

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Inhaltsübersicht .....	VII
Abkürzungsverzeichnis .....	XV
Literaturverzeichnis .....	XIX
<b>Kapitel 1. Einführung</b> .....	<b>1</b>
A. Gang der Bearbeitung .....	3
B. Begriff des Crowdfunding .....	4
I. Crowdsourcing als Oberbegriff .....	4
II. Unterkategorien von Crowdsourcing .....	5
III. Verschiedene Arten des Crowdfunding .....	5
C. Wirtschaftliche Bedeutung des Crowdfunding .....	8
I. Finanzierungsfunktion .....	8
II. Marketing-Funktion .....	9
III. Marktzugangsfunktion .....	10
IV. Wirtschaftliche Kennzahlen des Crowdfunding .....	10
<b>Kapitel 2. Rechtstatsächliche Betrachtungen</b> .....	<b>13</b>
A. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne .....	13
I. Vorbereitungsphase .....	13
II. Selektionsphase .....	13
III. Finanzierungsphase .....	14
IV. Projektphase .....	15
B. Vertragliche Beziehungen beim Crowdfunding .....	15
I. Entwicklung der Strukturierung von Crowdfunding-Kampagnen .....	16
II. <i>Status quo</i> der Crowdfunding-Verträge .....	17
1. Vermögensrechte der Investoren .....	18
a) Gewinnunabhängiger Festzins .....	18
b) Gewinn- und Verlustbeteiligung .....	18
c) Beteiligung am Unternehmenswert des Initiators .....	19
d) Beteiligung am Exit-Erlös .....	19
2. Investmentquote und Verwässerungsschutz .....	20
3. Laufzeit der Crowdfunding-Kampagne .....	21
4. Mitsprache- und Informationsrechte der Crowd-Investoren .....	21
5. Rangrücktrittsvereinbarung .....	22
6. Freie Übertragbarkeit der Ansprüche aus dem Crowdfunding-Vertrag .....	22
III. Vertragliche Beziehung zwischen Crowd-Investor und Crowdfunding-Plattform .....	22
IV. Vertragliche Beziehung zwischen Initiator und Crowdfunding-Plattform .....	23
<b>Kapitel 3. Zivilrechtliche Einordnung von Crowdfunding</b> .....	<b>25</b>
A. Rechtsbeziehung zwischen Initiator und Crowd-Investor .....	25
I. Gesellschaft bürgerlichen Rechts .....	25
II. (Partiarisches) Nachrangdarlehen als Selbstverständnis der Vertragsparteien .....	26
III. Abgrenzung zu weiteren rechtlichen Gestaltungen .....	28
1. Stille Beteiligung am Initiator .....	28
a) Tatbestandsvoraussetzungen einer stillen Gesellschaft .....	28

b) Gemeinsamkeiten von stiller Beteiligung und partiarischem Darlehen .....	29
c) Abgrenzungskriterien .....	29
d) Abgrenzung von Crowdfunding-Verträgen und stiller Beteiligung .....	30
aa) Bezeichnung der Vereinbarung .....	31
bb) Informationsrechte der Crowd-Investoren .....	31
cc) Mitspracherechte der Crowd-Investoren .....	32
dd) Vertragsdauer .....	32
ee) Möglichkeit der Kündigung .....	33
ff) Beschränkung der Übertragbarkeit der Ansprüche aus Crowdfunding-Verträgen .....	33
gg) Rangrücktrittsvereinbarung .....	34
hh) Zusätzlicher Festzins .....	34
ii) Gesamtwürdigung der Einzelfallumstände .....	34
e) Zwischenergebnis .....	35
2. Genussrecht .....	35
B. Rechtsbeziehung zwischen Crowdfunding-Plattform und Investoren .....	37
I. Maklervertrag .....	37
II. Anlageberatung .....	37
III. Auskunftsvertrag im Rahmen der Anlagevermittlung .....	39
IV. Zwischenergebnis .....	41
C. Rechtsbeziehung zwischen Crowdfunding-Plattform und Initiator .....	41
D. Zusammenfassung der zivilrechtlichen Einordnung von Crowdfunding .....	42
<b>Kapitel 4. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an Crowdfunding .....</b>	<b>43</b>
A. Rechtsquellen des Aufsichtsrechts .....	43
I. Wesentliche Rechtsquellen der Institutsaufsicht .....	44
II. Wesentliche Rechtsquellen der marktbezogenen Aufsicht .....	45
III. Europarechtliche Rechtsquellen .....	46
1. Primärrechtliche Grundlagen des europäischen Aufsichtsrechts .....	46
2. Europäisches Sekundärrecht zur Aufsicht des Finanzmarkts .....	47
B. Zweck des Aufsichtsrechts .....	50
I. Systemschutz des Finanzmarkts .....	50
II. Funktionsschutz des Finanzmarkts .....	50
III. Schutz der Anleger .....	51
1. Institutioneller Anlegerschutz .....	51
2. Individueller Anlegerschutz .....	52
3. Kollektiver Verbraucherschutz .....	54
IV. Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung .....	54
C. Effizienter Anlegerschutz im Lichte der <i>behavioral finance</i> .....	55
I. Ökonomische Grundlagen zum Anlegerverhalten .....	55
1. Der <i>homo oeconomicus</i> als Ausgangspunkt .....	55
2. <i>Behavioral economics</i> und <i>behavioral finance</i> .....	56
3. Nutzen ökonomischer Modelle in der Rechtswissenschaft .....	57
4. Rezeption der <i>behavioral finance</i> im Anlegerschutz .....	58
II. Begrenzte Rationalität des Anlegerverhaltens .....	59
1. Heuristiken bei der Informationsaufnahme und -verarbeitung .....	59
2. Heuristiken beim Entscheidungsverhalten .....	61
III. Kein hinreichender Anlegerschutz durch kollektive Intelligenz .....	62
1. Begriff und Voraussetzungen der kollektiven Intelligenz .....	62
2. Kollektive Intelligenz beim Crowdfunding? .....	63
3. Kritik an der These der kollektiven Intelligenz .....	64
D. Anwendbarkeit aufsichtsrechtlicher Vorschriften auf Crowdfunding <i>de lege lata</i> .....	65
I. Institutsaufsicht über Crowdfunding-Plattformen .....	65

1. Bankenrechtliche Aufsicht nach KWG .....	66
a) Betreiben von Bankgeschäften iSd § 1 Abs. 1 S. 2 KWG .....	66
aa) Einlagengeschäft .....	66
bb) Kreditgeschäft .....	67
cc) Finanzkommissionsgeschäft .....	68
dd) Emissionsgeschäft .....	68
ee) Zwischenergebnis .....	68
b) Erbringen von Finanzdienstleistungen iSd § 1 Abs. 1a S. 2 KWG .....	69
aa) Anlagevermittlung .....	69
bb) Anlageberatung .....	71
cc) Platzierungsgeschäft .....	72
dd) Abschlussvermittlung .....	73
ee) Anlageverwaltung .....	73
ff) Zwischenergebnis .....	73
c) Weitere Voraussetzungen des § 1 Abs. 1a KWG .....	73
d) Bereichsausnahme nach § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 Buchst. e KWG .....	74
2. Wertpapieraufsicht nach WpHG .....	75
3. Investmentrechtliche Aufsicht nach KAGB .....	76
4. Börsenrechtliche Aufsicht nach BörsG .....	77
5. Erlaubnis als Zahlungsdienstleister gem. ZAG .....	78
6. Allgemeine gewerberechtliche Aufsicht nach GewO .....	78
a) Makler gem. § 34c Abs. 1 S. 1 Nr. 2 GewO .....	79
b) Finanzanlagenvermittler gem. § 34f Abs. 1 S. 1 Nr. 3 GewO .....	79
c) Honorar-Finanzanlagenberater gem. § 34h Abs. 1 S. 1 GewO .....	79
d) Zwischenergebnis .....	80
e) Umfang der allgemeinen gewerberechtlichen Aufsicht .....	80
II. Marktbezogene Aufsicht über Crowdinvesting-Kampagnen .....	81
1. Prospektpflicht nach WpPG .....	81
2. Investmentaufsicht .....	82
3. Anforderungen des VermAnlG .....	82
a) Anwendungsbereich des VermAnlG .....	82
aa) Anteile mit Beteiligung am Unternehmensergebnis .....	83
bb) Partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen .....	84
cc) Genussrechte .....	84
dd) Sonstige Anlagen gem. Nr. 7 .....	84
ee) Keine vorrangige Banken-, Wertpapier- oder Investmentaufsicht .....	84
b) Ausnahmeregelung für Kleinemissionen .....	84
c) Befreiungstatbestand für Schwarmfinanzierungen gem. § 2a VermAnlG .....	85
aa) Historie des § 2a VermAnlG .....	85
bb) Tatbestandsvoraussetzungen der Vorschrift .....	86
(1) Anforderungen an Vermögensanlage .....	86
(2) Emissionshöchstgrenze .....	86
(3) Vertrieb durch Internet-Dienstleistungsplattform .....	87
(4) Anlageberatung oder Anlagevermittlung .....	87
(5) Einzelanlegergrenzen für Crowd-Investoren .....	88
(6) Kombinationsverbot mit § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG .....	88
(7) Unabhängigkeit der Internet-Dienstleistungsplattform .....	89
cc) Rechtsfolge des § 2a VermAnlG .....	89
dd) Verbleibende Pflichten nach dem VermAnlG .....	90
(1) Veröffentlichung eines Vermögensanlagen-Informationsblattes .....	90
(2) Erstellung von Jahresberichten .....	91
(3) Vorgaben an den Vertrieb (insb. Werbung) .....	91
(4) Anlegerexploration .....	92
III. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an einen Sekundärmarkt beim Crowd- investing .....	93
1. Handelsplattform .....	93
2. Digitales „Schwarzes Brett“ .....	95

E. Verfassungsmäßigkeit des Aufsichtsregimes beim Crowdfunding .....	96
I. Wirtschaftspolitische Neutralität des Grundgesetzes .....	96
II. Erlaubnispflicht für Crowdfunding-Plattformen und Art.12 GG .....	97
1. Eingriff in Schutzbereich der Berufsfreiheit .....	97
2. Verfassungsmäßige Rechtfertigung .....	97
3. Zwischenergebnis .....	98
III. Einzelanlagegrenzen für Investoren und Paternalismus .....	98
1. Eingriff in den Schutzbereich .....	99
2. Verfassungsmäßige Rechtfertigung, insb. Verhältnismäßigkeit .....	100
a) Legitimer Zweck .....	100
b) Geeignetheit .....	101
c) Erforderlichkeit .....	102
d) Angemessenheit .....	103
e) Zwischenergebnis .....	103
IV. Ungleichbehandlung von Kapitalgesellschaften und übrigen Crowd-Investoren .....	103
1. Rechtlich relevante Ungleichbehandlung .....	103
2. Verfassungsrechtliche Rechtfertigung der Ungleichbehandlung .....	104
a) Maßstab der Rechtfertigung .....	104
b) Verhältnismäßigkeit der Ungleichbehandlung .....	104
aa) Legitimer Zweck .....	104
bb) Geeignetheit .....	104
cc) Erforderlichkeit .....	105
3. Zwischenergebnis .....	105
V. Beschränkung des § 2a VermAnlG auf bestimmte Vermögensanlagen als Ungleichbehandlung .....	106
1. Rechtlich relevante Ungleichbehandlung .....	106
2. Verfassungsrechtliche Rechtfertigung der Ungleichbehandlung .....	106
3. Zwischenergebnis .....	108
F. Weitere Kritik und Zweckmäßigkeitsüberlegungen zum Aufsichtsregime beim Crowdfunding .....	108
I. Kritik an Aufsicht durch Gewerbeämter .....	109
II. Regulierung der Crowdfunding-Plattform als Gatekeeper .....	110
III. Zugangsvoraussetzungen für Crowd-Investoren .....	111
IV. Anlegerschutz beim Crowdfunding durch Vertriebsvorschriften .....	112
1. Informationen für Crowd-Investoren .....	112
a) Pflicht zur Erstellung eines VIB .....	113
b) Gestattungsverfahren bei der BaFin .....	113
c) Befreiung von der Prospektpflicht .....	114
d) Veröffentlichung des Jahresberichts .....	114
e) Informationspflichten der Crowdfunding-Plattform .....	115
2. Vorschriften zur Werbung .....	116
3. Vorgaben an einen Sekundärmarkt .....	117
G. Europarechtliche Regelung der Aufsicht beim Crowdfunding .....	118
I. Vorschlag der Europäischen Kommission zum europäischen Aufsichtsregime .....	118
II. Zulässigkeit europarechtlicher Maßnahmen zur Regulierung von Crowdfunding .....	120
1. Verbandskompetenz der EU .....	121
2. Subsidiarität europarechtlichen Handelns .....	123
3. Verhältnismäßigkeit des vorgeschlagenen Aufsichtsregimes für Crowdfunding .....	124
a) Materielle Verhältnismäßigkeit .....	124
aa) Geeignetheit .....	124
bb) Erforderlichkeit .....	125
cc) Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne .....	126
b) Formale Verhältnismäßigkeit .....	126
III. Kritische Würdigung des Vorschlags der Europäischen Kommission .....	126

H. Zusammenfassung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Crowdfunding...	128
I. Grundlegende Erwägungen zum Aufsichtsrecht .....	128
II. Aufsichtsrechtlicher Rahmen des Crowdfunding .....	128
III. Kritik am Aufsichtsregime für Crowdfunding .....	130
IV. Europarechtliche Regulierung des Crowdfunding .....	131
<b>Kapitel 5. Steuerliche Aspekte des Crowdfunding .....</b>	<b>133</b>
A. Ertragsteuerliche Aspekte .....	133
I. Ausgangspunkt für ertragsteuerliche Beurteilung .....	133
II. Besteuerung von (partiarischen) Nachrangdarlehen .....	134
1. Crowd-Investoren .....	134
a) Privatinvestoren .....	134
aa) Einkünftequalifikation .....	134
(1) Nachrangdarlehen mit partiarischer Vergütung .....	134
(a) Bezüge aus Gewinnanteilen an Kapitalgesellschaften .....	134
(b) Bezüge aus Genussrechten .....	135
(c) Einnahmen aus partiarischen Darlehen .....	136
(d) Qualifikation der Kündigungs- bzw. Exit-Zinsen .....	136
(e) Qualifikation des Festzinses .....	136
(2) Nachrangdarlehen ohne partiarische Vergütung .....	136
bb) Rechtsfolge .....	137
cc) Berücksichtigung von Verlusten im Insolvenzfall .....	138
b) Betriebliche Investoren .....	140
aa) Einkünftequalifikation .....	140
bb) Gewinnermittlung mittels Betriebsvermögensvergleich .....	140
cc) Gewinnermittlung mittels Einnahmen-Überschuss-Rechnung .....	141
dd) Rechtsfolge .....	141
ee) Gewerbesteuerliche Aspekte .....	141
2. Initiator der Crowdfunding-Kampagne .....	141
III. Besteuerung von Eigenkapitalbeteiligungen .....	142
1. Besteuerung nach deutschem Steuerrecht .....	142
a) Natürliche Personen mit Beteiligung im Privatvermögen .....	143
b) Natürliche Personen mit Beteiligung im Betriebsvermögen .....	143
c) Kapitalgesellschaften als Crowd-Investoren .....	144
d) Initiator der Crowdfunding-Kampagne .....	144
2. Aspekte des internationalen Steuerrechts .....	145
a) Inbound-Investitionen .....	145
aa) Steuerpflicht nach deutschem Steuerrecht .....	145
bb) Verteilung des Besteuerungsrechts durch Doppelbesteuerungsabkommen ..	146
cc) Verfahrensrechtliche Aspekte .....	147
b) Outbound-Investitionen .....	148
aa) Steuerpflicht nach deutschem Steuerrecht .....	148
bb) Verteilung des Besteuerungsrechts durch Doppelbesteuerungsabkommen ..	148
cc) Verfahrensrechtliche Aspekte .....	149
IV. Vergleich der Besteuerung von (partiarischen) Nachrangdarlehen und Eigenkapitalbeteiligungen .....	149
B. Umsatzsteuerliche Aspekte .....	150
I. Gewährung eines (partiarischen) Nachrangdarlehens .....	150
1. Tatbestand des § 1 Abs. 1 Nr. 1 UStG .....	150
2. Umsatzsteuerbefreiung gem. § 4 Nr. 8 Buchst. a UStG .....	151
II. Vermittlungsleistung der Crowdfunding-Plattform .....	152
1. Tatbestand des § 1 Abs. 1 Nr. 1 UStG .....	152
2. Umsatzsteuerbefreiung gem. § 4 Nr. 8 Buchst. a UStG .....	152
C. Zusammenfassung der steuerlichen Aspekte des Crowdfunding .....	153

<b>Kapitel 6. Zusammenfassung und Fazit</b> .....	157
A. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen .....	157
B. Fazit .....	161
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	165