

# Inhaltsübersicht

<b>Einleitung</b> .....	29
<b>1. Teil: Grundlagen des Crowdinvestings</b> .....	37
<b>2. Teil: Kapitalbeschaffung durch Crowdfunding – die Vermögensanlagen</b> .....	75
1. Abschnitt: Das partiarische (Nachrang-)Darlehen .....	75
2. Abschnitt: Die stille Gesellschaft .....	146
3. Abschnitt: Das Genussrecht .....	208
4. Abschnitt: Die Aktie .....	245
<b>3. Teil: Regulierung des Crowdfundingmarktes</b> .....	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
<b>4. Teil: Zusammenfassung der Ergebnisse</b> .....	363
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	369
<b>Glossar</b> .....	401

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	23
<b>Einleitung</b> .....	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
<b>1. Teil: Grundlagen des Crowdfundings</b> .....	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
<b>3. Teil: Regulierung des Crowdfundingmarktes .....</b>	<b>289</b>
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

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