

Inhaltsübersicht

Einleitung	29
1. Teil: Grundlagen des Crowdinvestings	37
2. Teil: Kapitalbeschaffung durch Crowdfunding – die Vermögensanlagen	75
1. Abschnitt: Das partiarische (Nachrang-)Darlehen	75
2. Abschnitt: Die stille Gesellschaft	146
3. Abschnitt: Das Genussrecht	208
4. Abschnitt: Die Aktie	245
3. Teil: Regulierung des Crowdfundingmarktes	289
1. Abschnitt: Die Entwicklung der rechtlichen Rahmenbedingungen des Crowdinvestings in den USA – „JOBS Act“	289
2. Abschnitt: Umsetzung der Regulierung in Deutschland – Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG)	295
4. Teil: Zusammenfassung der Ergebnisse	363
Literaturverzeichnis	369
Glossar	401

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
Einleitung	29
A. Crowdfunding – Im Umfeld bankenunabhängiger Finanzierung	29
B. Problemstellung und Gegenstand der Untersuchung	31
C. Forschungsstand	32
D. Gang der Darstellung	34
E. Thematische Eingrenzung	34
1. Teil: Grundlagen des Crowdfundings	37
A. Etymologie	37
B. Systematische Einordnung und Begriffsverständnis	38
C. Abgrenzung zu weiteren (internetbasierten) Finanzierungsmodellen	42
I. Social Payments	42
II. Paid Content (bezahlte Inhalte)	43
III. Fundraising	44
D. Grundsätzlicher Ablauf des Crowdfundings und Marktteilnehmer	44
I. Phasen einer Crowdfunding-Kampagne	45
1. Entwicklungsphase	45
2. Selektions- bzw. Vorbereitungsphase	45
3. Finanzierungsphase	46
4. Auszahlung bzw. Kick-off-Phase	47
II. Marktakteure	47
1. Crowdfunding-Plattform	47
a) Vermittlungsfunktion und Marketing	48
b) Finanzierung der Plattform	49
c) Bereitstellung von Verträgen	49

d) Due-Diligence bzw. Plausibilitätsprüfung	50
2. Kapitalgeber (Crowdinvestoren)	51
a) Motivation und Profil der Kapitalgeber	51
b) Schwarmintelligenz (<i>Wisdom of the Crowd</i>) und Informationsasymmetrien	53
3. Kapitalsuchender (Unternehmen bzw. Projektinitiator)	56
a) Motive für eine Crowdfinanzierung	56
b) Unternehmensprofil	58
E. Abgrenzung zu weiteren von Startup-Unternehmen und KMU genutzten Finanzierungsinstrumenten	63
I. Business Angels (BA)	63
II. Private Equity	64
III. Venture-Capital-Geber (Wagnis- oder Risikokapitalgeber)	66
IV. Inkubatoren	67
F. Crowdfunding als Form der Unternehmensfinanzierung	68
I. Eigenkapital	69
II. Fremdkapital	71
III. Mezzanine-Kapital	71

2. Teil: Kapitalbeschaffung durch Crowdfunding – die Vermögensanlagen

1. Abschnitt: Das partiarische (Nachrang-)Darlehen	75
A. Typologischer Regelfall des partiarischen (Nachrang-) Darlehens	75
I. Rechtliche Rahmenbedingung und Rechtsnatur	76
II. Vermögensrechtliche Position des Darlehensgebers	77
1. Umsatz- bzw. Gewinnbeteiligung	77
2. Beteiligung am Verlust und an stillen Reserven	79
III. Informations- und Kontrollrechte	79
1. Recht auf Einsichtnahme in Urkunden, § 810 BGB	80
2. Anspruch auf Rechnungslegung, § 259 BGB	80
IV. Nachrangigkeit in der Insolvenz	81

B.	Das partiarische (Nachrang-)Darlehen im Crowdfunding	81
I.	Beteiligungsmodelle	83
1.	Geringste Einbindung der Plattform: Reine Vermittlung	84
2.	Mittlere Einbindung der Plattform: Stimmrechtspooling	85
a)	Beteiligungsstruktur	85
b)	Aufsichtsrechtliche Besonderheiten	90
3.	Stärkste Einbindung der Plattform: Kapitalpool	91
a)	Beteiligungsstruktur	91
b)	Aufsichtsrechtliche Besonderheiten	93
aa)	Erlaubnispflicht nach KAGB	93
(1)	Vorliegen von Investmentvermögen i.S.v. § 1 Abs. 1 KAGB	93
(2)	Vorliegen des Tatbestandsmerkmals „für gemeinsame Anlagen“ im Rahmen des hiesigen Beteiligungsmodells	95
(3)	Vorliegen der übrigen Tatbestands- merkmale des § 1 Abs. 1 KAGB	96
bb)	Erlaubnispflicht nach KWG	98
II.	Rechtsform des Emittenten und Abschlusskompetenz	99
III.	Auflösende Bedingung	102
IV.	Laufzeit und Fälligkeit	103
V.	Investitionsschwelle und Gebühren	103
VI.	Qualifizierter Rangrücktritt	104
1.	Begriff und Inhalt des qualifizierten Rangrücktritts ...	104
2.	Erforderlichkeit einer vorinsolvenzlichen Durch- setzungssperre im Rahmen des Rangrücktritts i.S.d. §§ 39 Abs. 2, 19 Abs. 2 S. 2 InsO	108
a)	1. Ansicht	108
b)	2. Ansicht	109
3.	Analoge Anwendung des § 19 Abs. 2 S. 2 InsO auf außenstehende Dritte	110

4.	Lösung durch den BGH v. 05.03.2015 – IX ZR 133/14 und eigene Stellungnahme	112
a)	Notwendigkeit einer vorinsolvenzlichen Durchsetzungssperre	113
b)	Rechtsnatur der vorinsolvenzlichen Durchsetzungssperre	114
c)	Anfechtbarkeit nach § 134 InsO bei Leistung trotz qualifizierten Rangrücktritts	115
d)	Auswirkungen auf die Praxis	116
e)	Zusammenfassung der durch den BGH auf- gestellten Anforderungen an den qualifizierten Rang- rücktritt i.S.d. §§ 39 Abs. 2, 19 Abs. 2 S. 2 InsO	117
5.	Wirksamkeit der Vereinbarung eines qualifizierten Rangrücktritts im Rahmen von Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB)	118
a)	Anwendbarkeit der AGB-Kontrolle, § 310 Abs. 4 BGB	118
b)	Keine überraschende Klausel, § 305c Abs. 1 BGB	119
aa)	Maßgeblicher Erwartungshorizont des Investors	120
bb)	Erkennbarkeit der übertragenen Risiken	121
c)	Inhaltskontrolle	124
aa)	Eröffnung der Inhaltskontrolle, § 307 Abs. 3 BGB	124
	(1) Grundsätze des BGH	126
	(2) Qualifizierter Rangrücktritt als kontrollfreie Leistungsbeschreibung	127
bb)	Unangemessene Benachteiligung, § 307 Abs. 1 und Abs. 2 BGB	129
d)	Zwischenergebnis	133
VII.	Vermögensrechtliche Stellung des Crowdinvestors	134
1.	Festverzinsliche Vergütungskomponente	135
2.	Gewinn- bzw. umsatzabhängige Vergütungskompo- nente	135

3.	Zusätzliche Vergütungskomponente bei Kündigung des Darlehens	136
4.	Zusätzliche Vergütungskomponente bei Eintritt eines Exitereignisses	137
5.	Kapitalverwässerung	138
VIII.	Verwaltungsrechtliche Stellung des Crowdinvestors	141
1.	Mitsprache-, Informations- und Kontrollrechte	141
2.	Kündigung	142
3.	Widerruf	143
4.	Abtretbarkeit	143
C.	Bewertung der Geeignetheit für das Crowdfunding und Ausblick	144
2.	Abschnitt: Die stille Gesellschaft	146
A.	Gesetzliches Leitbild der stillen Gesellschaft	146
I.	Rechtliche Rahmenbedingungen und Rechtsnatur	147
II.	Vermögensrechtliche Stellung	148
1.	Gewinnbeteiligung	148
2.	Verlustbeteiligung	150
III.	Informations- und Kontrollrechte	151
IV.	Nachrangigkeit in der Insolvenz	152
V.	Typische vs. atypische Stille Gesellschaft	152
1.	Beteiligung des stillen Gesellschafters am Gesellschaftsvermögen	153
2.	Einräumung von Geschäftsführungsbefugnissen des stillen Gesellschafters	154
3.	Organisationsstruktur: Mehrgliedrige Gesellschaft	154
VI.	Abgrenzung zum partiarischen Darlehen	156
B.	Die stille Gesellschaft im Crowdfunding	158
I.	Beteiligungsmodelle	159
1.	Direktvermittlung	159
a)	Beteiligungsstruktur	159
b)	Organisationsstruktur: rechtsdogmatische Einordnung	160

aa)	Kein gemeinsamer Zweck durch bloße Leistung der stillen Einlage	161
bb)	Kein Vorliegen einer Außen-GbR	164
2.	Schuldrechtliche Bündelung der stillen Gesellschafterrechte	167
a)	Beteiligungsstruktur	167
b)	Vorliegen einer mehrgliedrigen einheitlichen stillen Gesellschaft?	168
c)	Stimmrechtspooling als Innen-GbR	169
d)	Crowdinvesting-Plattform als Mitgesellschafter ..	171
e)	Zwischenergebnis	171
3.	Aufsichtsrechtliche Besonderheiten	172
a)	Direktvermittlung	173
b)	Kapitalpooling-Modell	173
aa)	Beteiligungsstruktur	173
bb)	Eröffnung des Anwendungsbereichs des KAGB	177
(1)	Vorliegen von Investmentvermögen i.S.v. § 1 Abs. 1 KAGB	178
(2)	Organismus zur gemeinsamen Anlage in Wertpapieren (OGAW) oder Alternativer Investmentfond (AIF)	181
(3)	Zwischenergebnis	184
4.	Anwendbarkeit der Grundsätze stiller Publikumsge- sellschaften auf das vorliegende Beteiligungsmodell	184
II.	Rechtsform des Emittenten und Abschlusskompetenz	188
III.	Auflösende Bedingung	191
IV.	Dauer und Auflösung der stillen Gesellschaft	192
V.	Investitionsschwelle und Gebühren	193
VI.	Qualifizierter Rangrücktritt	193
1.	Stellung des stillen Gesellschafters bzw. Crowd- investors in der Insolvenz und gegenwärtige Gestal- tungspraxis	193

2.	Wirksamkeit der qualifizierten Rangrücktrittsvereinbarung im Rahmen allgemeiner Geschäftsbedingungen (AGB)	195
a)	Anwendbarkeit der AGB-Kontrolle, § 310	
Abs. 4 BGB	195	
aa)	1. Ansicht	195
bb)	2. Ansicht	196
cc)	3. Stellungnahme	196
b)	Inhaltskontrolle, §§ 307 ff. BGB	197
VII.	Vermögensrechtliche Stellung des Crowdinvestors	199
1.	Vergütungsstruktur	199
2.	Kapitalverwässerung und Verwässerungsschutz	200
VIII.	Verwaltungsrechtliche Stellung des Crowdinvestors	202
1.	Mitsprache-, Informations-, und Kontrollrechte	202
2.	Kündigung	204
3.	Widerruf	205
4.	Abtretbarkeit	205
C.	Bewertung der Geeignetheit für das Crowdfunding und Ausblick	207
3.	Abschnitt: Das Genussrecht	208
A.	Gesetzliches Leitbild des Genussrechts	208
I.	Rechtliche Rahmenbedingungen und Rechtsnatur	209
II.	Vermögensrechtliche Stellung	213
1.	Gewinnbeteiligung	213
2.	Verlustbeteiligung	214
III.	Informations- und Kontrollrechte	215
IV.	Nachrangigkeit in der Insolvenz	215
V.	Abgrenzung von der stillen Gesellschaft und dem partiarischen Darlehen	216
1.	Abgrenzung von der stillen Gesellschaft	216
2.	Abgrenzung zum partiarischen Darlehen	217

B.	Das Genussrecht im Crowdfunding	218
I.	Beteiligungsmodelle bzw. Vertriebsformen und ihre aufsichtsrechtlichen Besonderheiten	220
II.	Rechtsform des Emittenten und Abschlusskompetenz	223
III.	Auflösende Bedingung	225
IV.	Laufzeit und Fälligkeit	226
V.	Investitionsschwelle und Gebühren	227
VI.	Qualifizierter Rangrücktritt	227
	1. Wirksamkeit der qualifizierten Rangrücktrittsvereinbarung im Rahmen allgemeiner Geschäftsbedingungen (AGB)	228
	a) Anwendbarkeit der AGB-Kontrolle, § 310 Abs. 4 BGB	228
	b) Inhaltskontrolle, §§ 307 ff. BGB	229
	aa) Eröffnung der Inhaltskontrolle, § 307 Abs. 3 BGB	229
	bb) Unangemessene Benachteiligung, § 307 Abs. 1 und Abs. 2 BGB	232
	2. Zwischenergebnis	232
VII.	Vermögensrechtliche Stellung des Crowdfunders	232
	1. Vergütungsstruktur	232
	2. Kapitalverwässerung und Verwässerungsschutz	234
VIII.	Verwaltungsrechtliche Stellung des Crowdfunders	236
	1. Mitsprache-, Informations-, und Kontrollrechte	236
	2. Kündigung	238
	3. Widerruf	239
	4. Abtretbarkeit bzw. Übertragbarkeit	239
C.	Bewertung der Geeignetheit für das Crowdfunding und Ausblick	242
4.	Abschnitt: Die Aktie	245
A.	Gesetzliches Leitbild der Aktie	245
I.	Rechtsnatur und rechtliche Rahmenbedingungen	247
II.	Vermögensrechtliche Stellung	250
	1. Gewinnbeteiligung	250

2.	Bezugsrecht	251
3.	Recht auf anteiligen Liquidationserlös	251
4.	Verlustbeteiligung	252
III.	Informations- und Kontrollrechte	252
B.	Aktien im Crowdfunding	253
I.	Die Aktienemission im Crowdfunding am Beispiel der <i>Urbanara Home AG</i>	254
1.	Unternehmensstruktur der <i>Urbanara Home AG</i>	254
2.	GmbH vs. AG	255
3.	Kompatibilität der AG für Anschlussfinanzierungen	257
a)	Interessen der Parteien	258
b)	Gestaltungsmöglichkeiten zur effektiven Risikokontrolle in der AG	259
aa)	„Staged Financing“	259
(1)	Die Bedeutung schuldrechtlichen Agios	261
(2)	Zulässigkeit des schuldrechtlichen Agios	262
(3)	Schuldrechtliches Agio als „andere Zu- zahlung“ i.S.d. § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB	263
bb)	Einräumung von Einfluss- und Kontrollrechten	265
(1)	Zwingende Kompetenzverteilung in der AG	266
(2)	Einfluss auf die Wahl der Vorstands- mitglieder	267
(3)	Einflussnahme auf Geschäftsführungs- maßnahmen	268
(4)	Einräumung von Auskunfts- und Informationsrechten	270
cc)	Rechte des Venture Capital Gebers im Exitfall	273
c)	Geeignetheit der AG für Anschlussfinanzierungen	275
4.	Umstrukturierung der <i>Urbanara Home AG</i> und aufsichtsrechtliche Konsequenzen	277
a)	Eröffnung des Anwendungsbereichs des KAGB ...	277

b)	Ausnahmetatbestand des § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB (Holdinggesellschaften)	279
II.	Schlussfolgerungen für zukünftige Crowdfinanzierungen	281
C.	Geeignetheit von Aktien für das Crowdfunding	283
5.	Abschnitt: Kritische Würdigung der Beteiligungspraxis der Crowdinvestoren	285
3. Teil:	Regulierung des Crowdfundingmarktes	289
1.	Abschnitt: Die Entwicklung der rechtlichen Rahmenbedingungen des Crowdfundings in den USA – „JOBS Act“	289
2.	Abschnitt: Umsetzung der Regulierung in Deutschland – Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG)	295
A.	Die vom Ausnahmetatbestand des § 2a VermAnlG erfassten Vermögensanlagen	298
I.	Einfluss gesetzgeberischer Maßnahmen auf die Entwicklung des Crowdfundingmarktes	299
II.	Kritische Stellungnahme zur alleinigen Privilegierung von partiarischen Nachrangdarlehen	301
B.	Emissionsobergrenze von 2,5 Mio. Euro, § 2a Abs. 1 VermAnlG	306
I.	Höhe der Emissionsgrenze	306
II.	Geltungszeitraum der Emissionsgrenze	311
III.	Streichung der Wörter „von dem Anbieter“ in § 2a VermAnlG a.F. und Einfügung von § 2a Abs. 5 VermAnlG n.F.	312
C.	Zeichnungsgrenzen für einzelne Anleger, § 2a Abs. 3 VermAnlG	314
I.	Zeichnungsgrenze als paternalistischer Eingriff	314
1.	Defizite im Entscheidungsprozess der Crowdinvestoren	315
2.	Schutz von Gemeinwohlinteressen	318
3.	Beachtung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit des Eingriffs	319
4.	Zwischenergebnis	322
II.	Betroffener Personenkreis der Zeichnungsgrenze des § 2a Abs. 3 VermAnlG	322

III.	Kontrolle der Einhaltung der Zeichnungsgrenze i.S.d. § 2a Abs. 3 VermAnlG	323
D.	Regulierung der Crowdfunding-Plattformen	323
I.	Erlaubnispflicht nach Kreditwesengesetz (KWG)	324
II.	Erlaubnispflicht nach Gewerbeordnung (GewO)	326
III.	Erlaubnispflicht nach Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz (ZAG)	327
E.	Vermögensanlagen-Informationenblatt (VIB), § 13 VermAnlG ...	328
F.	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im Crowdfunding	334
I.	Begriff des Verkaufsprospekts	335
II.	Vorliegen eines Prospekts i.S.d. bürgerlich- rechtlichen Prospekthaftung im Crowdfunding	336
III.	Fehlerhaftigkeit des Prospekts	337
IV.	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung neben spezialgesetzlicher Prospekthaftung	340
V.	Haftungsadressat	341
1.	Haftung der Akteure auf dem Crowdfundingmarkt	343
2.	Crowdfunding-Plattform als Emittent	345
3.	Haftung der Plattform durch persönlich entgegen- gebrachtes Vertrauen – bürgerlich-rechtliche Pros- pekthaftung im weiteren Sinne	346
VI.	Haftungsausschluss	347
G.	Regulierung von Werbemaßnahmen für Vermögensanlagen, § 12 VermAnlG	348
I.	Bestrebungen des Gesetzgebers zur Regulierung von Werbemaßnahmen	349
II.	Drucktechnisch hervorgehobener Warnhinweis	350
H.	Widerrufsrecht, § 2d VermAnlG	354
I.	Konkurrenzverhältnis von § 355 i. Vm. §§ 312g Abs. 1, 312c BGB und § 2a VermAnlG	356
II.	Widerrufsgegner	357
III.	Rechtsfolge	358
I.	Auswirkungen des KASG auf das Crowdfunding und Reformbedürftigkeit	359

4. Teil: Zusammenfassung der Ergebnisse	363
A. Gesamtwirtschaftliche Bedeutung und Potenziale	363
B. Rechtliche Beteiligungsstrukturen auf dem Crowdfundingmarkt	365
C. Gegenwärtige Regulierung und Regulierungsbedürftigkeit	366
D. Ausblick	367
Literaturverzeichnis	369
Glossar	401