortung einer Verständnisfrage bevor der Anleger weiterklicken kann. In jedem Fall solle die Kenntnisnahme und Bestätigung rein online erfolgen können. Solange z.B. der Brief des Anlegers nicht bei der Plattform eingegangen sei, sei weiter nicht sicher, ob die Investition letztlich sicher erfolgen wird. § 22 Abs. 4a Nr. 3 VermAnlG n.F. sah zusätzlich ein Rückabwicklungsrecht für den Fall vor, dass der Erwerber das Vermögensanlage-Informationsblatt nicht nach § 15 Abs. 3 S. 1 VermAnlG n.F. unterschrieben habe. Ohne den Erhalt des unterschriebenen Dokuments könnten sich die Plattformen somit nicht sicher sein, ob dies der Fall sei.⁵⁹⁹

⁵⁹⁹ *Companisto GmbH*, Kleinanlegerschutzgesetz verabschiedet - Crowdinvesting-Branche bedroht, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet--crowdinvesting-branche-bedroht-article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081 (Stand: 13.11.2014, zuletzt geprüft: 20.11.2014); *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 12 ff.

Diesem Kritikpunkt ist zuzustimmen. Grundsätzlich ist es der richtige Ansatz, dem Anleger vor seiner endgültigen Entscheidung noch einmal die wichtigsten Punkte vor Augen zu führen und alle relevanten Informationen in gebündelter Form zu präsentieren. Dafür sprechen mindestens zwei Erwägungen. Zum einen werden damit diejenigen potentiellen Anleger erreicht, die von vornherein selbst einen bestehenden Prospekt überhaupt nicht lesen würden. Zum anderen kann damit sichergestellt werden, dass sich diejenigen Anleger, die sich anhand der zur Verfügung gestellten Informationen informieren, die gewonnenen Eindrücke noch einmal vor Augen führen müssen, bevor sie endgültig investieren. Nach der Begründung des Gesetzesentwurfs „... soll der Anleger angehalten werden, das Vermögensanlagen-Informationsblatt sorgfältig zu lesen, um sich der Risiken der Vermögensanlage bewusst zu werden. Die Pflicht zur Bestätigung der Kenntnisnahme des Vermögensanlagen-Informationsblatts durch seine Unterschrift soll dem Anleger eindringlich bewusst machen, dass er unter Umständen ein hohes Risiko eingeht, ...“.⁶⁰⁰

Warum dies jedoch nicht auch über das Internet erfolgen kann, ist nicht ersichtlich. Kernmerkmal von Crowdfundings allgemein ist, dass es sich um spezifisch internetbasierte Phänomene handelt. Ohne die Einfachheit der bisherigen Mechanismen wäre es voraussichtlich nie zu einem derartigen (wie im Teil 2 D. dargestellten) Wachstum von Crowdinvestings gekommen. Das Erfordernis das Blatt auszudrucken und zu unterschreiben garantiert grundsätzlich auch nicht, dass der Anleger das Blatt wirklich liest und versteht. Es wird im Zweifel eher dazu führen, dass der potentielle Investor den Vorgang abbricht. Eine Verständnisfrage am Ende der Website, die erst nach richtiger Beantwortung den Weg zum nächsten Schritt freigibt, wäre dafür deutlich besser geeignet. Auch die Wahrscheinlichkeit, dass unter hunderten oder gar tausenden von Anlegern, vereinzelt jemand vergisst, das Informationsblatt abzuschicken, ist sehr hoch. Damit könnte das gesamte Projekt gefährdet werden, da vorher nicht sichergestellt ist, ob die Investition verbindlich ist. Ist die Investition nicht verbindlich, so wird damit in manchen Grenzfällen auch das Überschreiten der Fundingschwelle in Frage stehen. Der bürokratische Aufwand für die Plattformen ist enorm, da sie einzeln jeden Brief überprüfen müssen, auch darauf, ob das Blatt korrekt unterschrieben ist oder nicht. Ob ein solches bürokratisches Hindernis wirklich zu mehr Anlegerschutz führt ist zweifelhaft, es sei denn, man sieht das Abbringen eines Einzelanlegers durch bürokratische Hürden als Anlegerschutz an. Diese Regelung zeugte von

⁶⁰⁰ *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 57.

einer großen Technik- bzw. Internetfeindlichkeit. Schafft man schon Ausnahmeregelungen, die speziell für Crowdfundings gelten sollen, so muss man auch dessen grundsätzliche Funktionsweise und Mechanismen verstehen und in die Regelung mit einbeziehen.

Dies hat letztlich auch der Bundesrat erkannt und in seiner Stellungnahme darauf hingewiesen, dass eine solche Unterschrift von einigen Anlegern lediglich als Formalie abgetan werden könnte und der gewünschte Anlegerschutz leerlaufen würde.⁶⁰¹ Im Ausschuss wurde zum einen das Unterschriftenfordernis durch eine internetbasierte Lösung erweitert (§ 15 Abs. 4 VermAnlG n.F.; s.o. Teil 4 B.II.1.a.cc)), welche sich nun nur noch auf den Warnhinweise bezieht, zum anderen die 250 Euro Ausnahmeregelung aufgegeben (s.o. Teil 4 B.II.1.a.cc)). Der Gesetzgeber hat also letztlich einen der größten Kritikpunkte und gleichsam eine der größten Probleme für Crowdfunding Plattformen wieder aus dem Vorhaben herausgenommen.

gg) Werbung

Das im Entwurfsstadium in § 12 VermAnlG n.F. aufgenommene weitreichende Werbeverbot wurde als zu offen und zu weit kritisiert und als „existentielle Bedrohung für die Crowdfunding Branche in Deutschland“ bezeichnet,⁶⁰² die mit erheblichen Rechtsunsicherheiten verbunden sei. Es sei z.B. fraglich, ob die für Crowdfundings so wichtigen Werbemittel wie Newsletter, soziale Netzwerke, sonstige Internetwerbung, Werbung für die Plattform selbst und ähnliches überhaupt noch erlaubt gewesen wären. Crowdfunding sei gerade auf das Internet und eben 'die Crowd' angewiesen. Mit dem geplanten Werbeverbot wäre es den Plattformen unmöglich gemacht worden, auch in Zukunft die Community in derselben Weise einzubinden wie dies bisher der Fall gewesen sei. Auch der Informationsaustausch über soziale Netzwerke usw. sollte beibehalten werden können. Als typisches Internetphänomen wäre es fatal, wenn dies nicht mehr möglich gewesen wäre. Weiterhin wurden verfassungsrechtliche Bedenken in Hinblick auf das Bestimmtheitsgebot und Art. 12, 14 sowie 2 Abs. 1 GG geäußert.⁶⁰³

601 BR-Drucks. 638/14 (Beschluss), S. 7.

602 *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 10.

603 *Companisto GmbH*, Kleinanlegerschutzgesetz verabschiedet - Crowdfunding-Branche bedroht, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet---crowdfunding-branche-bedroht->

Auch diesem Kritikpunkt ist zuzustimmen. Wieder zeigt sich, dass die ursprünglichen Ausnahmeregelungen, die speziell für Crowdinvestings gelten sollten, dessen Funktionsweise und Hintergrund nicht vollständig berücksichtigt hätten. Einer der Hauptgründe, warum manche Firmen auf Crowdinvestings setzen und nicht auf klassische Finanzierungsmethoden, ist die Schaffung einer Gemeinschaft und der damit verbundene Werbeeffect. Jeder Investor wird zu einem Jünger des Produktes oder der Firma, die er unterstützt.⁶⁰⁴ Dazu gehört auch der Austausch über soziale Netzwerke wie *Facebook*, *Twitter*, usw.. Auch für die Investoren ist es wichtig, dass sie in Projekte investieren, an die sie glauben. Das bedeutet, dass die Investoren auch ein Bedürfnis haben, über die Entwicklung des Unternehmens öffentlich diskutieren zu können. Das Internet ist die Plattform über die Crowdinvestings abgehalten werden. Der typische Kleininvestor wird seine Informationen über das Startup und eine neue Crowdfunding-Kampagne nicht aus der Wirtschaftspresse erhalten, sondern über Newsletter der Plattform, Verlinkungen auf *Facebook* und weitere Internetmechanismen. Wäre dies in Zukunft nicht mehr möglich gewesen, so wäre der mitunter wichtigste Aspekt des Crowdinvestings untergraben worden.

Mit ein Grund für die Regulierung von Werbung für Vermögensanlagen überhaupt ist die im Fall *Prokon* vorgekommene Art von Werbung. Als ausdrückliches Beispiel nannte Bundesfinanzminister *Schäuble* in der Pressekonferenz zur Vorstellung des Aktionsplans zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt, Werbeanschläge in der U-Bahn.⁶⁰⁵ Zum einen ist der *Prokon* Fall mit einem kleinen Crowdfunding nicht zu vergleichen (s.o. Teil 4 B.II.2.a)b)), zum anderen ist zu fragen, ob ein generelles Werbeverbot der richtige Weg ist oder ob z.B. nicht auch obligatorische Warnhinweise als mildere Maßnahme ausreichen würden.

Zusätzlich zu Warnhinweisen und dem nunmehr immer notwendigen Vermögensanlagen-Informationsblatts bestehende Werbebeschränkungen würden sich als

article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081 (Stand: 13.11.2014, zuletzt geprüft: 20.11.2014); *German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.*, Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014), S. 10 ff., vom Referentenentwurf zum Regierungsentwurf wurde der Wortlaut des § 12 leicht angepasst, ohne dass sich dies auf die genannten Kritikpunkte auswirkt.

604 *Hölzner/Kortleben/Biering*, Zukunftsperspektiven im Crowdfunding, S. 6, hier wird die Vermarktung des Projektes als wichtigster Grund für die Entscheidung angeführt, dass ein Startup sich für ein Crowdfunding entscheidet.

605 *Bundesministerium der Finanzen*, Stärkung des Verbraucherschutzes im Finanzmarkt, verfügbar unter: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Video/2014/2014-05-22-statement-Verbraucherschutz/2014-05-22-statement-Verbraucherschutz.html> (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 04.12.2014), ab Min 4:35.

doppelte Schutzmaßnahme darstellen, die gemeinsam über das eigentliche Ziel weit hinausgehen. Wenn das Letzte, was der Investor vor seiner eigentlichen Investition sieht, ein ausdrücklicher Hinweis auf das hohe Risiko ist, dann ist dies zu seinem eigenen Schutz durchaus ausreichend.

Die nunmehr im endgültigen Entwurf enthaltene Lösung hat hier deutlich nachgebessert. Hier wird nunmehr nicht der Ort der Werbung, sondern deren Inhalt reguliert, z.B. durch den in der neuen Regelung vorgesehenen Warnhinweis auf einen Totalverlust des eingesetzten Kapitals (ein Hinweis, der im Übrigen häufig bereits ohne Gesetz von den Plattformen vor einer Investition oder bei Registrierung verwendet wird⁶⁰⁶). Vor allem die so wichtige Werbung in sozialen Medien bleibt damit weiterhin möglich. Der Gesetzgeber hat hiermit letztlich einen weiteren äußerst stark kritisierten Punkt aus der endgültigen Regelung herausgenommen, der tatsächlich für Crowdinvestings zu großen Schwierigkeiten geführt hätte.

hh) Zusammenfassung

Die genannten Punkte lassen sich nur zu einem gewissen Grade isoliert voneinander betrachten. Zunächst ist festzuhalten, dass die Aufnahme partiarischer Darlehen in den Katalog des VermAnlG positiv zu bewerten ist. Hier wird eine bisher ausgenutzte Gesetzeslücke geschlossen, was zu Rechtssicherheit und einem klaren Regulierungsgerüst führt. Die Höchstgrenze für ein Crowdinvesting ab der eine Prospektspflicht eingreift wird von 100 000 Euro auf 2,5 Millionen Euro erhöht, was ebenfalls zu begrüßen ist, da Crowdinvesting bisher gerade kleine Startup Finanzierungen ermöglicht, die von dieser Regelung profitieren werden. Warum jedoch die Ausnahme nur für die neuen, in das VermAnlG aufgenommen Arten von Vermögensanlagen greifen soll, ist weitaus schwerer nachzuvollziehen. Ein sachlicher Grund für diese Ungleichbehandlung ist nicht auszumachen, bestehende Schwierigkeiten bei der Abgrenzung zu stillen Beteiligungen werden nicht gelöst. Bei den Regelungen für Höchstsummen pro Einzelinvestor sollte zumindest noch nachgebessert werden. In ihrer jetzigen Form sind diese Vorschriften zu starr bzw. zu weitgehend. Es ist nicht

⁶⁰⁶ Bereits auf der Startseite von *Companisto* findet sich im Unteren Bereich folgender Hinweis: „Crowdinvestings bieten große Chancen, sind jedoch Risikoinvestments. Im schlechtesten Fall besteht die Gefahr des Verlustes der gesamten Investition ...“; *Companisto GmbH*, companisto.de, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/> (zuletzt geprüft: 12.06.2015).

einzu sehen, warum vermögenden Privatpersonen hier unnötig Grenzen gesetzt werden, die sie als Business Angel beispielsweise nicht trifft.

Die Idee durch ein Vermögensanlagen- Informationsblatt dem Anleger noch einmal in Kürze alle wichtigen Punkte vor Augen zu führen, ist grundsätzlich zu begrüßen. Dies ist nunmehr entgegen der anfänglichen Befürchtung der Kritiker auch online möglich, wodurch das eigentliche Konzept und die Funktionsweise von Crowdfundings ausreichend berücksichtigt wurden. Insgesamt ist zu sagen, dass der endgültige Gesetzesentwurf eine durchdachte Lösung für die sich aufzeigende Problematik bietet, die Interessen von Anbietern mit dem Verbraucherschutz in Einklang zu bringen und einen sicheren Rechtsrahmen zu schaffen. Die verbleibenden Kritikpunkte fallen grundsätzlich nicht so sehr ins Gewicht und können nach einer Probezeit und Evaluierung noch angepasst werden.

III. Crowdlending

In Hinblick auf das Crowdlending stellen sich vorliegend lediglich aufsichtsrechtliche Fragen. Crowdlending Plattformen betreiben die Vermittlung von Darlehensverträgen zwischen Kapitalnehmer und Partnerbank sowie zwischen Partnerbank und Kapitalgeber. Wie gezeigt handelt es sich hierbei um einen Maklervertrag bzw., soweit Darlehensnehmer ein Verbraucher ist, einen Darlehensvermittlungsvertrag nach § 655a BGB (s.o. Teil 4 A.IV.2.).

Zur Vermittlung solcher Verträge benötigt der Vermittler, also in diesem Falle die Plattform, eine Gewerbe erlaubnis nach § 34c Abs. 1 Nr. 2 GewO. Anders als die oben aufgezeigten Crowdinvesting Plattformen sind die Crowdlending Plattformen nicht von den sich durch das Kleinanlegerschutzgesetz ändernden Regelungen betroffen.⁶⁰⁷ Sie müssen also nicht in Zukunft eine Erlaubnis nach § 34f GewO beantragen.

⁶⁰⁷ Entgegen *Michels/Mayer*, VC Magazin 2015, 18, 19, die von der Zwischenschaltung einer Zweckgesellschaft sprechen, wodurch für diese eine Prospektpflicht durch die Änderungen des Kleinanlegerschutzgesetzes entstehe. Eine deutsche Plattform, die eine solche Konstruktion verwendet konnte jedoch vorliegend nicht ausfindig gemacht werden. Im Gegenteil arbeiten alle über das oben (Teil 4 A.IV.2.b)) beschriebene Modell der Vermittlung von Kreditverträgen einerseits und Forderungsabtretungen andererseits mit der dazwischengeschalteten Partnerbank (vgl. z.B. die AGB von je Auxmoney, *Auxmoney GmbH*, Nutzungsbedingungen (11/2014), verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen.pdf> (zuletzt geprüft: 13.05.2015); smava, *Smava GmbH*, AGB, verfügbar unter: https://www.smava.de/Downloads/smava_AGB_102014.pdf (Stand: Oktober 2014, zuletzt geprüft: 13.05.2015); lendico, *Lendico*, AGB (Privatanleger), verfügbar unter: <https://www.lendico.de/agn-privatanleger-321.html> (zuletzt geprüft: 03.06.2015); finmar, *Finmar GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/fileadmin/media/Recht/AGB.pdf> (Stand: 01.11.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015); zencap, *Zencap*, AGB (Privatanleger), verfügbar unter: <https://www.zencap.de/geschaeftsbedingungen-privatanleger-32.html> (zuletzt geprüft:

Der Unterschied liegt hier darin begründet, dass die oben beschriebene Änderung, welche in Hinblick auf Crowdinvesting Plattformen erfolgt, nunmehr partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen in das VermAnlG aufgenommen wurden und somit künftig als Vermögensanlage gelten (s.o. Teil 4 B.II.c)). Gewöhnliche Darlehen gelten nach wie vor nicht als Vermögensanlage in dem Sinne, da hier gerade nicht dasselbe Risiko besteht wie bei einem mit qualifiziertem Nachrang ausgestatteten Darlehen, welches bei Crowdinvestings Verwendung findet (s.u. Teil 4 C.II.).

Sollte die Plattform auch noch das Geld von den Kapitalgebern einziehen und an die Darlehensnehmer weiterleiten bzw. im Rahmen der monatlichen Rückzahlungen umgekehrt das Geld von den Darlehensnehmern einziehen und wieder anteilig an die Kapitalgeber verteilen, so ist an das Erfordernis einer Erlaubnis für das Betreiben von Bankgeschäften nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG zu denken. Als Bankgeschäft kommt hier vor allem § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 Var. 2 KWG (andere unbedingt rückzahlbare Beträge) in Betracht. Mangels Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs wie bei Crowdinvestings ist der Darlehensanspruch vorliegend als unbedingt rückzahlbar einzuordnen.⁶⁰⁸ Keine der untersuchten Plattformen verwaltet jedoch die Zahlungen selbst, sondern man bedient sich hierfür der Hilfe einer Partnerbank. Eine Erlaubnis nach dem KWG besteht demnach nicht. Gleiches gilt für eine Erlaubnispflicht als Zahlungsdienstleister nach § 8 ZAG. Es bleibt also letztlich sowohl nach alter als auch nach neuer Rechtslage lediglich bei dem Erfordernis einer Gewerbeerlaubnis als Darlehensvermittler nach § 34c Abs. 1 Nr. 2 GewO für Crowdlending Plattformen.

C. Weitergehende Regulierungsperspektiven

Wie einleitend zu diesem 4. Teil bereits erwähnt, gibt es keinen Crowdfunding-Vertrag als solchen im deutschen Zivilrecht. Die daraufhin abstrakt dargestellten rechtlichen Gestaltungen der Investmentmöglichkeiten auf den verschiedenen Plattformen zeigen jedoch, dass es für die Vertragsgestaltung verschiedenliche Möglichkeiten gibt und das deutsche Recht durchaus in der Lage ist, ohne größere Anpassungen einen Rahmen für das Phänomen Crowdfunding bereit zu stellen.

Wie weiter gesehen, war dies allerdings bisher gerade in Bezug auf partiarische Nachrangdarlehen, welche derzeit die beliebteste Variation bei Crowdinvestings darstellen, zunächst mit einiger Phantasie und weiter mit einer von mancher Seite kriti-

03.06.2015)).

608 *Nietsch/Eberle*, Der Betrieb 2014, 1788, 1790 f..

sierten Umgehung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften verbunden. Hier hat der Gesetzgeber bereits eine sinnvolle Lösung gefunden, die die Ziele für Wachstum und Beschäftigung der digitalen Agenda der Bundesregierung berücksichtigen.⁶⁰⁹ Der neue rechtliche Rahmen für Crowdfunding ist sicherer, effektiver und wird dem weiteren Wachstum wohl nicht entgegenstehen. Andererseits werden die Investoren effektiver geschützt. Für Crowdfunding ist die Regulierungsfrage damit erst einmal beantwortet.

Es bleibt hier lediglich die zu klärende Frage bestehen, wie sich das Kleinanlegerschutzgesetz auf das mittelbare Modell auswirkt, welches bei der Plattform *Fundsters* Verwendung findet. Weiterhin ist fraglich wie es um eine Regulierung außerhalb von Crowdfunding steht. Ist auch hier ein Einschreiten des Gesetzgebers vonnöten? Im Folgenden soll hierzu ein kurzer Überblick für Crowdfunding und Reward-Crowdfunding gegeben und die Frage nach einer Notwendigkeit von Regulierung jeweils verneint werden.

I. Auswirkungen für das mittelbare Modell

Wie ist nun das von *Fundsters* entwickelte mittelbare Modell zu bewerten? Auch nach der Umsetzung des Kleinanlegerschutzgesetzes bleibt es bei der Feststellung von *Beck*,⁶¹⁰ dass die spezialgesetzliche Prospektpflicht durch diese Konstellation weiterhin umgangen werden kann. Dies ist aus zwei Gründen unbedenklich. Zum einen greift auch hier, wie bei allen Crowdfundings, die allgemein-bürgerlich rechtliche Prospekthaftung ein (s.o. Teil 4 B.I.2.b)). Zum anderen sind die bisher auf *Fundsters* angebotenen Projekte sämtlich relativ klein im Vergleich zu den Millionen-Projekten von *Seedmatch* und *Companisto*.⁶¹¹ Hier ist abzuwarten, wie sich die Lage weiter entwickelt. Sollten nun alle Plattformen zur Finanzierung von Projekten über 2,5 Millionen Euro auf eine solche Konstruktion ausweichen (was wohl nicht sehr wahrscheinlich ist), so muss darüber nachgedacht werden, die Rechtslage weiter anzupassen. Momentan erscheint dies nicht notwendig.

609 *Digitale-agenda.de*, Digitale-Agenda | Wachstum und Beschäftigung, verfügbar unter: http://www.digitale-agenda.de/Webs/DA/DE/Grundsätze/Wachstum_Beschaeftigung/wachstum_beschaeftigung_node.html (zuletzt geprüft: 29.05.2015).

610 *Beck*, Crowdfunding, 2. Aufl., S. 115.

611 Das größte bisher über *Fundsters* erfolgreich finanzierte Projekt war *Lingoschools* mit einem Volumen von 154 744 Euro, *Fundsters AG*, Erfolgreich abgeschlossene Finanzierungen, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/investieren/> (zuletzt geprüft: 10.06.2015).

II. Regulierung von Crowdlending?

Für das Crowdlending lässt sich die Notwendigkeit einer weiteren Regulierung bereits im Ansatz verneinen. Es handelt sich bei den vermittelten Darlehen um gewöhnliche Darlehen, zumeist von Privat an Privat unter Einschaltung einer Partnerbank, die nicht annähernd dasselbe Risiko aufweisen wie die kapitalmarktrechtlich regulierten Vermögensanlagen.

Die Besonderheit des partiarischen Nachrangdarlehens ist eben der qualifizierte Nachrang, wodurch der Forderung im Insolvenzfall praktisch keinerlei wirtschaftlicher Wert mehr zukommt (s.o. Teil 4 A.IV.3.a)aa)). Dies ist bei gewöhnlichen Darlehen anders. Hier wird im Insolvenzfall die Forderung genau wie die aller anderen Gläubiger behandelt. Natürlich besteht auch hier die Möglichkeit eines Totalverlustes, dieser stellt sich aber weniger als Anlage- als vielmehr als gewöhnliches Geschäftsrisiko dar.

Kredite im Rahmen von Crowdlending haben eine bestimmte Laufzeit und einen bestimmten Zinssatz. Der Kapitalgeber kann sich bereits zuvor anhand der bereitgestellten Schufa-Auskunft über das Risiko informieren, wohingegen bei Crowdfunding das Risiko, wie grundsätzlich bei Startup-Finanzierungen, nur schwer einzuschätzen ist. Gewöhnlich kann man bereits ab 25 Euro eine Anlage vornehmen, bei *Seedmatch* beispielsweise muss es das Zehnfache davon sein. Die Rückzahlungen erfolgen monatlich, wohingegen man bei Crowdfunding unter Umständen lange Zeit nichts zurückbekommt.⁶¹²

Daneben ist für Crowdlending-Projekte noch hervorzuheben, dass diese sich bisher in einem äußerst kleinen Rahmen bewegen. Selbst die sich nunmehr auf Unternehmensdarlehen spezialisierte Plattform *Finmar* erlaubt diese nur bis zu einem Rahmen von 25 000 Euro (s.o. Teil 3 C.). Solange sich die Marktlage nicht drastisch ändert, braucht über eine weitere Regulierung nicht nachgedacht werden.

III. Regulierung von Reward-Crowdfunding?

Letzterer Punkt gilt nicht für Reward-Crowfundings. Die Projektgröße von einzelnen Projekten kann hier ein Vielfaches von bisher erfolgreich finanzierten Startups sein. Als Beispiel sei eines der größten Crowdfunding Projekte überhaupt ge-

⁶¹² *P2p-kreditmarktplatz.de*, Crowdfunding und P2P-Kredite im Vergleich, verfügbar unter: <http://p2p-kreditmarktplatz.de/p2p-anlage/p2p-kredite-und-crowdfunding.html> (zuletzt geprüft: 09.06.2015).

nannt, die Entwicklung des Online Videospiele *Star Citizen* unter der Federführung von Entwickler *Chris Roberts*.⁶¹³ Für das sich in stetiger Entwicklung befindende Spiel läuft eine Crowdfunding-Kampagne seit Oktober 2012. Ein Ende ist nicht abzusehen. Bis Ende März 2015 wurden bereits 77,3 Millionen US\$ eingenommen.⁶¹⁴ Sollte man angesichts dieser möglichen Summen ein Einschreiten des Gesetzgebers fordern? Diese Frage ist zu verneinen.

Traditionell ist einer Gründe, dass es im Bereich von Geldanlagen eine höhere Regulierungsdichte gibt, als in anderen Bereichen, dass Informationen auf dem Kapitalmarkt eine weitaus größere Rolle spielen als auf Gütermärkten.⁶¹⁵ Es wird davon ausgegangen, dass hier auch ein größeres Risiko besteht.⁶¹⁶ Die Investition in Startups ist mit einem immens hohen Risiko verbunden, nicht umsonst nennt man das eingesetzte Kapital auch Wagniskapital.

Die eingesetzten Gelder eines individuellen Kapitalgebers zur Startup-Finanzierung werden in den meisten Fällen auch deutlich höher sein, als bei der Vorfinanzierung eines Produktes. Bei *Star Citizen* beläuft sich die durchschnittliche Investitionssumme auf 96 US\$ pro Einzelperson.⁶¹⁷ Bei Crowdinvestings in Deutschland beläuft sich die durchschnittliche Investitionssumme auf 450 €.⁶¹⁸ Dies zeigt, dass bei Reward-Crowdfundings von einer Einzelperson so viel Geld gegeben wird, wie sie für die Gegenleistung zu zahlen bereit ist. Es gibt hier keine Unsicherheit darüber, wie hoch eine Rendite sein wird. Man kauft ein Produkt, das einen gewissen Marktwert hat. Man zahlt eben ein wenig früher, als man das Produkt erhält. Die einzelnen sehr teuren Rewards bei manchen Projekten werden von Personen gekauft, die bereit sind für ein Treffen mit dem Künstler beispielsweise, eine hohe Summe zu zahlen. Hier muss der Gesetzgeber nicht bemüht werden.

Auch das Risiko, dass ein Projekt scheitert, kann wiederum vom Gesetzgeber nicht angegangen werden. Dies tut er auch bei Crowdinvestings nicht, sondern stellt

613 <https://robertspaceindustries.com/> (zuletzt geprüft: 29.05.2015).

614 *Tach*, The secret to Star Citizen's \$77M success: Never stop crowdfunding, verfügbar unter: <https://www.polygon.com/2015/3/31/8319337/star-citizen-crowdfunding-success-explanation> (Stand: 31.03.2015, zuletzt geprüft: 29.05.2015).

615 *Klöhn*, WM 2012, 97, 98; s.o. Teil 4 B.II.2.a)aa).

616 *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), S. 6.

617 *Tach*, The secret to Star Citizen's \$77M success: Never stop crowdfunding, verfügbar unter: <https://www.polygon.com/2015/3/31/8319337/star-citizen-crowdfunding-success-explanation> (Stand: 31.03.2015, zuletzt geprüft: 29.05.2015).

618 *Hölzner/Kortleben/Biering*, Zukunftsperspektiven im Crowdfunding, S. 8.

lediglich bestimmte Informationen als besonders wichtig heraus. Auch für Reward-Crowdfundings besteht damit kein weiterer Handlungsbedarf.

IV. Zusammenfassung

Insgesamt lässt sich also festhalten, dass eine weitergehende Regulierung von Crowdfunding über das Kleinanlegerschutzgesetz hinaus zum jetzigen Zeitpunkt in keinem Bereich erforderlich ist. In Hinblick auf Crowdfunding bleibt eine geringe Restkritik bezogen auf das Kleinanlegerschutzgesetz bestehen, die aber einerseits nicht sonderlich ins Gewicht fällt und außerdem bereits durch eine zügige Evaluierung Ende 2016 wieder auf die Tagesordnung des Gesetzgebers kommen wird.

5. Teil: EU Perspektive

Der Vollständigkeit halber soll schließlich der Blick auf die europäische Perspektive gelenkt werden. Die bisherigen Bemühungen der Europäischen Kommission zum Thema Crowdfunding lassen sich im Internet auf der Webseite der Kommission unter der Rubrik Bank- und Finanzwesen abrufen.⁶¹⁹ Momentan beschränkt sich die Kommission darauf den Markt zu beobachten und Potentiale und Risiken abzuschätzen, um entscheiden zu können, ob eine Initiative der EU notwendig oder sinnvoll ist.⁶²⁰ Die wichtigsten Punkte sind:⁶²¹

- Workshop „Crowdfunding: Potentiale erschließen, Risiken reduzieren“ v. 03.06.2013 (hier befasst sich die Kommission zum ersten Mal eingehend mit dem Thema überhaupt)
- Konsultationsrunde zum Thema Crowdfunding Ende 2013
- Mitteilung der Kommission zu Crowdfunding v. 27.03.2014
- Einrichtung einer Expertengruppe, dem *European Crowdfunding Stakeholder Forum (ECSF)* Mitte 2014, welches bisher drei Mal getagt hat
- Studie zu Crowdfunding: Marktanalysen und Fallstudien in der EU, begann am 01.04.2015 (zum Bearbeitungszeitpunkt noch laufend⁶²²)

A. Überblick über die bisherigen Aktivitäten

Von Anfang an diskriminierte die Kommission bei ihren Aktivitäten nicht einzelne Crowdfunding-Arten, sondern befasste sich sowohl mit Donation- und Reward-

619 http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_de.htm (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

620 *Europäische Kommission*, Crowdfunding, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_de.htm (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

621 Zusätzlich wurde Crowdfunding als alternative Finanzierungsform für Startups sowie kleine bis mittelständische Unternehmen bereits im am 09.01.2013 veröffentlichten 'Entrepreneurship 2020 Action Plan' erwähnt, *Europäische Kommission*, COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS ENTREPRENEURSHIP 2020 ACTION PLAN Reigniting the entrepreneurial spirit in Europe, verfügbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0795:FIN:EN:PDF> (Stand: 09.01.2013, zuletzt geprüft: 05.06.2015), S. 10.

622 Über die Webseite der Kommission wird man lediglich aufgefordert Daten zu der Studie beizutragen und über einen Link auf die Website der Studie (*Crowdsurfer*; Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, verfügbar unter: <https://staging.crowdsurfer.com/info/ec/> (zuletzt geprüft: 05.06.2015)) umgeleitet, wo sodann die Crowdfunding-Plattformen aufgefordert werden, ihre Daten zur Verfügung zu stellen.

Crowdfunding sowie mit Crowdlending und Crowdinvesting. In dem Workshop im Juni 2013 wurde z.B. bereits davon gesprochen, dass Reward-Crowdfunding wesentlich simpler und risikoärmer sei, als finanzielle Formen von Crowdfunding.⁶²³ Sollte die EU im Bereich Crowdfunding tätig werden oder nicht? Und wenn ja, mit welchen Zielsetzungen? Auch diese Fragen wurden bereits im Rahmen dieses Workshops diskutiert.⁶²⁴

An der vom 03.10.2013 bis zum 31.12.2013 laufenden Konsultationsrunde konnte sich Jedermann beteiligen. Man könnte hier also von einem Crowdsourcing seitens der EU zwecks Informationsbeschaffung und Evaluierung möglicher Maßnahmen hinsichtlich Crowdfunding sprechen. Wie die Auswertung der Antworten auf die Konsultationsrunde aufzeigt, funktioniert für den Bereich Donation- und Reward-Crowdfunding (bezeichnet als „non-financial return platforms“) bereits der grenzüberschreitende Markt. Handlungsbedarf der EU, bis hin zu einer Harmonisierung der Voraussetzungen für Crowdfundings in Europa, wird vor allem bei Crowdlending und Crowdinvesting gesehen (bezeichnet als „lending or securities based platforms“ bzw. „crowdfunding for financial returns“).⁶²⁵

In der Mitteilung der Kommission vom März 2014 werden erstmals konkrete Handlungsmöglichkeiten aufgezählt. Die Maßnahmen bewegen sich jedoch alle im Bereich Beobachtung und Evaluierung, nicht im Bereich möglicher Regulierung. Dies ist jedoch aufgrund der Neuheit des Themas auch nicht anders zu erwarten.

623 *Europäische Kommission*, Crowdfunding: Untapping its potential, reducing the risks European Commission Workshop, Brussels, 3 June 2013 Summary of discussion, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0603-crowdfunding-workshop/docs/minutes_en.pdf (zuletzt geprüft: 05.06.2015), S. 2.

624 *Youtube.com*, Crowdfunding: Untapping its potential, reducing the risks, verfügbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=HyO6IeGtxQw> (zuletzt geprüft: 05.06.2015); in der Pressemitteilung zur im Oktober 2013 gestarteten Konsultationsrunde findet sich weiter ein Kommentar des Europäischen Kommissars für Binnenmarkt und Dienstleistungen, *Michael Barnier*: „Crowdfunding als alternative kollektive, partizipatorische und interaktive Methode der Mittelbeschaffung gewinnt zunehmend an Bedeutung. Es kann die Finanzierungslücken, denen sich viele Start-up-Unternehmen gegenübersehen, schließen und Anreize für Unternehmensgründungen schaffen. Angesichts der zunehmenden Verbreitung des Crowdfunding und der Unterschiedlichkeit der rechtlichen, aufsichtlichen, finanzpolitischen und sozialen Rahmenbedingungen innerhalb der EU stellt sich die Frage, ob wir nicht einen einheitlichen EU-Rahmen brauchen, um einerseits all jene zu unterstützen, die Crowdfunding-Plattformen entwickeln, und andererseits die Risiken für all jene zu mindern, die derartige Plattformen für die Finanzierung ihrer Projekte nutzen.“, *Europäische Kommission*, Pressemitteilung - Crowdfunding in Europa - Untersuchung des Mehrwertes potenzieller Maßnahmen der EU, verfügbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-906_de.htm?locale=en (Stand: 03.10.2013, zuletzt geprüft: 05.06.2015).

625 *Europäische Kommission*, SUMMARY: RESPONSES TO THE PUBLIC CONSULTATION ON CROWDFUNDING IN THE EU, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/summary-of-responses_en.pdf (Stand: 03.2014, zuletzt geprüft: 05.06.2015), S. 4, 9 ff..

Grundsätzlich ist der Ton der Mitteilung Crowdfunding gegenüber äußerst positiv. Konkret angesprochene Maßnahmen sind:⁶²⁶

- Einrichtung einer Expertengruppe *European Crowdfunding Stakeholder Forum*
- Erkundung der Möglichkeit der Einführung eines Gütezeichens für Plattformen, um durch Anerkennung der Übereinstimmung mit bestimmten Standards mehr Vertrauen bei den Nutzern zu schaffen
- Durchführung einer Studie zur Einordnung von Crowdfunding in den breiteren Kontext des Finanzsystems sowie einer weiteren Studie in Hinblick auf das Potential zur Förderung von Forschung und Innovation
- Sensibilisierung für Crowdfundings durch Information, Ausbildungsmaßnahmen und Anhebung von Standards
- Beobachtung nationaler Regulierungsbemühungen sowie Durchführung darauf abzielender Workshops zur Gewährleistung des Funktionierens des Binnenmarktes und Evaluierung der Notwendigkeit von EU-Regulierungsmaßnahmen

Das angesprochene *European Crowdfunding Stakeholder Forum* wurde am 25.06.2014 gegründet. Es besteht aus insgesamt 40 Mitgliedern, davon 15 Repräsentanten der EU-Mitgliedstaaten sowie 25 Repräsentanten von privaten Organisationen, darunter Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Interessenverbände, Industrievertreter und Verbraucherverbände. In der Folge tagte das Forum bereits drei Mal (25.09.2014, 03.11.2014 sowie 04.03.2015) und hat im Zuge dessen zu diversen Fragen bezüglich unterschiedlicher Crowdfunding Arten Stellung genommen.⁶²⁷

Beispielsweise wurde hier diskutiert, dass nicht genug Daten vorhanden sind, um den Markt innerhalb der EU genau einschätzen zu können und das potentielle Risiken sowie sogar die Begrifflichkeiten um die diversen Ausgestaltungsformen des

⁶²⁶ *Europäische Kommission*, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014), insb. S. 4, 12 ff.

⁶²⁷ *Europäische Kommission*, Crowdfunding, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_de.htm (zuletzt geprüft: 05.06.2015); *Europäische Kommission*, CALL FOR APPLICATIONS FOR PARTICIPATION IN A EUROPEAN COMMISSION INFORMAL EXPERT GROUP "EUROPEAN CROWDFUNDING STAKEHOLDER FORUM" (ECSF), verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/140416-callforapplication_en.pdf (Stand: 16.04.2014, zuletzt geprüft: 05.06.2015), S. 2; *Europäische Kommission*, Register der Expertengruppen und anderer ähnlicher Einrichtungen, verfügbar unter: <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetail&groupID=3130&Lang=DE> (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Crowdfunding noch nicht hinreichend geklärt sind.⁶²⁸ Auch Selbstregulierung der Plattformen, das bereits angesprochene Gütesiegel⁶²⁹ sowie die Möglichkeit eines 'Transparenz-Siegels'⁶³⁰ wurden besprochen.

Insgesamt zeigt sich, dass die EU bisher keine konkreten Pläne hat, in Hinblick auf Crowdfunding regulierend einzuschreiten. Alle bisherigen Maßnahmen sind informeller Natur und beschränken sich auf Datenerhebung, -auswertung sowie Diskussionen zu Entwicklungen und Möglichkeiten. Von einer Harmonisierung des Crowdfunding Marktes⁶³¹ ist die EU somit noch sehr weit entfernt.

B. Stellungnahme

Bei Crowdfunding handelt es sich nach wie vor um einen sehr jungen und dynamischen Markt, der in seiner konkreten Ausgestaltung weiterhin regelmäßigen Änderungen unterworfen ist. Ein zu schnelles Einschreiten der EU wäre hier kontraproduktiv. Der jetzige Ansatz der Kommission, den Markt zu beobachten, Informationen zu sammeln und auszuwerten, ist der richtige Weg. Äußerst positiv ist auch die Beteiligung einer breiten Öffentlichkeit der Meinungsbildung, sei es durch die für Jedermann offene Konsultationsrunde oder das im letzten Jahr eingerichtete *European Crowdfunding Stakeholder Forum*.

Erste Trends in den Diskussionen lassen darauf schließen, dass für Reward-Crowdfunding kein großer Handlungsbedarf besteht. Hingegen für Crowdlending und Crowdinvesting umso mehr. Hier sind die einzelnen nationalen Regelungen bisher zu unterschiedlich, als das ein EU-weiter Markt sein volles Potential entwickeln könnte. Aber auch hier ist eine vorsichtige Herangehensweise seitens der EU sicher die richtige Lösung. Die nationalen Regeln sind überall im Umbruch und durch Informations-

628 *Europäische Kommission*, Minutes of the 1st European Crowdfunding Stakeholder Forum meeting Held on 25 September 2014, in Brussels, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/140925-minutes_en.pdf (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

629 *Europäische Kommission*, Minutes of the 2nd European Crowdfunding Stakeholder Forum meeting Held on 3 November 2014, in Brussels, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/141103-minutes_en.pdf#maincontentSec6 (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

630 *Europäische Kommission*, DRAFT Minutes of the 3rd meeting of the European Crowdfunding Stakeholder Forum (ECSF), verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-minutes-ecsf_en.pdf (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

631 *Für-Gründer.de*, Crowdinvesting Symposium: Investorenkämpfe um Gewinne?, verfügbar unter: <http://www.fuergruender.de/blog/2014/06/crowdinvesting-symposium-hornuf/> (Stand: 10.06.2014, zuletzt geprüft: 11.07.2014).

bereitstellung und Workshops erscheint bereits eine gewisse Angleichung auf informellem Wege möglich. Bedarf für zügige Regulierungsmaßnahmen besteht momentan nicht.

6. Teil: Fazit

Diese Abhandlung begann mit der grundsätzlichen Darstellung, was Crowdfunding überhaupt ist. Sodann wurde dargestellt welche Bedeutung es mittlerweile in Gesellschaft und Wirtschaft erlangt hat und welche diversen Ausgestaltungsformen es gibt. Generell war es wichtig darzustellen, dass es sich um eine neues, sich nach wie vor im Wandel und Wachstum begriffenes Phänomen handelt. Erst danach konnte zur rechtlichen Analyse spezifisch bezogen auf die deutsche Rechtslage eingegangen werden.

Wie bei allen neuen Phänomenen, die zwischenmenschliche Beziehungen im Sinne von vertraglichen Ansprüchen betreffen, so stellte sich auch beim Crowdfunding in allen seinen Varianten die Frage danach, ob die vorhandenen rechtlichen Instrumentarien ausreichen würden, um der sich ändernden Lebenswirklichkeit gerecht zu werden. Diese Frage kann mit Blick auf die Ergebnisse dieser Abhandlung ohne Weiteres mit 'Ja' beantwortet werden.

Die im deutschen Zivilrecht vorzufindenden Instrumentarien reichen aus, um allen Formen von Crowdfundings eine rechtliche Basis zu geben. Zwar ergeben sich in Hinblick auf die Crowd und die Rolle der Plattform gewisse Besonderheiten (Mehrzahl an Geldgebern, Rolle der Plattform als Intermediär, Gestaltung der Musterverträge, usw.). Diesen Besonderheiten kann jedoch, wie hier vielfältig dargestellt wurde, ohne größeren Problemen begegnet werden.

Vor allem Reward-Crowdfunding und Crowdlending stellen das deutsche Recht vor keine größeren Schwierigkeiten. Hier handelt es sich schlicht um die Vorfinanzierung von Produkten, Veranstaltungen oder sonstigen Dingen (Reward-Crowdfunding) oder aber die Vermittlung von Darlehen (Crowdlending). Für diese beiden Crowdfunding Arten besteht zum jetzigen Zeitpunkt kein weiterer Handlungsbedarf. Die rechtlichen Rahmenbedingungen sind klar erkennbar und das Risiko für diese Arten von Crowdfunding ist weitaus niedriger einzuschätzen als für Crowdinvesting. Dies erklärt auch, warum der Gesetzgeber richtigerweise bisher keinen Handlungsbedarf in diesen Bereichen gesehen hat.

An den Stellen, an denen es Schwierigkeiten bzw. bestehende Gesetzeslücken gab, was für den großen und neuesten Bereich Crowdinvesting der Fall war, wurde bereits durch das in Kürze in Kraft tretende Kleinanlegerschutzgesetz nachgebessert. Mit dem Kleinanlegerschutzgesetz hat der Gesetzgeber, nach anfangs harscher Kritik

vor allem von Seiten der Crowdfunding-Plattformen und Initiatoren von Crowdfundings, im letzten Moment dank Intervention des Bundesrates und des Finanzausschusses ein solides Paket an Maßnahmen entwickelt. Diese werden bestehende Unsicherheiten bereinigen und Crowdfunding auf eine rechtlich bessere Grundlage stellen, als dies bisher der Fall war.

Zwei der größten Kritikpunkte (die Notwendigkeit der Rücksendung eines unterschriebenen Vermögensanlagen-Informationsblattes sowie die weitreichenden Werbebeschränkungen) wurden im laufenden Verfahren nachgebessert. Diese für internetbasierte Crowdfundings einen Medienbruch darstellenden Restriktionen wurden vernünftigerweise wieder fallen gelassen. Lediglich an Detailfragen könnte hier noch nachgebessert werden (z.B. der Erweiterung der Bereichsausnahmen für Crowdfundings auf alle Anlageformen des VermAnlG anstatt lediglich auf partiarische [Nachrang-] Darlehen oder das Absehen von Höchstinvestitionssummen für vermögende Einzelinvestoren, die keine Kapitalgesellschaft sind). Dank der für Ende 2016 vorgesehenen Evaluierung von § 2a VermAnlG⁶³² ist jedoch nicht ausgeschlossen, dass relativ schnell auf Schwierigkeiten bei der Umsetzung der Maßnahmen reagiert wird. Eine Gefahr für die Plattformen und deren Existenzgrundlage, wie von mancher Seite nach Vorstellung des ersten Gesetzesentwurfes befürchtet,⁶³³ besteht jedenfalls nicht.

Die geplante Erhöhung der Grenze von 100 000 Euro auf 2,5 Millionen Euro, bis zu welcher künftig die Gewährung einer Ausnahme von der spezialgesetzlichen Prospektspflicht des VermAnlG eingreift, ist sicher angemessen. Bei darüber liegenden Fundings fallen die anteiligen Kosten für die Erstellung eines Prospektes nicht so sehr ins Gewicht. Weiterhin hat es bisher nur wenige Großprojekte gegeben, die über dieser Summe lagen. Es ist also auch in Zukunft davon auszugehen, dass sich die meisten Projekte innerhalb dieses Finanzierungsrahmens bewegen werden und damit von der spezialgesetzlichen Prospektspflicht nunmehr endgültig rechtssicher verschont bleiben. Damit stellt für den Großteil der künftigen Crowdfundings das Kleinanle-

632 *Deutsche Bundesregierung*, Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014), S. 41.

633 *Companisto GmbH*, Crowdfunding durch Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes bedroht, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/crowdfunding-durch-entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-bedroht-article-658?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=cba10e097e-Companisto_Newsletter_77&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-cba10e097e-75199081 (Stand: 31.07.2014, zuletzt geprüft: 14.08.2014).

gerschutzgesetz eine deutliche Verbesserung der bisher unsicheren Rechtslage dar, da man nun nicht mehr auf das Ausnutzen von Regelungslücken angewiesen bleibt.

Dass auch zukünftig voraussichtlich die meisten Crowdinvestings nicht unter eine spezialgesetzliche Prospektspflicht fallen werden, da einer der (neuen) Ausnahmetatbestände eingreifen wird, ist nicht weiter problematisch. Die Diskussion um eine Regulierung von partiarischen Nachrangdarlehen ließ zeitweilig vermuten, dass ein Crowdinvestor hier völlig schutzlos gestellt sei. Dies ist nicht der Fall. Im Gegenteil griff auch in diesem Falle bereits die allgemein-bürgerlich rechtliche Prospekthaftung. Daran wird sich auch mit Aufnahme des partiarischen Darlehens in das VermAnlG nichts ändern. Es bleibt bei einer Anwendbarkeit der Grundsätze der allgemein-bürgerlich rechtlichen Prospekthaftung auch für die Fälle in denen einer der Ausnahmetatbestände von der spezialgesetzlichen Prospektspflicht eingreift (s.o. Teil 4 B.I.2.b)). Die allgemein-bürgerlich rechtliche Prospekthaftung spielt also für Crowdinvestings eine herausragende und wichtige Rolle. Vor allem die Kapitalnehmer sollten bei der Bereitstellung von Informationen auf den Beschreibungsseiten der Plattform die hier entwickelten Grundsätze beachten.

7. Teil: Anhang

A. Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
Anl.	Anlage
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BFH	Bundesfinanzhof
BGH	Bundesgerichtshof
d.h.	das heißt
f./ff.	folgende
Fn.	Fußnote
ggü.	gegenüber
i.e.S.	im engeren Sinne
i.S.d.	im Sinne der/des
insb.	insbesondere
Kom.	Kommentar
R&D	Research and Development
Rn.	Randnummer
s.o.	siehe oben
s.u.	siehe unten
sog.	sogenannt(e)
vergl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel
Ziff.	Ziffer

B. Literaturverzeichnis

- Ahmia, Tarik*, Risikogeschäfte bei Windparks: Warnung vor grünen Geldanlagen, verfügbar unter: <http://www.taz.de/!48604/> (Stand: 19.02.2010, zuletzt geprüft: 04.12.2014).
- ArtistShare*, About Us, verfügbar unter: <http://artistshare.com/v4/About> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).
- Assmann, Heinz-Dieter*; in: Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A.: Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. München 2007.
- Aurich, Bastian*, Neues Maßnahmenpaket für den grauen Kapitalmarkt, in: Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (GWR) 2014, 295–298.
- Auxmoney GmbH*, Geldanlage, verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/kredit/geldanlage-geldanlage.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).
- Auxmoney GmbH*, Handelsblatt: Schnelles Geld vom Schwarm, verfügbar unter: <http://auxmoney-presse.de/handelsblatt-schnelles-geld-vom-schwarm/> (zuletzt geprüft: 13.10.2014).
- Auxmoney GmbH*, Nutzungsbedingungen (11/2014), verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen.pdf> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).
- Auxmoney GmbH*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/infos/geld-anlegen-mit-auxmoney> (zuletzt geprüft: 16.04.2014).
- Auxmoney GmbH*, Über Uns, verfügbar unter: <https://www.auxmoney.com/infos/ueber-uns> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).
- BaFin*, Hinterlegte Verkaufsprospekte für Vermögensanlagen, Verkaufsprospekte und Wertpapier-Prospekte: URBANARA Home AG, verfügbar unter: <https://portal.mvp.bafin.de/database/VPInfo/emittenten.do?cmd=zeigeProspekteZuProspekt&id=7667709&bereich=0&emittentenSuche=true> (zuletzt geprüft: 11.12.2014).
- BaFin*, Prospekte für Wertpapiere, verfügbar unter: http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/ProspekteWertpapiere/prospektewertpapiere_node.html (Stand: 10.05.2013, zuletzt geprüft: 08.12.2014).

- BaFin*, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, verfügbar unter: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html (Stand: 24.07.2013, zuletzt geprüft: 14.11.2014).
- BaFin*, Prospekte für Vermögensanlagen, verfügbar unter: http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/ProspekteVermoeegensanlagen/prospektevermoeegensanlagen_node.html (Stand: 29.05.2015, zuletzt geprüft: 09.06.2015).
- Balser, Markus / Hollenstein, Oliver*, Aus der Traum von der ethisch korrekten Geldanlage: Insolvenz von Prokon, verfügbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/insolvenz-von-prokon-aus-der-traum-von-der-ethisch-korrekten-geldanlage-1.1869661> (Stand: 22.01.2014, zuletzt geprüft: 04.12.2014).
- Bamberger, Heinz Georg / Roth, Herbert*, Beck'scher Online Kommentar BGB, 31. Edition (01.05.2014), München (zit.: BeckOK BGB/Bearbeiter, § Rn.).
- Bareiß, Andreas*, Filmfinanzierung 2.0: Funktionsweise und Rechtsfragen des Crowdfunding, in: Zeitschrift für Urheber und Medienrecht (ZUM) 2012, 456–465.
- Baumbach, Adolf / Hopt, Klaus J.*, Handelsgesetzbuch: mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 36. Aufl., München 2014 (zit.: Baumbach/Hopt/Bearbeiter, § Rn.).
- Baumbach, Adolf / Hueck, Alfred*, GmbHG: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 20. Aufl., München 2013 (zit.: Baumbach/Hueck/Bearbeiter, § Rn.).
- BBC News*, Windows 8: Microsoft unveils consumer preview, verfügbar unter: <http://www.bbc.com/news/technology-17205753> (Stand: 29.02.2012, zuletzt geprüft: 10.12.2014).
- Beck, Ralf*, Missverständnisse um den Begriff Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.crowdinvestor24.de/2013/02/07/missverst%C3%A4ndnisse-um-den-begriff-crowdfunding/> (Stand: 07.02.2013, zuletzt geprüft: 15.04.2014).
- Beck, Ralf*, Crowdfunding: Die Investition der Vielen, 2. Aufl., Düsseldorf 2014 (zit.: Beck, Crowdfunding, 2. Aufl.).
- Beck, Ralf*, Crowdfunding: Die Investition der Vielen, 3. Aufl., Kulmbach 2014 (zit.: Beck, Crowdfunding, 3. Aufl.).

- Beck-Aktuell*, Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts (Entwicklungsgeschichte), verfügbar unter: <http://gesetzgebung.beck.de/node/1012098> (zuletzt geprüft: 01.09.2014).
- Begner, Jörg*, Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrechts: Was Plattformbetreiber und kapitalsuchende Anbieter von Beteiligungsmöglichkeiten beachten müssen., in: *BaFinJournal* 2012, 11–15.
- Bergfürst Bank AG*, Auf Anhieb drei Millionen Euro: Erste Crowd-Emission auf BERGFÜRST erfolgreich beendet: Pressemitteilung, verfügbar unter: https://de.bergfuerst.com/static/pressemitteilung/131104_PM-Emission-URBANARA.pdf (zuletzt geprüft: 01.08.2014).
- Bergfürst Bank AG*, Beteiligungen zeichnen - So funktioniert's, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/so-funktioniert/beteiligung-zeichnen> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).
- Bergfürst Bank AG*, Das Middendorf-Haus, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/immobilien/middendorf-haus-hamburg> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).
- Bergfürst Bank AG*, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/so-funktioniert/unternehmen-beteiligung> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).
- Bergfürst Bank AG*, Über Bergfürst, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/ueber-bergfuerst> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).
- Bergfürst Bank AG*, Jetzt geht's los! BERGFÜRST erhält die Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)!, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/71/jetzt-gehts-los-bergfuerst-erhaelt-die-erlaubnis-der-bundesanstalt-fuer-finanzdienstleistungsaufsicht-bafin> (Stand: 24.10.2012, zuletzt geprüft: 14.11.2014).
- Bergfürst Bank AG*, BERGFÜRST entwickelt als erstes FinTech-Unternehmen mit Bank-Lizenz Finanzierungsmodelle der Zukunft, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/news/details/270/bergfuerst-entwickelt-als-erstes-fintech-unternehmen-mit-bank-lizenz-finanzierungsmodelle-der-zukunft> (Stand: 22.07.2014, zuletzt geprüft: 01.08.2014).
- Bergfürst Bank AG / Urbanara Home AG*, URBANARA Home AG, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/unternehmen/urbanara> (zuletzt geprüft: 01.08.2014).

- BiteBox GmbH*, Crowdfunding für BiteBox auf Companisto, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/bitebox-startup-28/overview> (zuletzt geprüft: 17.04.2014).
- Blazek, Daniel*, Fallen des Nachrangdarlehens, verfügbar unter: <http://www.rae-bemk.de/bemt/wp-content/uploads/2013/02/Fallen-des-Nachrandarlebens-BEMK-DB-01062014-V-2fl.pdf> (Stand: 05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014).
- Bohmeyer, Michael*, Pilotprojekt "Mein Grundeinkommen" - startnext.de, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/mein-grundeinkommen> (zuletzt geprüft: 04.08.2014).
- Brainpool*, Die magische Grenze ist erreicht: 1 Million Besucher für STROMBERG – DER FILM!, verfügbar unter: <http://www.brainpool.de/de/Presse/2014/Maerz/Die-magische-Grenze-ist-erreicht-1-Million-Besucher-fuer-STROMBERG-DER-FILM!> (Stand: 17.03.2014, zuletzt geprüft: 12.06.2014).
- Brainpool Artist & Content Services GmbH*, Die wichtigsten Informationen im Überblick, verfügbar unter: <http://www.myspass.de/myspass/specials/stromberg-kino-film/investieren/> (zuletzt geprüft: 09.04.2015).
- Brainpool Artist & Content Services GmbH*, Teilnahmebedingungen, verfügbar unter: <http://www.myspass.de/myspass/specials/stromberg-kinofilm/fragen-und-antworten/teilnahmebedingungen/> (zuletzt geprüft: 10.06.2015).
- Brainpool Artist & Content Services GmbH*, Stromberg der Film: Gewinnauszahlung an alle Crowdfinancierer, verfügbar unter: <http://www.stromberg-der-film.de/Ueber-den-Film/News/Gewinnauszahlung-an-alle-Crowdfinancierer> (Stand: 16.10.2014, zuletzt geprüft: 09.04.2015).
- Bundesministerium der Finanzen*, Stärkung des Verbraucherschutzes im Finanzmarkt: Pressekonferenz mit Bundesfinanzminister Dr. Wolfgang Schäuble und Justizminister Heiko Maas zum Aktionsplan der Bundesregierung für Verbraucherschutz im Finanzmarkt., verfügbar unter: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Video/2014/2014-05-22-statement-Verbraucherschutz/2014-05-22-statement-Verbraucherschutz.html> (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 04.12.2014).
- Bundesministerium der Finanzen*, Mehr Schutz für Anleger, verfügbar unter: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanz->

politik/2014/11/2014-11-12-PM-kleinanlegerschutzgesetz.html (Stand: 12.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014).

Bundesministerium der Finanzen / Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, Aktionsplan der Bundesregierung zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Aktionsplan-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=3 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014).

Bundesministerium der Finanzen / Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (Stand: 22.05.2014, zuletzt geprüft: 05.08.2014).

Bundesregierung.de, Deutschlands Zukunft gestalten: Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 18. Legislaturperiode, verfügbar unter: http://www.bundesregierung.de/Content/DE/_Anlagen/2013/2013-12-17-koalitionsvertrag.pdf;jsessionid=7A98727A43EA26CAF7587273B0460346.s4t1?__blob=publicationFile&v=2 (zuletzt geprüft: 18.11.2014).

Bürger, Thomas, Aufklärung in Zürich, in: Estermann, Monika / Wittmann, Reinhard: Archiv für Geschichte des Buchwesens Frankfurt am Main 1997.

Business-on.de, Europas größtes Crowdinvesting mit Rekordsumme abgeschlossen, verfügbar unter: http://www.business-on.de/berlin/crowdfunding-europas-groesstes-crowdinvesting-mit-rekordsumme-abgeschlossen-_id25274.html (Stand: 31.03.2015, zuletzt geprüft: 22.05.2015).

Cinedime GmbH, König Laurin, verfügbar unter: <https://www.cinedime.de/medias/2/konig-laurin> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

Cinedime GmbH, Lena Love, verfügbar unter: <https://www.cinedime.de/medias/1/lena-love> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

Cinedime GmbH, AGB, verfügbar unter: <https://www.cinedime.de/terms.pdf> (Stand: 05.03.2013, zuletzt geprüft: 02.06.2015).

Companisto GmbH, Buchungssituation in WEISSENHAUS übertrifft Planung, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/news/buchungssituation-in-weissenhaus>

senhaus-%C3%BCbertrifft-planung-startup-article-672 (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

Companisto GmbH, companisto.de, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/> (zuletzt geprüft: 12.06.2015).

Companisto GmbH, Crowdfunding für Sawade - Übersicht, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/investment/sawade> (zuletzt geprüft: 19.12.2015).

Companisto GmbH, Crowdfunding für WEISSENHAUS auf Companisto, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/weissenhaus-startup-36/overview> (zuletzt geprüft: 22.05.2015).

Companisto GmbH, Crowdfunding für WIE MÄNNER ÜBER FRAUEN REDEN auf Companisto, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/startups/wie-maenner-ueber-frauen-reden-startup-45/overview> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

Companisto GmbH, FAQ, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/faq> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

Companisto GmbH, Sawade - VermögensanlageInfBl, verfügbar unter: https://www.companisto.com/assets/1439460531_Verm%C3%B6gensanlagen-Informationenblatt_Sawade.pdf (zuletzt geprüft: 19.12.2015).

Companisto GmbH, So funktioniert Companisto, verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/how-companisto-works> (zuletzt geprüft: 26.06.2014).

Companisto GmbH, Venture Loan in Form eines Nachrangdarlehens, verfügbar unter: https://www.companisto.com/assets/1439448552_Nachrangdarlehensvertrag_Sawade.pdf (zuletzt geprüft: 19.12.2015).

Companisto GmbH, Companisto expandiert nach Europa, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/companisto-expandiert-nach-europa-article-501?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=122f2e02cd-Companisto_Newsletter_60&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-122f2e02cd-75199081 (Stand: 09.03.2014, zuletzt geprüft: 27.06.2014).

Companisto GmbH, AGB (31.01.2014), verfügbar unter: <https://www.companisto.de/business-terms> (Stand: 31.01.2014, zuletzt geprüft: 11.02.2014).

Companisto GmbH, AGB (23.05.2014), verfügbar unter: <https://www.companisto.com/de/business-terms> (Stand: 23.05.2014, zuletzt geprüft: 28.08.2014).

Companisto GmbH, Jetzt bei Companisto: Immobilienbeteiligungen mit attraktiver Verzinsung, verfügbar unter: [https://www.companisto.com/de/news/demn%C3%A4chst-bei-companisto:-immobilienbeteiligungen-mit-attraktiver-verzinsung-article-629?](https://www.companisto.com/de/news/demn%C3%A4chst-bei-companisto:-immobilienbeteiligungen-mit-attraktiver-verzinsung-article-629?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=e18266d20b-Companisto_Newsletter_73&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-e18266d20b-75199081)

[utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=e18266d20b-Companisto_Newsletter_73&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-e18266d20b-75199081](https://www.companisto.com/de/news/demn%C3%A4chst-bei-companisto:-immobilienbeteiligungen-mit-attraktiver-verzinsung-article-629?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=e18266d20b-Companisto_Newsletter_73&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-e18266d20b-75199081) (Stand: 08.07.2014, zuletzt geprüft: 31.07.2014).

Companisto GmbH, Crowdfunding durch Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes bedroht, verfügbar unter: [https://www.companisto.com/de/news/crowdfunding-durch-entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-bedroht-article-658?](https://www.companisto.com/de/news/crowdfunding-durch-entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-bedroht-article-658?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=cba10e097e-Companisto_Newsletter_77&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-cba10e097e-75199081)

[utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=cba10e097e-Companisto_Newsletter_77&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-cba10e097e-75199081](https://www.companisto.com/de/news/crowdfunding-durch-entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-bedroht-article-658?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=cba10e097e-Companisto_Newsletter_77&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-cba10e097e-75199081) (Stand: 31.07.2014, zuletzt geprüft: 14.08.2014).

Companisto GmbH, Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes torpediert Startup-Förderung, verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/news/entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-torpediert-startup-f%C3%B6rderung-article-692?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=3dbb6ae391-Companisto_Newsletter_82&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-3dbb6ae391-75199081

[utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=3dbb6ae391-Companisto_Newsletter_82&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-3dbb6ae391-75199081](https://www.companisto.com/de/news/entwurf-des-kleinanlegerschutzgesetzes-torpediert-startup-f%C3%B6rderung-article-692?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=3dbb6ae391-Companisto_Newsletter_82&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-3dbb6ae391-75199081) (Stand: 09.09.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014).

Companisto GmbH, Kleinanlegerschutzgesetz verabschiedet - Crowdfunding-Branche bedroht, verfügbar unter: [https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet--crowdfunding-branche-bedroht-article-755?](https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet--crowdfunding-branche-bedroht-article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081)

[utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081](https://www.companisto.com/de/news/kleinanlegerschutzgesetz-verabschiedet--crowdfunding-branche-bedroht-article-755?utm_source=Companisto+Newsletter&utm_campaign=4f878b89d3-Companisto_Newsletter_92&utm_medium=email&utm_term=0_9e3ce6926d-4f878b89d3-75199081) (Stand: 13.11.2014, zuletzt geprüft: 20.11.2014).

Companisto GmbH, AGB (Stand: 31.03.2015), verfügbar unter: https://www.companisto.com/de/assets/1427809996_AGB.pdf (Stand: 31.03.2015, zuletzt geprüft: 09.06.2015).

Crowdfunding Blog, Liste von Crowdfunding-Problemfällen (Insolvenzen, vorläufige Insolvenzen, Insolvenzprüfverfahren, Geschäftsaufgaben, etc.), verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2014/01/30/liste-der-crowdfunding-problemaellen/> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

Crowdfunding Blog, Reward Based Crowdfunding für Hardware Startups am Beispiel von Lock8, verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2013/11/03/reward-based->

crowdfunding-fur-hardware-startups-am-beispiel-von-lock8/ (Stand: 03.11.2013, zuletzt geprüft: 14.08.2014).

Crowdfunding Blog, Urbanara-Funding auf Bergfürst erreicht Emissionsvolumen von über 3 Millionen Euro, verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2013/11/04/urbanara-funding-auf-bergfurst-erreicht-emissionsvolumen-von-uber-3-millionen-euro/> (Stand: 04.11.2013, zuletzt geprüft: 29.08.2014).

Crowdfunding.de, Crowdfunding Plattformen Übersicht, verfügbar unter: <http://www.crowdfunding.de/plattformen/> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

Crowdfunduk, Crowdfunding lessons from history – The Statue of Liberty, verfügbar unter: <http://crowdfunduk.org/2012/01/05/crowdfunding-lessons-from-history-the-statue-of-liberty/> (Stand: 05.01.2012, zuletzt geprüft: 23.04.2014).

Crowdsurfer, Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, verfügbar unter: <https://staging.crowdsurfer.com/info/ec/> (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Deutsche Bundesregierung, Referentenentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes Kleinanlegerschutzgesetzes: RefR_KleinanlegerschutzG, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-07-28-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (Stand: 28.07.2014, zuletzt geprüft: 04.08.2014).

Deutsche Bundesregierung, Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Stand: 10.11.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014).

Deutscher Bundestag (18. Wahlperiode), BT-Drs 18/4708, verfügbar unter: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/047/1804708.pdf> (Stand: 22.04.2015, zuletzt geprüft: 14.05.2015).

Digitale-agenda.de, Digitale-Agenda | Wachstum und Beschäftigung, verfügbar unter: http://www.digitale-agenda.de/Webs/DA/DE/Grundsaeetze/Wachstum_Beschaeftigung/wachstum_beschaeftigung_node.html (zuletzt geprüft: 29.05.2015).

Donationto.com, Honeymoon & Wedding Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.donationto.com/blog/honeymoon-wedding-crowdfunding/> (Stand: 03.09.2013, zuletzt geprüft: 24.04.2014).

- Dörner, Barbara*, Das partiarische Darlehen: Ein aufsichtsfreies Anlagemodell als Sprungbrett zur Börse, in: *experten Report 2007*, 2–3.
- Dörner, Barbara*, Das partiarische Darlehen - weiterhin prospekt- und aufsichtsfrei, in: *AssCompact 2011*, 180–181.
- Dörner, Stephan*, Crowdinvesting: Der sonderbare Aufstieg eines Exoten-Darlehens, verfügbar unter: <http://blogs.wsj.de/wsj-tech/2013/12/05/crowdinvesting/> (zuletzt geprüft: 15.04.2014).
- Dörner, Stephan*, Companisto: Luxus-Hotel stellt neuen Europa-Rekord beim Crowdfunding auf, verfügbar unter: <http://blogs.wsj.de/wsj-tech/2014/08/27/crowdfunding-europarekord/> (Stand: 27.08.2014, zuletzt geprüft: 29.08.2014).
- Drake, David*, Crowdfunding In Europe: The Top 10 'Peer-to-Peer' Lenders, verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/groupthink/2013/04/23/crowdfunding-in-europe-the-top-10-peer-to-peer-lenders/> (Stand: 23.04.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015).
- Dresden Marketing GmbH*, Dresden Durchstarter - AGB, verfügbar unter: <https://www.dresden-durchstarter.de/Rechtliche-Informationen/AGB.html> (zuletzt geprüft: 15.05.2015).
- Ebert, Tim*, Stille Gesellschaft, Genussrecht und partiarisches Darlehen als mezzanine Kapitaltitel zur Finanzierung einer GmbH: eine Analyse der historischen Entwicklung und Abgrenzung dieser Finanzierungsinstrumente sowie der mit diesen verbundenen Kompetenz- und Eigenkapitalersatzfragen im GmbH-Recht: Dissertation an der Universität Kiel aus 2009, Frankfurt am Main 2010 (zit.: *Ebert, Mezzanine Kapital*).
- Econeers GmbH*, *Econeers Facts*, verfügbar unter: https://www.econeers.de/system/files/Econeers_Facts_140312.pdf (Stand: 12.03.2014, zuletzt geprüft: 03.07.2014).
- Econeers GmbH / Sonneninvest Langenbogen GmbH & Co. KG*, *Econeers - Crowdfunding für Solarpark Langenbogen*, verfügbar unter: <https://www.econeers.de/investmentchancen/sonneninvest> (zuletzt geprüft: 03.07.2014).
- Ehmann, Timo / Forster, Jens*, Umsetzung der Verbraucherrechterichtlinie – Teil 1: Der neue „allgemeine Teil“ des Verbraucherschutzes, in: *Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (GWR) 2014*, 163–167.

Europäische Kommission, Crowdfunding: Untapping its potential, reducing the risks European Commission Workshop, Brussels, 3 June 2013 Summary of discussion, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0603-crowdfunding-workshop/docs/minutes_en.pdf (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, DRAFT Minutes of the 3rd meeting of the European Crowdfunding Stakeholder Forum (ECSF), verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-minutes-ecs_f_en.pdf (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, Minutes of the 1st European Crowdfunding Stakeholder Forum meeting Held on 25 September 2014, in Brussels, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/140925-minutes_en.pdf (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, Minutes of the 2nd European Crowdfunding Stakeholder Forum meeting Held on 3 November 2014, in Brussels, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/141103-minutes_en.pdf#maincontentSec6 (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, Register der Expertengruppen und anderer ähnlicher Einrichtungen: European Crowdfunding Stakeholders Forum (E03130), verfügbar unter: <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetail&groupID=3130&Lang=DE> (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, Crowdfunding, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_de.htm (zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, Crowdfunding: Potentiale erschließen, Risiken reduzieren, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0603-crowdfunding-workshop/index_de.htm (Stand: 03.10.2014, zuletzt geprüft: 29.05.2015).

Europäische Kommission, COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS ENTREPRENEURSHIP 2020 ACTION PLAN Reigniting the entrepreneurial spirit in Europe, verfügbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0795:FIN:EN:PDF> (Stand: 09.01.2013, zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, Pressemitteilung - Crowdfunding in Europa - Untersuchung des Mehrwertes potenzieller Maßnahmen der EU, verfügbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-906_de.htm?locale=en (Stand: 03.10.2013, zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, SUMMARY: RESPONSES TO THE PUBLIC CONSULTATION ON CROWDFUNDING IN THE EU, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/summary-of-responses_en.pdf (Stand: 03.2014, zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäische Kommission, Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union: MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN AUSSCHUSS DER REGIONEN, verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf (Stand: 27.03.2014, zuletzt geprüft: 09.12.2014).

Europäische Kommission, CALL FOR APPLICATIONS FOR PARTICIPATION IN A EUROPEAN COMMISSION INFORMAL EXPERT GROUP "EUROPEAN CROWDFUNDING STAKEHOLDER FORUM" (ECSF), verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/140416-callforapplication_en.pdf (Stand: 16.04.2014, zuletzt geprüft: 05.06.2015).

Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss, Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zu der Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen — Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, verfügbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014AE4004&from=DE> (Stand: 16.12.2014, zuletzt geprüft: 03.03.2015).

FAH Grundbesitz GmbH & Co. KG / Bergfürst Bank AG, Exposé: Das Middendorf Haus, verfügbar unter: <https://de.bergfuerst.com/static/issuer/middendorf-haus-hamburg/dokumente/middendorf-haus-hamburg-expose.pdf> (Stand: 31.10.2014, zuletzt geprüft: 11.12.2014).

Fearlight Games, Baker Street: Roleplaying in the World of Sherlock Holmes, verfügbar unter: https://www.kickstarter.com/projects/fearlightgames/baker-street-roleplaying-in-the-world-of-sherlock?ref=home_spotlight (zuletzt geprüft: 17.02.2014).

Finmar GmbH, FAQ, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/faq.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

Finmar GmbH, AGB, verfügbar unter: <https://www.finmar.com/fileadmin/media/Recht/AGB.pdf> (Stand: 01.11.2013, zuletzt geprüft: 13.05.2015).

Fleischer, Holger, Prospektpflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarkts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2004, 339–347.

Fleischer, Holger / Goette, Wulf, Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung - GmbHG, 1., München 2011 (zit.: MüKoGmbHG/Bearbeiter, § Rn.).

Folding@home, About Us, verfügbar unter: <https://folding.stanford.edu/home/about-us/> (Stand: 31.08.2013, zuletzt geprüft: 22.04.2014).

Fouse, Lindsay Sherwood, The Crowdfunding Act: A New Frontier, verfügbar unter: http://works.bepress.com/lindsay_fouse/1/ (zuletzt geprüft: 04.04.2014).

Frank, Bernd, Der Schwarm auf dem Weg zur festen Finanzierungsgröße, in: VentureCapital Magazin Special Crowdinvesting (VC Magazin) 2015, 6–9.

Fricke, Uli, Eine der wichtigsten Fragen für uns ist, wie man Vertrauen aufbauen kann: Interview mit Uli Fricke, FunderNation, in: VentureCapital Magazin Special Crowdinvesting (VC Magazin) 2015, 14–15.

Fundsters AG, AGB, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/agb/> (zuletzt geprüft: 28.08.2014).

Fundsters AG, Erfolgreich abgeschlossene Finanzierungen, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/investieren/> (zuletzt geprüft: 10.06.2015).

Fundsters AG, Project 8, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/project-8/> (zuletzt geprüft: 31.07.2014).

Fundsters AG, So funktioniert's, verfügbar unter: <https://www.fundsters.de/so-funktioniert/detail/> (zuletzt geprüft: 01.07.2014).

Fundsters AG, Vertrag über die Errichtung einer atypischen stillen Gesellschaft, verfügbar unter: https://www.fundsters.de/media/filer_public/98/b8/98b8b0c8-5ed7-4912-9f7a-fb8a2c2467b2/beteiligungsvertrag_zielunternehmen.pdf (zuletzt geprüft: 26.05.2015).

- Fundsters AG*, Vermögensanlage Informationsblatt u. Verkaufsprospekt, verfügbar unter: https://www.fundsters.de/media/filer_public/a8/26/a8261e2f-eafb-45e1-af8b-a61b7bff90ec/verkaufsprospekt.pdf (Stand: 31.10.2012, zuletzt geprüft: 01.09.2014).
- Für-Gründer.de*, Plattform CINEDIME startet mit erstem Film-Crowdinvesting, verfügbar unter: <http://www.fuer-gruender.de/blog/2014/10/cinedime/> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).
- Für-Gründer.de*, Crowdinvesting Symposium: Investorenkämpfe um Gewinne?, verfügbar unter: <http://www.fuer-gruender.de/blog/2014/06/crowdinvesting-symposium-hornuf/> (Stand: 10.06.2014, zuletzt geprüft: 11.07.2014).
- Für-Gründer.de*, Crowdinvesting Monitor, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdinvesting-Monitor_H1_2014_Fuer-Gruender.de.pdf (Stand: 30.06.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014).
- Für-Gründer.de*, Regierung stoppt Crowdinvesting – und weitere News, verfügbar unter: <http://www.fuer-gruender.de/blog/2014/08/regierung-crowdinvesting/> (Stand: 12.08.2014, zuletzt geprüft: 18.11.2014).
- Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland: Ausgabe: Nr. 3/2014, verfügbar unter: http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2014_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2014, zuletzt geprüft: 03.12.2014).
- Für-Gründer.de*, Crowdfinanzierung in Deutschland: Crowdfinanzierung in den ersten neun Monaten 2015, verfügbar unter: https://www.fuer-gruender.de/fileadmin/mediapool/Unsere_Studien/Crowdfinanzierung_9M_2015_Fuer-Gruender.de_Dentons.pdf (Stand: 30.09.2015, zuletzt geprüft: 20.12.2015).
- Fußwinkel, O.*, Grauer Kapitalmarkt: Rendite und Risiko: Marktabgrenzung, Regulierung und Verantwortung des Anlegers, in: *BaFinJournal* 2014, 9–15.
- Gamespot.com*, Halo 5 Beta Arrives Today For Some, Watch New Trailer Now, verfügbar unter: <http://www.gamespot.com/articles/halo-5-beta-arrives-today-for-some-watch-new-trail/1100-6424320/> (zuletzt geprüft: 08.06.2015).
- Garbs, Holger*, Drum prüfe, wer sich bindet: Pleiten crowdfinanzierter Start-ups, in: *VentureCapital Magazin Special Crowdinvesting (VC Magazin)* 2015, 12–13.

German Crowdfunding Network beim Deutscher Crowdsourcing Verband e.V., Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung eines Kleinanlegerschutzgesetzes, verfügbar unter: https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (Stand: 01.08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014).

Gesetzgebung.beck.de, Entwicklungsgeschichte | Gesetzgebung zum Kleinanlegerschutzgesetz, verfügbar unter: <http://gesetzgebung.beck.de/node/1034202> (Stand: 09.07.2015, zuletzt geprüft: 22.07.2015).

Goette, Wulf / Habersack, Mathias, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: Band 1 §§ 1-75, 3, München 2008 (zit.: *MüKoAktG/Bearbeiter, § Rn.*).

Grid.org, GRID.ORG™ - Cancer Research Project, verfügbar unter: <http://web.archive.org/web/20070320121712/http://www.grid.org/projects/cancer/> (zuletzt geprüft: 22.04.2014).

Groß, Wolfgang, Kapitalmarktrecht: Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz, 5. Aufl., München 2012 (zit.: *Groß KapMR/Bearbeiter, § Rn.*).

Guzik, Samuel, JOBS Act State of the Union: What's Become of Regulation A+ and Crowdfunding?, verfügbar unter: <http://www.crowdfundinsider.com/2015/03/64148-jobs-act-state-of-the-union-whats-become-of-regulation-a-and-crowdfunding/> (Stand: 11.03.2015, zuletzt geprüft: 08.06.2015).

Hagen, Jens, Anlegeranwalt im Interview: „Ein Paradies für unseriöse Finanzunternehmen“, verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/recht-steuern/anleger-und-verbraucherrecht/anlegeranwalt-im-interview-ein-paradies-fuer-unserioese-finanzunternehmen-seite-all/9543360-all.html> (Stand: 27.02.2014, zuletzt geprüft: 08.12.2014).

Hamilton, Kirk, Double Fine Kickstarter Closes After Raising 3.4 Million Dollars, verfügbar unter: <http://kotaku.com/5893064/double-fine-kickstarter-closes-after-raising-34-million-dollars> (Stand: 13.03.2012, zuletzt geprüft: 12.12.2014).

Harnisch, Carsten, Crowdfunding – die Macht der Masse: Crowdfunding- und Crowdinvesting-Plattformen fördern Projekte, verfügbar unter: <http://webmagazin.de/business/Crowdfunding-Macht-Masse-168248> (Stand: 23.10.2013, zuletzt geprüft: 23.04.2014).

- Harrington, Kevin*, Will JOBS Act Equity Crowdfunding Ever Happen?, verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/kevinharrington/2015/02/03/will-jobs-act-equity-crowdfunding-ever-happen/> (Stand: 03.02.2015, zuletzt geprüft: 08.06.2015).
- Hasan, Ragib*, History of Linux: version 2.2.0, verfügbar unter: <http://www.ragibhasan.com/linux/> (Stand: 18.10.2005, zuletzt geprüft: 22.04.2014).
- Heimlich, Benjamin*, Kein Licht ohne Schatten, in: VentureCapital Magazin Special Crowdinvesting (VC Magazin) 2015, 3.
- Heise*, Linux in München: Alle Rechner sind migriert, verfügbar unter: <http://www.heise.de/open/meldung/Linux-in-Muenchen-Alle-Rechner-sind-migriert-2065559.html> (Stand: 13.12.2013, zuletzt geprüft: 16.04.2014).
- Hemer, Joachim*, A snapshot on crowdfunding: Working papers firms and region, No. R2/2011, verfügbar unter: <http://hdl.handle.net/10419/52302> (Stand: 2011, zuletzt geprüft: 04.04.2014) (zit.: *Hemer*, A snapshot on crowdfunding).
- Herfurth, Ulrich / Hollunder-Reese, Sibyll*, Genussrechte als Finanzierungsinstrument, verfügbar unter: <http://www.herfurth.de/fileadmin/herfurth/compact/CC-220.pdf> (Stand: 03.2006, zuletzt geprüft: 23.05.2015).
- Herfurth, Ulrich / Hollunder-Reese, Sibyll*, Stille Beteiligung, verfügbar unter: http://www.herfurth.de/uploads/media/CC-219_Stille_Beteiligungen.pdf (Stand: 03.2006, zuletzt geprüft: 29.08.2014).
- Hess, Harald*, Insolvenzrecht: Großkommentar in zwei Bänden, 2., Heidelberg 2013 (zit.: *Hess InsR/Bearbeiter, § Rn.*).
- Hock, Martin*, Trügerische Sicherheitsmaßnahmen, verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/versichern-und-schuetzen/nachrichten/kleinanlegerschutzgesetz-truegerische-sicherheitsmassnahmen-13262334.html> (Stand: 12.11.2014, zuletzt geprüft: 04.12.2014).
- Hölters, Wolfgang*, Aktiengesetz (AktG), 2. Aufl., München 2014 (zit.: *Hölters AktG/Bearbeiter, § Rn.*).
- Hölzner, Heike / Kortleben, Hanno / Biering, Benny*, Zukunftsperspektiven im Crowdinvesting: Eine Analyse der Entwicklung in Deutschland zwischen 2011 und 2014, verfügbar unter: <http://efnw.de/wp-content/uploads/2014/08/Zukunftsperspektiven-im-Crowdinvesting-2011-2014.pdf>

spektiven-des-Crowdinvesting.pdf (Stand: 08.2014, zuletzt geprüft: 13.10.2014) (zit.: *Hölzner/Kortleben/Biering*, Zukunftsperspektiven im Crowdinvesting).

Horbach, Matthias, in: Gummert, Hans / Weipert, Lutz: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 4. Aufl. München 2014.

Howe, Jeff, Crowdsourcing (Blog): Why the Power of the Crowd is driving the Future of Business, verfügbar unter: <http://www.crowdsourcing.com/cs/> (zuletzt geprüft: 04.04.2014).

Howe, Jeff, The Rise of Crowdsourcing, verfügbar unter: <http://archive.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html> (zuletzt geprüft: 04.04.2014).

Howe, Jeff, Crowdsourcing: Why the power of the crowd is driving the future of business, 1. Taschenbuch Aufl., New York 2009 (zit.: *Howe*, Crowdsourcing).

IETF, The Tao of IETF: A Novice's Guide to the Internet Engineering Task Force, verfügbar unter: <http://www.ietf.org/tao.html> (Stand: 02.11.2012, zuletzt geprüft: 22.04.2014).

IETF, About the IETF, verfügbar unter: <http://www.ietf.org/about/> (Stand: 18.03.2014, zuletzt geprüft: 22.04.2014).

Indiegogo, About Us, verfügbar unter: <https://www.indiegogo.com/about/our-story> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

Indiegogo, HELP THE HALEYS HAVE A BABY!, verfügbar unter: <https://www.indiegogo.com/projects/help-the-haleys-have-a-baby#home> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).

Innovestment GmbH, Das Innovestment-Beteiligungsmodell, verfügbar unter: <https://www.innovestment.de/investors/vertrag.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).

Jansen, Jean David / Pfeifle, Theresa, Rechtliche Probleme des Crowdfunding, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2012, 1842–1852.

Joussen, Jacob, Schuldrecht I: Allgemeiner Teil, Stuttgart 2008 (zit.: *Joussen*, SchuldR I).

Kalenda, Florian, Studie: Wikipedia ist zuverlässiger als Encyclopaedia Britannica, verfügbar unter: <http://www.zdnet.de/88117622/studie-wikipedia-ist-zuverlassiger-als-encyclopaedia-britannica/> (Stand: 04.08.2012, zuletzt geprüft: 16.04.2014).

- Kelly, Mark*, The birth of crowdfunding: How I and our fans invented crowd-funding, verfügbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=AJZvJ2lqZnU> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).
- Keul, Thomas*, in: Gummert, Hans / Weipert, Lutz: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 4. Aufl. München 2014.
- Kickstarter.com*, Discover Projects — Kickstarter, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/discover?ref=nav> (zuletzt geprüft: 10.12.2014).
- Kickstarter.com*, Seven things to know about kickstarter, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/hello?ref=footer> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).
- Kickstarter.com*, Stats, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=footer> (zuletzt geprüft: 26.05.2015).
- Kickstarter.com*, One Billion Dollars: Kickstarter Newsletter 03/2014, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/1billion?ref=promo&ref=PromoNewsletter-Mar0314> (zuletzt geprüft: 04.03.2014).
- Kickstarter.com / Double Fine Productions, Inc.*, Double Fine Adventure, verfügbar unter: <https://www.kickstarter.com/projects/doublefine/double-fine-adventure> (zuletzt geprüft: 27.08.2014).
- Kiva*, About Us, verfügbar unter: <http://www.kiva.org/about> (zuletzt geprüft: 12.05.2015).
- Klöhn, Lars*, Die Ausweitung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung durch das „Rupert Scholz“-Urteil des BGH: - Zugleich Besprechung von BGH WM 2012, 19 -, in: Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 2012, 97–106.
- Klöhn, Lars / Hornuf, Lars*, Crowdfunding in Deutschland: Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) 2012, 237–266.
- Klöhn, Lars / Hornuf, Lars*, Crowdfunding und Portfoliodiversifizierung: Eine rechtsökonomische Analyse, in: VentureCapital Magazin (VC Magazin) 2013, 34–35.
- koelner-weinkeller.de*, Bordeaux Subskription (AGB), verfügbar unter: <http://www.koelner-weinkeller.de/agb/bordeaux-subskription/> (zuletzt geprüft: 23.04.2014).

- Kortleben, Hanno / Vollmar, Bernhard H.*, Crowdfunding: Eine Alternative in der Gründungsfinanzierung?, verfügbar unter: <http://www.econstor.eu/handle/10419/71298> (Stand: 22.05.2013, zuletzt geprüft: 02.04.2014) (zit.: *Kortleben/Vollmar*, Crowdfunding).
- Landemore, Hélène*, We, All of the People: Five lessons from Iceland's failed experiment in creating a crowdsourced constitution., verfügbar unter: http://www.slate.com/articles/technology/future_tense/2014/07/five_lessons_from_iceland_s_failed_crowdsourced_constitution_experiment.single.html (Stand: 31.07.2014, zuletzt geprüft: 09.06.2015).
- Leimeister, Jan Marco*, Crowdsourcing: Crowdfunding, Crowdvoting, Crowdcreation, in: Zeitschrift für Controlling und Management (ZfCM) 2012, 388–392.
- Lendico, AGB (Privatanleger)*, verfügbar unter: <https://www.lendico.de/agb-privatanleger-321.html> (zuletzt geprüft: 03.06.2015).
- Littmann, Saskia*, Dem Herdentrieb folgen, verfügbar unter: <http://www.wiwo.de/erfolg/gruender/crowdfunding-dem-herdentrieb-folgen/5980360-all.html> (Stand: 12.12.2011, zuletzt geprüft: 03.06.2015).
- Lobo, Sascha*, Die Zukunft des Buchstabenverkaufs: Keynote zur AKEP-Jahrestagung in Berlin 2012 (Arbeitskreis elektronisches Publizieren im Börsenverein des Deutschen Buchhandels), verfügbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=4kyONG0sx80> (Stand: 23.04.2014, zuletzt geprüft: 23.04.2014).
- Masters, Tim*, Marillion 'understood where the internet was going early on', verfügbar unter: <http://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382> (Stand: 01.09.2013, zuletzt geprüft: 24.04.2014).
- Medicus, Dieter*, Allgemeiner Teil des BGB, 10. Aufl., Heidelberg, München, Landsberg, Frechen, Hamburg 2010 (zit.: *Medicus*, BGB AT).
- Meller-Hannich, Caroline*, Zu einigen rechtlichen Aspekten der „Share-Economy“, in: Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 2014, 2337–2345.
- Meschkowski, Alexander / Wilhelmi, Frederike*, Investorenschutz im Crowdfunding, in: Betriebs-Berater (BB) 2013, 1411–1418.

- Michels, Robert / Mayer, Peter*, Die Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes auf das Crowdfunding: Regulierung auf dem Prüfstand, in: *VentureCapital Magazin Special Crowdfunding (VC Magazin) 2015*, 18–19.
- Mollick, Ethan R.*, The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study, in: *Journal of Business Venturing 2013*, 1–16.
- Moritz, Alexandra / Block, Joern Hendrich*, Crowdfunding und Crowdfunding: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur (Crowdfunding and Crowdfunding: A Review of the Literature): (zur Veröffentlichung vorgesehen in: *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship - ZfKE*), verfügbar unter: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2274141> (Stand: 09.2013, zuletzt geprüft: 02.07.2014).
- Müller, Robert*, Wertpapierprospektgesetz, 1, Frankfurt am Main 2012 (zit.: *Müller WpPG/Bearbeiter, § Rn.*).
- Nietsch, Mischael / Eberle, Nicolas*, Bankaufsichts- und prospektrechtliche Fragen typischer Crowdfunding- Modelle, in: *Der Betrieb 2014*, 1788–1795.
- Nigro, Casimiro Antonio / Carli, Luiss Guido / Santoro, Vittorio*, The Quest for Innovative Entrepreneurship and the Italian Regime for Equity Crowdfunding, in: *European Company Law 2014*, 229–231.
- Nobelprize.org*, Grameen Bank - Facts, verfügbar unter: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/grameen-facts.html (zuletzt geprüft: 12.05.2015).
- Nobelprize.org*, Muhammad Yunus - Facts, verfügbar unter: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-facts.html (zuletzt geprüft: 12.05.2015).
- Noreisch, Bernhard / Jellinghaus, Lorenz*, Beteiligungsmodelle und ihre Eigenheiten: Crowdfunding in Deutschland - Frühphasenfinanzierung mit Zukunft?, in: *VentureCapital Magazin Special Crowdfunding (VC Magazin) 2015*, 20–22.
- P2p-kreditmarktplatz.de*, Crowdfunding und P2P-Kredite im Vergleich, verfügbar unter: <http://p2p-kreditmarktplatz.de/p2p-anlage/p2p-kredite-und-crowdfunding.html> (zuletzt geprüft: 09.06.2015).
- Palandt, Otto / Bassenge, Peter*, Bürgerliches Gesetzbuch: mit Nebengesetzen, insbesondere mit Einführungsgesetz (Auszug) einschließlich Rom I- und Rom II-Ver-

ordnungen sowie dem Haager UnterhaltsProtokoll, Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz (Auszug), Wohn- und Betreuungsvertragsgesetz, BGB-Informationspflichten- Verordnung, Unterlassungsklagengesetz, Produkthaftungsgesetz, Erbbaurechtsgesetz, Wohnungseigentumsgesetz, Versorgungsausgleichsgesetz, Lebenspartnerschaftsgesetz, Gewaltschutzgesetz, 71. Aufl., München 2012 (zit.: Palandt/Bearbeiter, § Rn.).

Palandt, Otto / Bassenge, Peter; Bürgerliches Gesetzbuch: Mit Nebengesetzen ; insbesondere mit Einführungsgesetz (Auszug) einschließlich Rom I-, Rom II- und Rom III-Verordnungen sowie Haager Unterhaltsprotokoll und EU-Erbrechtsverordnung, Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz (Auszug), Wohn- und Betreuungsvertragsgesetz, BGB-Informationspflichten-Verordnung, Unterlassungsklagengesetz, Produkthaftungsgesetz, Erbbaurechtsgesetz, Wohnungseigentumsgesetz, Versorgungsausgleichsgesetz, Lebenspartnerschaftsgesetz, Gewaltschutzgesetz, 74. Aufl., München 2015 (zit.: Palandt/Bearbeiter, § Rn.).

Prive, Tanya, Inside The JOBS Act: Equity Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/06/inside-the-jobs-act-equity-crowdfunding-2/> (zuletzt geprüft: 15.04.2014).

Prosper, Company Overview - Prosper, verfügbar unter: <https://www.prosper.com/about> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

Rao, Leena, Fundraising Platform For Startups ProFounder Shuts Its Doors, verfügbar unter: <http://techcrunch.com/2012/02/17/startup-fundraising-platform-profounder-shuts-its-doors/> (Stand: 17.02.2012, zuletzt geprüft: 08.06.2015).

Regierer, Christoph / Mühling, Moritz J. / Haupt, Oliver, Crowdfunding und Crowdinvesting: Rechtliche und tatsächliche Entwicklungen, in: Stiftung & Sponsoring (Rote Seiten) 2015, 1–15.

Rixecker, Roland / Säcker, Jürgen, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 5. Aufl., München 2007 (zit.: MüKoBGB/Bearbeiter, § Rn.).

Rixecker, Roland / Säcker, Jürgen, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 6. Aufl., München 2012 (zit.: MüKoBGB/Bearbeiter, § Rn.).

Rugo, Joschka, Was bedeutet Investoren-Pooling?, verfügbar unter: <http://crowdstreet.de/2013/06/21/was-bedeutet-investoren-pooling-gastbeitrag-von-joschka-rugo-companisto/> (Stand: 21.06.2013, zuletzt geprüft: 02.06.2015).

- Sauer, Jens-Uwe*, Nachgefragt bei Jens-Uwe Sauer, in: VentureCapital Magazin Special Crowdfunding (VC Magazin) 2015, 7.
- Schenk, Rainer*, Kommentar zu den Ankündigungen des Staates zur Verschärfung der Regulierung des Crowdfunding / Crowdfunding: Kommentar zum Maßnahmenpaket der Bundesministerien bzgl. Crowdfunding / Crowdfunding, verfügbar unter: <http://www.kanzlei-schenk.eu/app/download/5795159268/Ma%C3%9Fnahmenpaket-Kleinanleger+Kommentiert+von+Rainer+Schenk+.pdf> (zuletzt geprüft: 05.08.2014).
- Schiereck, Dirk / Meinshausen, Steffen*, Finanzierungsinnovationen via Crowdfunding, in: Die Bank: Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis (Die Bank) 2012, 66–72.
- Schmidt, Karsten*, Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 3. Aufl, München 2012 (zit.: MüKoHGB/Bearbeiter, § Rn.).
- Schneider, Burkhard*, Die sechs Fragezeichen hinter Bergfürst - www.best-practice-business.de, verfügbar unter: <http://www.best-practice-business.de/blog/geschaeftsidee/2013/09/15/die-fuenf-fragezeichen-hinter-bergfuerst/> (Stand: 15.09.2013, zuletzt geprüft: 04.06.2015).
- Schön, Wolfgang*, Gibt es das partiarische Darlehen?, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 1993, 210–244.
- Schramm, Dana Melanie*, Vom Kletterpark zum Marktführer – die Entstehungsgeschichte von Seedmatch, verfügbar unter: http://blog.seedmatch.de/2014/04/23/vom-kletterpark-zum-marktfuehrer-die-entstehungsgeschichte-von-seedmatch/?utm_source=seedletter&utm_medium=email&utm_campaign=seedletter104 (Stand: 23.04.2014, zuletzt geprüft: 25.06.2014).
- Schwark, Eberhard / Zimmer, Daniel*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4, München 2010 (zit.: Schwark/Zimmer/Bearbeiter, § Rn.).
- secupay AG*, Über uns, verfügbar unter: <https://www.secupay.ag/ueberuns.html> (zuletzt geprüft: 28.08.2014).
- Seedmatch GmbH*, AGB, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/agb> (zuletzt geprüft: 06.02.2014).

- Seedmatch GmbH*, FAQ, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/faq> (zuletzt geprüft: 28.08.2014).
- Seedmatch GmbH*, Für Gründer, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/fuer-gruender> (zuletzt geprüft: 13.06.2014).
- Seedmatch GmbH*, Für Investoren, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/fuer-investoren> (zuletzt geprüft: 07.08.2014).
- Seedmatch GmbH*, Seedmatch | Crowdfunding-Plattform: Investieren Sie in Startups, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).
- Seedmatch GmbH*, Über uns, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/ueber-uns> (zuletzt geprüft: 19.04.2014).
- Seedmatch GmbH*, Seedmatch knackt die "100.000 Euro-Nuss" und definiert Crowdfunding für Startups neu, verfügbar unter: <http://blog.seedmatch.de/2012/11/26/seedmatch-knackt-die-100-000-euro-nuss-und-definiert-crowdfunding-fur-startups-neu/> (Stand: 26.11.2012, zuletzt geprüft: 09.07.2014).
- Seedmatch GmbH*, Crowdfunding-Handbuch: Wie investiert man in Startups?, verfügbar unter: <https://www.seedmatch.de/document/-8147325101065771475/download> (Stand: 06/2014, zuletzt geprüft: 26.06.2014).
- Seedmatch GmbH / Protonet GmbH*, Crowdfunding für Protonet 2, verfügbar unter: https://www.seedmatch.de/startups/protonet-2?utm_source=seedletter&utm_medium=email&utm_campaign=seedletter110 (zuletzt geprüft: 27.08.2014).
- Seiler, Oliver / Kniehase, Martin*, Grauer Kapitalmarkt und Prospektspflicht, in: Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen: Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. München 2011.
- SETI@home*, Über SETI@home, verfügbar unter: http://setiathome.berkeley.edu/sah_about.php (zuletzt geprüft: 22.04.2014).
- Shirky, Clay*, How the Internet will (one day) transform government, verfügbar unter: http://www.ted.com/talks/clay_shirky_how_the_internet_will_one_day_transform_government#t-1095859 (Stand: 06.2012, zuletzt geprüft: 09.04.2014).
- Siddique, Haroon*, Mob rule: Iceland crowdsources its next constitution, verfügbar unter: <http://www.theguardian.com/world/2011/jun/09/iceland-crowdsourcing-constitution-facebook> (Stand: 09.06.2011, zuletzt geprüft: 09.06.2015).

- Skrabania, Lydia*, „Bei kleinen Krediten entscheidet man mit dem Bauchgefühl“, verfügbar unter: <http://www.gruenderszene.de/allgemein/finmar-crowdlending> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).
- Smava GmbH*, AGB, verfügbar unter: https://www.smava.de/Downloads/smava_AGB_102014.pdf (Stand: Oktober 2014, zuletzt geprüft: 13.05.2015).
- Sobiraj, Lars*, Kicktroll bringt Comicprojekt zum Scheitern, verfügbar unter: <http://www.golem.de/news/kickstarter-kicktroll-bringt-comicproject-zum-scheitern-1312-103152.html> (Stand: 04.12.2013, zuletzt geprüft: 19.11.2014).
- Spellman, Peter*, Crowd Funding: Arts Patronage by the Masses, verfügbar unter: http://www.berklee.edu/bt/194/crowd_funding.html (zuletzt geprüft: 24.04.2014).
- Spiegel Online*, Vergleichstest: Wikipedia schlägt die Profis, verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/netzwelt/web/vergleichstest-wikipedia-schlaegt-die-profis-a-521457.html> (Stand: 05.12.2007, zuletzt geprüft: 16.04.2014).
- Spiegel Online*, Windkraftunternehmen: Stiftung Warentest warnt vor Prokon-Papieren, verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/prokon-stiftung-warentest-warnt-vor-windkraftunternehmen-a-917655.html> (Stand: 20.08.2013, zuletzt geprüft: 04.12.2014).
- Spindler, Gerald / Stilz, Eberhard*, Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., München 2010 (zit.: Spindler/Stilz/Bearbeiter, § Rn.).
- Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, AGB, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/Info/AGB.html> (zuletzt geprüft: 13.08.2014).
- Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Nutzungsbedingungen für Starter, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/info/agb/anb-starter.html> (zuletzt geprüft: 02.09.2014).
- Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Richtlinien für Starter, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/hilfe/guidelines.html> (zuletzt geprüft: 02.09.2014).
- Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Über Startnext, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/Info/startnext.html> (zuletzt geprüft: 25.04.2014).
- Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt)*, Was bedeutet das Alles-oder-nichts-Prinzip?, verfügbar unter: <https://faq.startnext.de/Allgemeines/id/Was+be->

deutet+das+Alles-oder-nichts-Prinzip+-5/modul/Allgemeines/aid/8 (zuletzt geprüft: 02.09.2014).

Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt), Welche Crowdfunding-Modelle werden angeboten?, verfügbar unter: <http://faq.startnext.de/Crowdfunding/id/Welche+Crowdfunding-Modelle+werden+angeboten-788/modul/Crowdfunding/aid/630> (zuletzt geprüft: 04.08.2014).

Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt), Amok, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/amok-spielfilm> (Stand: 17.02.2014, zuletzt geprüft: 17.02.2014).

Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt), Handbuch für Projektstarter, verfügbar unter: <http://www.startnext.de/hilfe/handbuch.html> (Stand: 04.08.2014, zuletzt geprüft: 04.08.2014).

Startnext Crowdfunding UG (haftungsbeschränkt) / Brunkhorst, nils, Get a little Restless--Soloalbum, verfügbar unter: <https://www.startnext.de/nilsbrunkhorst> (zuletzt geprüft: 27.08.2014).

Startnext.com, NUI-Case - Das leichteste Vollholz-Case für das MacBook Retina, verfügbar unter: <https://www.startnext.com/nui-case> (zuletzt geprüft: 10.06.2015).

Startnext.com, Remotoy - Remote Love Toy, verfügbar unter: <https://www.startnext.com/remotoy> (zuletzt geprüft: 10.06.2015).

Staudinger, J. von, J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: Staudinger BGB 2011 (zit.: *Staudinger/Bearbeiter, § Rn.*).

Steinberg, Scott / DeMaria, Rusel / Kimmich, Jon, The Crowdfunding Bible: How to raise money for any startup, video game or project, [S.l.] 2012 (zit.: *Steinberg/DeMaria/Kimmich*, The Crowdfunding Bible).

Stern, Joanna, Microsoft releases Windows 8 Developer Preview, announces Windows Store (update: it's out early!), verfügbar unter: <http://www.theverge.com/2011/09/13/microsoft-releases-windows-8-developers-preview-announces-windows-store> (Stand: 13.09.2011, zuletzt geprüft: 10.12.2014).

Stiftung Warentest, Prokon Genussrechte - Windige Werbung, verfügbar unter: <https://www.test.de/Prokon-Genussrechte-Windige-Werbung-1852031-0/> (Stand: 09.04.2010, zuletzt geprüft: 04.12.2014).

- Sudmeyer, Jan*, in: Schüppen, Matthias / Schaub, Bernhard: Münchner Anwalts Handbuch Aktienrecht, 2. Aufl. München 2010.
- Surowiecki, James*, The Wisdom of Crowds: Why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economies, societies, and nations, 1. Aufl., New York 2004 (zit.: *Surowiecki*, Wisdom of Crowds).
- Tableofvisions.com*, WeltrekordFinanzierung mit Crowdinvesting: Protonet, verfügbar unter: <http://tableofvisions.com/weltrekord-finanzierung-mit-crowdinvesting-protonet/> (zuletzt geprüft: 20.05.2015).
- Tach, Dave*, The secret to Star Citizen's \$77M success: Never stop crowdfunding, verfügbar unter: <https://www.polygon.com/2015/3/31/8319337/star-citizen-crowdfunding-success-explanation> (Stand: 31.03.2015, zuletzt geprüft: 29.05.2015).
- The Washington Post*, Germans Warm to Crowdfunding as Luxury Beach Draws Investors, verfügbar unter: <http://washpost.bloomberg.com/Story?docId=1376-NAP-G1D6S972S01-7EH477DJ87LKO3RSBVFBSF4NGK> (Stand: 27.08.2014, zuletzt geprüft: 29.08.2014).
- Tschesche, Johannes*, Kauft die Crowd auf dem Crowdmart bald Crowdsalat vom Crowdhändler?, verfügbar unter: <http://blog.smallcapservice.de/21/02/2013/kauft-die-crowd-auf-dem-crowdmart-bald-crowdsalat-vom-crowdhandler/> (Stand: 21.02.2013, zuletzt geprüft: 19.04.2014).
- Ulbricht, Carsten*, Crowdsourcing & Recht - Wer trägt die rechtlichen Risiken?, verfügbar unter: <http://www.rechtzweinull.de/archives/47-Crowdsourcing-Recht-Wer-traegt-die-rechtlichen-Risiken.html> (zuletzt geprüft: 07.02.2014).
- v. Müller-Schmale, Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers, in: BaFinJournal 2014, 10–14.
- Valora Effekten Handel AG*, Info, verfügbar unter: <http://valora.de/info> (zuletzt geprüft: 04.06.2015).
- Visser, Corinna*, Bergfürst ist jetzt eine Bank, verfügbar unter: <http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/berliner-start-up-bergfuerst-ist-jetzt-eine-bank/10234404.html> (Stand: 22.07.2014, zuletzt geprüft: 01.08.2014).
- Wagner, Klaus-R.*, in: Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A.: Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. München 2015.

- wallstreet:online*, BaFin billigt Wertpapierverkaufsprospekt von Urbanara, verfügbar unter: <http://www.wallstreet-online.de/nachricht/6328425-crowdinvest-ipo-bafin-billigt-wertpapierverkaufsprospekt-urbanara> (Stand: 12.09.2013, zuletzt geprüft: 11.12.2014).
- WDR Fernsehen*, Finanzen: Crowdinvesting: Der schnelle Weg zum großen Geld?, verfügbar unter: <http://www1.wdr.de/fernsehen/ratgeber/markt/sendungen/crowdinvestment100.html> (Stand: 05.05.2014, zuletzt geprüft: 08.07.2014).
- Wendehorst, Christiane*, Das neue Gesetz zur Umsetzung der Verbraucherrechterichtlinie, in: *Neue Juristische Wochenschrift (NJW)* 2014, 577–584.
- Wenzlaff, Karsten*, Crowdfunding im Koalitionsvertrag: was heißt das für die Crowdfunding-Branche in Deutschland?, verfügbar unter: http://www.huffingtonpost.de/karsten-wenzlaff/crowdfunding-im-koalition_b_4343012.html?view=print (Stand: 26.11.2013, zuletzt geprüft: 11.02.2014).
- Wilson, Karen E. / Testoni, Marco*, The crowdfunding phenomenon - looking beyond the hype, verfügbar unter: <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1330-the-crowdfunding-phenomenon> (Stand: 14.05.2014, zuletzt geprüft: 03.03.2015).
- wirtschaftslexikon.gabler.de*, Depotgeschäft, verfügbar unter: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/depotgeschaeft.html> (zuletzt geprüft: 02.06.2015).
- Wss-redpoint.com*, Crowdinvesting - Teil VII: Partiarische Nachrangdarlehen, verfügbar unter: <http://wss-redpoint.com/crowdinvesting-teil-vii-partiarische-nachrangdarlehen> (Stand: 28.04.2014, zuletzt geprüft: 09.06.2015).
- Youtube.com*, Crowdfunding: Untapping its potential, reducing the risks, verfügbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=HyO6IeGtxQw> (zuletzt geprüft: 05.06.2015).
- Zencap*, AGB (Privatanleger), verfügbar unter: <https://www.zencap.de/geschaeftsbedingungen-privatanleger-32.html> (zuletzt geprüft: 03.06.2015).
- Zhang, Juanjuan*, The Wisdom of Crowdfunding, in: *Communities & Banking* 2013, 30–31.
- Ziebe, Jürgen*, Rechtsnatur und Ausgestaltung von Genussrechten, in: *Deutsches Steuerrecht (DStR)* 1991, 1594–1597.

Zimmer, Daniel / Binder, Christian, Prospekthaftung von Experten? Kritik eines Gesetzentwurfs, in: Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 2005, 577–583.

Zopa, About Zopa, verfügbar unter: <https://www.zopa.com/about> (zuletzt geprüft: 13.05.2015).

Die vorliegende Dissertation befasst sich mit dem sich neu entwickelnden Feld des Crowdfunding in Deutschland. Nachdem in einem einführenden Teil auf Crowdfunding generell, dessen Entwicklung, Begrifflichkeiten sowie die wirtschaftliche Bedeutung eingegangen wird, behandelt der Hauptteil die rechtliche Seite der drei Varianten des Crowdfunding, welche eine Gegenleistung für den Kapitalgeber versprechen. Dies sind Reward-Crowdfunding, Crowdlending sowie der neueste Teilbereich Crowdinvesting. Im ersten Abschnitt wird auf die schuld- sowie gesellschaftsrechtliche Seite des Crowdfunding eingegangen. Hierbei geht es vor allem um die Frage, welche Arten von Verträgen vorliegen und welche Besonderheiten sich bei Vertragsschluss, Vertragsgestaltung, den Vertragspflichten, der Haftung sowie der Einbeziehung von AGB in Hinblick auf das Crowdfunding ergeben. Im nächsten Abschnitt wird sodann auf die vor allem Crowdinvestings betreffende kapitalmarktrechtliche Seite eingegangen. Hierzu wird zunächst die bis zur Umsetzung des neuen Kleinanlegerschutzgesetzes am 10. Juli 2015 geltende Rechtslage dargestellt und deren Probleme aufgezeigt. Hauptschwerpunkte sind hier die Prospektspflicht sowie Prospekthaftung für die Kapitalnehmer. Im nächsten Schritt wird der Gesetzgebungsprozess um das Kleinanlegerschutzgesetz in den Blick genommen. Die Änderungen werden herausgearbeitet und zu den Neuregelungen kritisch Stellung genommen. Letztlich schließt die Dissertation mit einer Diskussion um weitere Regulierungsperspektiven, einem kurzen Blick auf die bisher zurückhaltenden Aktivitäten seitens der Europäischen Union sowie einem abschließenden Fazit zu den Ergebnissen.

16,10€

ISBN 978-3-95645-758-6



MV-WISSENSCHAFT