

Dimitrios Linardatos | Patrick Raschner

# Crowdfunding und Plattformregulierung

Grundzüge des europäischen Rechts für  
Schwarmfinanzierungsdienstleistungen



**Nomos**



Recht und Digitalisierung | Digitization and the Law

Herausgegeben von | Edited by

Prof. Dr. Roland Broemel

Prof. Dr. Jörn Lüdemann

Prof. Dr. Rupprecht Podszun

Prof. Dr. Heike Schweitzer, LL.M.

Band | Volume 10

Dimitrios Linardatos | Patrick Raschner

# Crowdfunding und Plattformregulierung

Grundzüge des europäischen Rechts für  
Schwarmfinanzierungsdienstleistungen



**Nomos**



Onlineversion  
Nomos eLibrary

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

1. Auflage 2023

© Die Autor:innen

Publiziert von

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG  
Waldseestraße 3 – 5 | 76530 Baden-Baden  
[www.nomos.de](http://www.nomos.de)

Gesamtherstellung:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG  
Waldseestraße 3 – 5 | 76530 Baden-Baden

ISBN 978-3-7560-0217-7 (Print)

ISBN 978-3-7489-3741-8 (ePDF)

DOI <https://doi.org/10.5771/9783748937418>



Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

## Vorwort

*Avoid taking advice from someone  
who gives advice for a living,  
unless there is a penalty for their advice.*

Nassim Taleb, *Skin in the Game –  
Hidden Asymmetries in Daily Life*, 2018

Einen verbesserten Zugang zu Finanzierungen für innovative, nicht börsennotierte Unternehmen zu ermöglichen, ist ein Kernanliegen des europäischen Gesetzgebers. Da Internetplattformen in diesem Zusammenhang von zunehmender Bedeutung sind, hat sich der Unionsgesetzgeber dem Recht der plattformbasierten Projektfinanzierung (Crowdfunding) angenommen und dieses in weiten Teilen harmonisiert. Die hierfür erlassene Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen (ECSP-VO) statuiert für Betreiber von Schwarmfinanzierungsplattformen weitreichende und vor allem neuartige Verhaltens-, Organisations-, Informationspflichten inklusive Gatekeeper-Anforderungen. Für die Plattformbetreiber entstehen dadurch erhebliche rechtliche wie auch tatsächliche Herausforderungen. Ziel dieses Werkes ist es daher, das neue Crowdfundingrecht hinsichtlich seiner Kernpunkte zu systematisieren und der Praxis dadurch eine praxisbezogene Orientierung hinsichtlich der neuen europarechtlichen Anforderungen an die Hand zu geben. Der Fokus der Ausarbeitung ist gerichtet auf die Verordnungsvorschriften; nationales Recht spielt eine Rolle, soweit es von der Verordnung zur Anwendung berufen wird.

In dogmatischer Hinsicht zeigt das Buch auf, dass eine schematisch nach finanzmarktrechtlichen Grundsätzen verwirklichte Plattformregulierung zu Unstimmigkeiten führen kann, die eine Rechtsanwendung erschweren. Die hier entwickelten Auslegungsergebnisse helfen, mit diesen Gesetzeschwächen in der Praxis sachgerecht umzugehen.

Stand des Werkes ist Anfang Dezember 2022. Nach diesem Zeitpunkt publiziertes Schrifttum konnte nur cursorisch berücksichtigt werden.

Vaduz, Dezember 2022

Linardatos/Raschner



# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	13
I. Einleitung und Genese	17
II. Grundlagen	21
1. Gegenstand der Verordnung	21
2. Anwendungsbereich	22
a) Sachlicher Anwendungsbereich	22
aa) Kredit- und anlagebasierte Schwarmfinanzierungen	22
bb) Schwellenwerte	24
cc) Nachrangdarlehen	25
dd) Echtes und unechtes Crowdlending	26
ee) Tokenemissionen	29
ff) Tokenisierte Kredite	31
b) Personeller Anwendungsbereich	32
c) Örtlicher Anwendungsbereich	36
3. Weitere Abgrenzung zu EU-Rechtsakten des Bank- und Kapitalmarktrechts	37
III. Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister	40
1. Zulassungsvoraussetzungen und Antragsverfahren (Art. 12 ECSP-VO)	41
a) Antragsinhalt	41
b) Vollständigkeitsprüfung	43
c) Verbescheidung	43
d) Vereinfachte Zulassung	45
e) Sonstige Vorgaben	45
2. Umfang der Zulassung (Art. 13 ECSP-VO)	46
3. Verzeichnis (Art. 14 ECSP-VO)	47
4. Entzug der Zulassung (Art. 17 ECSP-VO)	48
5. Grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung (Art. 18 ECSP-VO)	49



IV. Organisatorische und betriebliche Anforderungen	51
1. Allgemeine Grundsätze (Art. 3 ECSP-VO)	51
a) Zweiseitige Interessenwahrungs- und Sorgfaltspflicht	51
b) Verbot der interessengeleiteten Auftragslenkung	53
c) Festlegung (und Umsetzung) von Anlageparametern	55
aa) Allgemeine Vorgaben für die Nutzung von Filtering Tools	55
bb) Besondere Anforderungen bei Auto-Invest-Diensten	57
(1) Erlaubnis zur Ermessensausübung durch den Dienstleister	57
(2) Offenlegung des Anlageentscheidungsprozesses	58
cc) Exkurs: Nichtanwendbarkeit von § 80 Abs. 2 WpHG	59
d) Verwendung einer Zweckgesellschaft (SPV)	60
2. Wirksame und umsichtige Geschäftsleitung (Art. 4 ECSP-VO)	62
a) Angemessene Regelungen und Verfahren	62
b) Systeme und Kontrollen beim Crowdlending	64
aa) Allgemeine Anforderungen	64
bb) Spezielle Anforderungen für die individuelle Verwaltung von Kreditportfolios	64
c) Anforderungen bei Bestimmung eines „Preises“ für das Schwarmfinanzierungsangebot	66
3. Anforderungen an die Projektträgerprüfung (Art. 5 ECSP-VO)	68
4. Individuelle Verwaltung des Kreditportfolios (Art. 6 ECSP-VO)	69
a) Anforderungen an das Mandat	70
b) Organisatorische Anforderungen, Datenbasis und Beschreibung der Kreditrisikobewertungsmethode	70
c) Aufzeichnungspflichten	72
d) Informationspflichten	72
e) Notfallfonds	73
5. Interessenkonflikte (Art. 8 ECSP-VO)	75
a) Beteiligungsverbot	75
b) Grenzen personeller Verflechtungen	76
c) Organisatorische Anforderungen	77
d) Offenlegungspflichten	78
6. Auslagerung (Art. 9 ECSP-VO)	79
a) Allgemeine Vorgaben	79
b) Bestellung vertraglich gebundener Vermittler als Auslagerung?	81

7. Erbringung von „Nebendienstleistungen“ (Art. 10 ECSP-VO)	81
a) Dienstleistungsübergreifende Informationspflichten	82
b) Einlage- und Verwahrregime beim Crowdfunding	82
c) (Organisations-)Anforderungen für Zahlungsdienste	83
8. Beschwerdemanagementsystem (Art. 7 ECSP-VO)	85
9. Prudentielle Anforderungen (Art. 11 ECSP-VO)	88
V. Anlegerschutz- und Marketinganforderungen	90
1. Allgemeine Informationspflichten (Art. 19 ECSP-VO)	90
a) Grundlagen	90
b) Spezifische Informationen	92
c) Zeitpunkt der Bereitstellung	93
d) Kreditbewertungsdaten und Preisermittlung	93
e) Informationsgeeignete Gestaltung der Kundenschnittstelle	95
2. Offenlegung von Ausfallquoten (Art. 20 ECSP-VO)	96
3. Kenntnispflicht und Risikotragfähigkeitssimulation (Art. 21 ECSP-VO)	97
a) Anforderungen an die Kundenexploration	97
b) Rechtsfolgen bei negativer Kundenexploration	100
c) Risikotragfähigkeitssimulation und Datengrundlage	101
4. Angebotsbindung und vorvertragliche Bedenkzeit (Art. 22 ECSP-VO)	103
a) Angebotsbindung des Projektträgers	104
b) Viertägige Bedenkzeit mit Widerrufsrecht	104
aa) Plattformseitige Verankerung der Bedenkzeit	105
bb) Flankierende Pflichten	106
cc) Rechtsfolgen bei fehlender Compliance	107
c) Verhältnis der Bedenkzeit zum Widerrufsrecht aus § 312g BGB	108
5. Anlagebasisinformationsblatt (Art. 23 f. ECSP-VO)	112
a) Anwendungsbereich	112
b) Anlagebasisinformationsblatt des Projektträgers (Art. 23 ECSP-VO)	113
aa) Abgrenzung der Verantwortungsbereiche	114
(1) Aktualisierungspflicht	116
(2) Vollständigkeit, Richtigkeit, Korrektur	117
bb) Gestaltung, Aufmachung und Bereitstellung	119

cc) Inhaltliche Anforderungen	120
(1) Gesetzlich vorgeschriebener Disclaimer	121
(2) Gesetzlich vorgeschriebene Risikowarnung	122
c) Anlagebasisinformationsblatt auf Ebene der Plattform (Art. 24 ECSP-VO)	123
aa) Inhaltliche Anforderungen und Ausgestaltung	124
bb) Aktualisierung	125
cc) Korrekturen	126
d) Verhältnis der Pflichten aus Art. 23 und Art. 24 ECSP-VO	126
e) Unionsrechtliche Haftungsregeln	128
aa) Haftungsrechtliche Vorgaben des Art. 23 ECSP-VO	129
bb) Haftungsrechtliche Vorgaben des Art. 24 ECSP-VO	131
f) Nationale Haftungsregeln	131
aa) Umsetzung des Art. 23 ECSP-VO in § 32c WpHG	133
(1) Leitungs-, Verwaltungs- und Aufsichtsorgane	133
(2) Informationsverantwortung	134
(3) Verschulden	137
(4) Beweisführung und Rechtsfolgen	138
bb) Umsetzung des Art. 24 ECSP-VO in § 32d WpHG	139
cc) Haftungsausschluss gemäß § 32e WpHG	139
dd) Allgemeine bürgerlich-rechtliche (Prospekt-)Haftung	141
ee) Außervertragliche Haftung	145
6. Betrieb eines Forums (Art. 25 ECSP-VO)	146
a) Grundsätzliches Verbot multilateraler Transaktionssysteme	147
b) Informations- und Gatekeeper-Anforderungen	150
c) Weitere Abgrenzungsfragen	151
7. Aufbewahrung von und Zugang zu Aufzeichnungen (Art. 26 ECSP-VO)	154
8. Anforderungen für Marketingmitteilungen (Artt. 27 f. ECSP-VO)	155
a) Inhaltliche Vorgaben für Schwarmfinanzierungsdienstleister	156
b) Behördliche Veröffentlichungspflichten	159
c) Haftung für Marketingmitteilungen	160
VI. Beaufsichtigung und Sanktionen	161
1. Überwachung durch die zuständige Behörde (Artt. 15, 29 ff. ECSP-VO)	161
a) Befugnisse der BaFin	162
b) Behördenkooperation	162

2. Laufende Berichterstattung durch Schwarmfinanzierungsdienstleister (Art. 16 ECSP-VO)	163
3. Sanktionen und Maßnahmen (Artt. 39 ff. ECSP-VO)	164
VII. Kollisionsrechtliche Fragen	166
Übersicht Level 2-Rechtsakte zur ECSP-VO	171
Abbildungen	173
Literaturverzeichnis	175
Register	183



# Abkürzungsverzeichnis

aA	andere Ansicht
aaO	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz/Absätze
AcP	Archiv für civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AIFMD	Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Manager Directive)
AIFs	Alternative Investment Fonds
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
aM	anderer Meinung
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
Art./Artt.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
b2b	business-to-business
b2c	business-to-consumer
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
Beschl.	Beschluss
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CRD IV	Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (Capital Requirements Directive)
DB	DER BETRIEB
DeFi	Decentralized Finance
ders.	derselbe
dgl.	dergleichen
dh	das heißt
DLT	Distributed-Ledger-Technologie
DMA	Verordnung (EU) 2022/1925 über bestreithare und faire Märkte im digitalen Sektor (Digital Markets Act)

## Abkürzungsverzeichnis

DORA	Verordnung 2022/2556 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor (Digital Operational Resilience Act)
Drs.	Drucksache
DSA	Verordnung (EU) 2022/2065 über einen Binnenmarkt für digitale Dienste (Digital Services Act)
ECSP-VO	Verordnung (EU) 2020/1503 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen (European Crowdfunding Service Providers)
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review
ERPL	European Review of Private Law
ErwGr	Erwägungsgrund/Erwägungsgründe
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuCML	Journal of European Consumer and Market Law (EuCML)
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro (bei Geldbeträgen)
evtl.	eventuell
eWpG	Gesetz über elektronische Wertpapiere
f., ff.	folgend, folgende
Fernabsatz- Finanzdienst- leistungsRL	Richtlinie 2002/65/EG über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Österreichische) Finanzmarktaufsicht
FMA	(Österreichische) Finanzmarktaufsicht
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GewO	Gewerbeordnung
ggf.	gegebenenfalls
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
hA	herrschende Auffassung
HdB	Handbuch
hL	herrschende Lehre
hM	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber/in
Hs.	Halbsatz
ifo	Institut für Wirtschaftsforschung
ICO(s)	Initial Coin Offering(s)
idR	in der Regel
idS	in diesem Sinne
ieS	im engeren Sinne
iHd	in Höhe des/der

IKT	Informations- und Kommunikationstechnik
inkl.	Inklusive
IOSCO	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions)
iSd	im Sinne des/der
iSv	im Sinne von
ITRB	IT-Rechtsberater (Fachzeitschrift)
iÜ	im Übrigen
iVm	in Verbindung mit
iZm	im Zusammenhang mit
JZ	Juristenzeitung (Fachzeitschrift)
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KOM	Europäische Kommission
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KWG	Kreditwesengesetz
lit.	litera
LJZ	Liechtensteinische Juristenzeitung
LS	Leitsatz
MarktüberwachungsVO	Verordnung (EU) 2019/1020 über Marktüberwachung und die Konformität von Produkten
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive)
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Regulation)
MTF	Multilateral Trading Facility
mwN	mit weiteren Nachweisen
NJCL	Nordic Journal of Commercial Law
Nr.	Nummer
ÖBA	BankArchiv – Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
oHG	offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
OTF	Organised Trading Facility
P2B-VO	Verordnung (EU) 2019/1150 zur Förderung von Fairness und Transparenz für gewerbliche Nutzer von Online-Vermittlungsdiensten
ProspektVO	Verordnung (EU) 2017/1129 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist
PSD II	Richtlinie (EU) 2015/2366 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt (Payment Services Directive)
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RDl	Recht Digital



## *Abkürzungsverzeichnis*

Rn.	Randnummer(n)
Rom I-VO	Verordnung (EG) Nr. 593/2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht
RTS	Regulatory Technical Standards
S.	Seite(n), Satz
SEAG	Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
SLA	Service Level Agreements
sog.	Sogenannt/so genannt
SPV	Special Purpose Vehicle
ua	Unter anderem
Uabs.	Unterabsatz
uU	unter Umständen
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VR-RL	Richtlinie 2011/83/EU über die Rechte der Verbraucher
VuR	Verbraucher und Recht
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
vgl.	vergleiche
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpIG	Gesetz zur Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
zB	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
zit.	zitiert
zT	zum Teil
zusf.	zusammenfassend

# I. Einleitung und Genese

Das Crowdfunding, in Deutschland überwiegend als Schwarmfinanzierung übersetzt,<sup>1</sup> betrifft plattformbasierte Projektfinanzierungen,<sup>2</sup> die vor allem für junge und wachsende Unternehmen einen interessanten Weg der Frühphasenfinanzierung bieten.<sup>3</sup> Der Vorteil aus Sicht eines Unternehmers besteht darin, dass er nicht auf die Investitionsbereitschaft von einem oder von wenigen Kreditgebern angewiesen ist, sondern niedrigschwellig viele Geldgeber ansprechen kann, weil über die Plattform die Investition von Kleinbeträgen (sog. **Mikro-Finanzierungshilfen**)<sup>4</sup> ermöglicht wird. Dadurch können Anschubfinanzierung auch zu einem Zeitpunkt realisiert werden, in dem das Unternehmen größere Geldgeber wie Banken oder Venture-Capital-Investoren noch nicht oder nur mit erheblichem Aufwand für sich gewinnen kann. Dass sich **Plattformen** bereitwillig

- 
- 1 Der Begriff „Schwarm“ ist strenggenommen etwas unpräzise, da dieser an ein gleichartiges und gleichgerichtetes Verhalten in der *Anonymität* anknüpft (vgl. Kersten, Schwarmdemokratie, S. 233); an dieser fehlt es indes beim Crowdfunding wegen des *know your customer*-Grundsatzes (diesen Hinweis verdanken wir Prof. Dr. Malte Gruber). In der bankrechtlichen Diktion geht es deswegen um eine Finanzierung durch das „Publikum“. Teilweise wird der Schwarmbegriff darauf gestützt, der Projektträger könne sich die „Schwarmintelligenz“ der Finanziers zunutze machen, da diese das Produkt oder die Geschäftsidee nicht nur unterstützen, sondern auch einschätzen und verbessern könnten (Klöhn/Hornuf/Schilling, The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act, S. 13, 17 f.; Uffmann JZ 2016, 928, 929 mwN). Diese euphemistische Idee ist in der Theorie zutreffend, wird indes *in praxi* – jedenfalls bei den hier interessierenden Erscheinungsformen des Crowdfunding – nicht umgesetzt. Da der Schwarmbegriff unbesehen dessen etabliert ist und auch in der offiziellen Sprachfassung der ECSP-VO verwendet wird, wird er auch diesem Werk zugrunde gelegt. Auf die (ausnahmsweise) gesetzliche Verwendung des Schwarmbegriffs in der ECSP-VO hinweisend auch Korch/Köhler in Köhler/Korch, Schwärme im Recht, 2022, S. 1, 2, die noch die Rolle des Einzelnen und die Bedeutung von Plattformen für die Schwarm-Metapher hervorheben (3).
  - 2 Zum praktischen Ablauf Aschenbeck/Drefke in Klebeck/Dobrauz Rechts-HdB digitale Finanzdienstleistungen Kap. 2 Rn. 48 ff.; Romba in Krimphove, Fintechs, S. 268; Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 848 ff.
  - 3 Uffmann JZ 2016, 928; siehe auch die Grafik bei de Meijer, Business Models of Crowdfunding Platforms, S. 3.
  - 4 Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 239; anknüpfend daran Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, 2023, Kap. 33 Rn. 21.

einschalten, um in der Rolle als **Informationsintermediäre** die Kapitalgeber mit Kapitalsuchenden zusammenzubringen, hängt im Wesentlichen mit drei Rechtstatsachen zusammen: (i) Schwarmfinanzierungsdienstleister übernehmen – anders als Banken – keine eigenen Risiken und das mit der Finanzierung verbundene Risiko verbleibt – jedenfalls bei fehlender Regulierung – vollständig beim Anleger,<sup>5</sup> (ii) die Kosten der Plattformbetreiber betragen in der Regel ca. ein Drittel der Kosten einer traditionellen Bank<sup>6</sup> und (iii) die Schwarmfinanzierungsplattformen sprechen zugfähige Interessen auf zwei Marktseiten an: renditeträchtige Anlage mit Diversifizierungspotential und Schließung der Finanzierungslücke, wodurch es ihnen ermöglicht ist, Provision bei den Projektträgern in Höhe von 5 bis 10 % der Finanzierungssumme durchzusetzen.<sup>7</sup>

Entsprechend der erklärten Priorität der Europäischen Kommission, „eine Kapitalmarktunion mit dem Ziel zu errichten, den Zugang zu Finanzierungen für innovative Unternehmen, Start-up-Unternehmen und andere nicht börsennotierte Unternehmen auszuweiten“, wurde am 8.3.2018 der Vorschlag für eine Verordnung über Crowdfundingdienste veröffentlicht.<sup>8</sup> Dieser Vorschlagstext wurde in vielerlei Hinsicht überarbeitet<sup>9</sup> und mündete schließlich in die Verordnung 2020/1503 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen (**ECSP-VO**).<sup>10</sup> Es handelt sich dabei um das erste „Flaggschiff“ aktueller europäischer FinTech-Regulierung,<sup>11</sup> was in der begleitenden Änderungsrichtlinie

---

5 EBA/RTS/2021/11, S. 3 und 6; siehe auch Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 258, die ergänzend auf das Problem hinweisen, dass sich die Plattform die Provision unabhängig vom Erfolg des Projektträgers verdienen kann.

6 Renner ZBB 2014, 261, 263.

7 Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 246.

8 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfundingdienstleister für Unternehmen, COM(2018) 113 final (hinsichtlich des Zitats siehe S. 1). Näher zum Zusammenspiel mit der Kapitalmarktunion Macchiavello in Ortolani/Louisse, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 2.01 ff.

9 Siehe für eine Analyse Macchiavello EBLR 2021, 557.

10 Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937.

11 Vgl. Müller in Krimphove, *Fintechs*, 2019, S. 83, 104; ähnlich Omlor in Köhler/Korch, *Schwärme im Recht*, 2022, 181, 182: bisher bedeutendste Spezialmaßnahme im Bereich der FinTech-Kreditfinanzierung.

2020/1504 zur Anpassung der MiFID II ausdrücklich festgehalten wurde (vgl. ErwGr 1 S. 1).<sup>12</sup>

Die ECSP-VO wurde am 5.10.2020 vom Europäischen Parlament gebilligt und ist am 20.10.2020 veröffentlicht worden; sie gilt in der Europäischen Union (EU) seit dem 10.11.2021, allerdings war in Art. 48 Abs. 1 ECSP-VO eine Übergangszeit bis zum 10.11.2022 mit dem Ziel vorgesehen, es Schwarmfinanzierungsdienstleister zu ermöglichen, unter den bis dato geltenden nationalen Rechtsvorschriften ihre Schwarmfinanzierungsdienstleistungen weiterhin zu erbringen.<sup>13</sup> Dieser Handlungsspielraum für die Praxis erschien notwendig, weil die ECSP-VO weitreichende und vor allem neuartige Verhaltens-, Organisations- und Informationspflichten statuiert, auf die sich die Plattformbetreiber erst einmal einstellen mussten. Da sich dieser Zeitrahmen als zu kurz erwies, hat die Kommission zuletzt von ihrer Befugnis in Art. 48 Abs. 3 ECSP-VO Gebrauch gemacht und mit der DelVO 2022/1988 den **Übergangszeitraum bis zum 10.11.2023** verlängert (siehe Art. 1 und zur Ratio ErwGr 3 DelVO 2022/1988).

Die Regulierung der Schwarmfinanzierungsdienstleistungen durch die ECSP-VO ist geprägt von der Garantenstellung der Plattform (auch: **Gatekeeperfunktion**)<sup>14</sup>: Es ist der Plattformbetreiber, der unter den finanzierungsuchenden Projektträgern eine (qualitative) Vorauswahl trifft, den Informationsaustausch und die Kommunikation über die Internetpräsenz koordiniert (Investor-Relations-Kanal)<sup>15</sup> und die einzugehenden Rechtsbeziehungen mit Musterdokumenten vorstrukturiert und steuert.<sup>16</sup> Zudem ist die Fähigkeit der Anleger, die Informationsaufdeckung des Projektträgers (*signalling*) auszuwerten und zu bewerten, begrenzt; dadurch rückt die Plattform als Informationsintermediär in die entscheidende Rolle, hin-

---

12 Danach ist Crowdfunding eine „Finanztechnologie-Lösung“.

13 In Beantwortung einer Frage der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat die Europäische Kommission klargestellt, dass die Übergangsfrist auch für Dienstleister gilt, die in einer Rechtsordnung tätig sind, in der kein spezifisches Crowdfunding-Regime gilt. Dazu ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 2.1.

14 Zu dieser Rolle der Schwarmfinanzierungsplattformen Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 260, 264 f.; Casper ZBB 2015, 265, 280; Uffmann JZ 2016, 928, 930; Aschenbeck/Drefke in Klebeck/Dobrauz Rechts-HdB digitale Finanzdienstleistungen Kap. 2 Rn. 48; Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 80 f., 85; ausführlich Schedensack, Crowdinvesting, 2018, S. 156 ff. Allgemein zum Gatekeeping durch Informationsintermediäre Leyens, FS H-B Schäfer, 2008, S. 159 ff.

15 Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 848.

16 Uffmann JZ 2016, 928, 931.

sichtlich des *signalling* Maßnahmen der Richtigkeitsgewähr zu ergreifen, um ein Marktversagen durch adverse Selektionen zu verhindern.<sup>17</sup>

Die diesbezüglichen Pflichten von „Gatekeepern“ nach der ECSP-VO sind von jenem nach dem neuen „Gesetz über digitale Märkte“, insbesondere Art. 5 DMA, zu unterscheiden. Art. 5 DMA hat nämlich andere Adressaten im Blick. Nach Art. 3 DMA handelt es sich bei diesen im deutschen Verordnungstext als „Torwächtern“ bezeichneten Akteuren um solche Unternehmen, die einen erheblichen Einfluss auf den Binnenmarkt haben (lit. a), einen zentralen Plattformdienst bereitstellen, der gewerblichen Nutzern als wichtiges Zugangstor zu Endnutzern dient (lit. b), und hinsichtlich ihrer Tätigkeiten eine gefestigte und dauerhafte Position (in naher Zukunft) innehaben (lit. c). Selbst größte Crowdfunding-Plattformbetreiber werden – trotz der ihnen zugeschriebenen Rolle im Rahmen der Kapitalmarktunion – mangels erheblichen Einflusses auf den Binnenmarkt nicht als Torwächter im hier verstandenen Sinn zu qualifizieren sein.

---

17 Leyens, FS H-B Schäfer, 2008, S. 159, 161.

## II. Grundlagen

Bevor auf den Regelungsinhalt der Verordnung eingegangen wird, gilt es zu zeigen, dass der Gegenstand und der Anwendungsbereich der ECSP-VO zumindest stellenweise relativ eng gezogen sind, wodurch das Ziel der Harmonisierung nur unvollkommen erreicht wird.

### 1. *Gegenstand der Verordnung*

Gemäß Art. 1 Abs. 1 ECSP-VO sollen durch die Verordnung einheitliche **Anforderungen an die Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen**, an die Organisation, die Zulassung und die Beaufsichtigung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern, an den **Betrieb von Schwarmfinanzierungsplattformen** sowie an Transparenz und Marketingmitteilungen in Bezug auf Schwarmfinanzierungsdienstleistungen in der Union festgelegt werden. Obgleich die ECSP-VO in das Gewand eines Rechtsakts der bank- oder finanzmarktrechtlichen Regulierung gehüllt ist, geht es im Kern in weiten Teilen um **Plattformrecht**.<sup>18</sup> Dies zeigt sich ua darin, dass durch die ECSP-VO die klassischen bankrechtlichen Bewilligungsbestimmungen nach dem KWG<sup>19</sup>, den MiFID II-Vorschriften<sup>20</sup> sowie nach der GewO<sup>21</sup> verdrängt und stattdessen Plattformaktivitäten reguliert werden, die nicht zwingend als klassische Finanzdienstleistungen subsumierbar sind.<sup>22</sup> In diesem Sinn hat die EBA in ihrem Bericht über die Nutzung von digitalen Plattformen im Banken- und Zahlungsverkehrssektor betont, dass die Bereitstellung digitaler Plattformen für Schwarmfinanzie-

---

18 Vgl. auch Omlor in Köhler/Korch, Schwärme im Recht, 2022, 181, 185, wonach die ECSP-VO einen diametral abweichenden Regulierungsansatz zum deutschen Aufsichtsrecht verfolgt.

19 Dazu Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 129 ff.; Schedensack, Crowdinvesting, 2018, S. 363 ff.

20 Dazu unten Ziff. II. 3.

21 Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 167, 168; Schedensack, Crowdinvesting, 2018, S. 372.

22 Vgl. unten Ziff. II. 2. a).

rungsdienste zu den wenigen Aktivitäten dieser Art zählt, die der direkten Aufsicht durch eine zuständige Behörde unterliegt.<sup>23</sup>

### 2. Anwendungsbereich

#### a) Sachlicher Anwendungsbereich

Die Verordnung findet Anwendung auf die Erbringung von **Schwarmfinanzierungsdienstleistungen** gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. a ECSP-VO. Sie betrifft die Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen von mindestens zwei Anlegern<sup>24</sup> mit einem Projektträger im Wege einer von zwei Schwarmfinanzierungsarten (näher sogleich *aa*), wobei sich im Einzelnen diffizile Anwendungsfragen stellen (dazu *bb–ff*). Gemeinsamer Nenner der von der ECSP-VO erfassten Tätigkeiten ist die Einbindung einer „**Schwarmfinanzierungsplattform**“, legaldefiniert als „ein öffentlich zugängliches, internetbasiertes, von einem Schwarmfinanzierungsdienstleister betriebenes oder verwaltetes elektronisches Informationssystem“ (Art. 2 Abs. 1 lit. d ECSP-VO). Das unionsrechtlich regulierte Crowdfunding ist nach dem Wortlaut und auch teleologischer Sicht *zwingend online-basiert*. Der Betrieb einer nicht-internetbasierten Crowdfunding-Plattform, sofern dies überhaupt denkbar ist, stellt keine Dienstleistung im Sinne von Art. 2 Abs. 1 lit. a ECSP-VO dar.<sup>25</sup> Indem die ECSP-VO den Betrieb bzw. die Verwaltung durch Schwarmfinanzierungsdienstleister in den Mittelpunkt der Plattformdefinition stellt, verfolgt sie einen primär intermediärbezogenen Ansatz, der nur mittelbar mit den erfassten Plattformtätigkeiten verbunden ist.

#### aa) Kredit- und anlagebasierte Schwarmfinanzierungen

Die ECSP-VO reguliert als erste Tätigkeit die „**Vermittlung von Krediten**“ gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. i ECSP-VO unter Einschaltung einer

---

23 Vgl. EBA, Report on the use of digital platforms in the EU banking and payments sector, EBA/REP/2021/26 (Rn. 84b iVm 130: „notable exception“).

24 Genauer ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.11.

25 Dies ausdrücklich klarstellend ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.10, wonach ein Dienstleister unter Berücksichtigung von Art. 12 Abs. 13 ECSP-VO jedoch auch andere Tätigkeiten ausüben kann. Möglicherweise zielt die ESMA (auch) auf die öffentliche Zugänglichkeit der Plattform ab.

Schwarmfinanzierungsplattform; es kann hierbei auch von der kreditbasierten Schwarmfinanzierung (**Crowdlending**), „loan crowdfunding“<sup>26</sup> oder „marketplace lending“<sup>27</sup> gesprochen werden. Zivilrechtlich bezieht sich die Kreditvermittlung auf Darlehensverträge iSd §§ 488 ff. BGB. Aufsichtsrechtlich ist in Art. 2 ECSP-VO der Kreditbegriff in Abs. 1 lit. b<sup>28</sup> definiert, es fehlt indes an einer Definition der Vermittlung.<sup>29</sup> Einzelne Charakteristika lassen sich aber immerhin dem ErwGr 11 S. 1 ECSP-VO entnehmen:

Danach erfasst die kreditbasierte Schwarmfinanzierung iSd ECSP-VO neben den Vermittlungsdiensten auch andere Dienstleistungen wie die Unterbreitung von Schwarmfinanzierungsangeboten (Art. 2 Abs. 1 lit. f ECSP-VO) gegenüber Kunden und die Preisfestsetzung sowie die Bewertung des Kreditrisikos von Projekten oder Projektträgern.

Ein **Unterfall** der Kreditvermittlung ist die **individuelle Verwaltung eines Kreditportfolios**,<sup>30</sup> legaldefiniert in Art. 2 Abs. 1 lit. c ECSP-VO.<sup>31</sup> Dabei handelt es sich um die Zuweisung eines im Voraus festgelegten Betrags – aus Mitteln eines Anlegers, der als ursprünglicher Kreditgeber („original lender“) bezeichnet wird – durch den Schwarmfinanzierungsdienstleister an ein oder mehrere Projekt(e) auf seiner Plattform. Anders als der irreleitende deutsche Wortlaut annehmen lässt, ist diese Sonderform gerade durch ein Ermessen des Dienstleisters (und nicht des Anlegers) gekennzeichnet.<sup>32</sup>

26 So zB ESMA, Report Licensing of FinTech business models, ESMA50–164–2430, Rn. 13 ff., 60 ff.

27 ZB Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37 ff.

28 Näher dazu unten Ziff. II. 2. a) cc). Dies hat auch Auswirkungen auf die Zulässigkeit des Fronting-Bank-Modells, siehe Ziff. II. 2. a) dd).

29 Dazu und zum Folgenden auch Dietz Legind/Minto Law and Economics Yearly Review 2021, 142, 149; Louise/Pasaribu in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 7.50.

30 Vgl. genauer ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.2, wonach es als „ancillary service“ zur Erleichterung der Kreditvergabe betrachtet werden kann, auch in Bezug auf das damit verbundene Zulassungsverfahren. Diese Einordnung hinterfragend Dietz Legind/Minto Law and Economics Yearly Review 2021, 142, 151.

31 Näher dazu unten Ziff. IV. 4.

32 Nach deutschem Wortlaut erfolgt diese Tätigkeit „im Rahmen eines individuellen Mandats des Anlegers, das dieser nach eigenem Ermessen erteilt“. Demgegenüber ist, im Einklang mit dem englischen Text („mandate given by the investor on a discretionary investor-by-investor basis“), der Art. 4 Abs. 1 Nr. 8 MiFID II



Als zweite Schwarmfinanzierungsart wird gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. ii ECSP-VO die **Platzierung von Wertpapieren**<sup>33</sup> und von anderen zugelassenen Instrumenten für Schwarmfinanzierungszwecken,<sup>34</sup> welche vom Projektträger oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben wurden, erfasst. Angesprochen ist hiermit die anlagebasierte Schwarmfinanzierung (**Crowdinvesting**), welche zum einen geprägt ist vom **Platzierungsgeschäft** als Unterfall der offenen Stellvertretung<sup>35</sup> bzw. der Abschlussvermittlung, zum anderen von der „klassischen“ Anlagevermittlung;<sup>36</sup> beide Dienstleistungsformen unterfallen nunmehr der ECSP-VO. Der Begriff der übertragbaren Wertpapiere ist gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. m ECSP-VO an der Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II (umgesetzt in § 2 Abs. 1 WpHG) ausgerichtet.<sup>37</sup> Die Platzierung der übertragbaren Wertpapiere ist die Dienstleistungskomponente, die vor allem die Seite der Projektträger als Kunden betrifft. Auf der anderen Seite gegenüber den Anlegern besteht die von der Norm erfasste Dienstleistung in der **Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen**.

Hinsichtlich des Platzierungsgeschäfts<sup>38</sup> ist die ECSP-VO nur anwendbar, wenn der Schwarmfinanzierungsdienstleister **keine feste Übernahmeverpflichtung** übernimmt (Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. ii ECSP-VO), also nicht das Absatzrisiko trägt, da andernfalls ein bewilligungspflichtiges Emissionsgeschäft gemäß § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG einschlägig wäre.

### bb) Schwellenwerte

Wie die ErwGr 16f. ECSP-VO und der Ausnahmetatbestand des Art. 1 Abs. 2 lit. c ECSP-VO deutlich machen, ist der Anwendungsbereich der Verordnung nicht eröffnet bei Schwarmfinanzierungsangeboten mit

---

entspricht („mandates given by clients on a discretionary client-by-client“) jedoch von einer Ungenauigkeit bei der Übersetzung auszugehen.

33 Statistisch gesehen in Deutschland für das Crowdfunding von untergeordneter Bedeutung; vgl. Hainz/Hornuf/Klöhn, ifo Forschungsbericht 2017, S. 31 ff.; Hainz/Hornuf/Nagel/Reiter/Stenzhorn, ifo Schnelldienst 2019, S. 33; Helmrich/Maume CF 2020, 61, 62, für Österreich S. 64.

34 Letzteres wird definiert in Art. 2 Abs. 1 lit. n ECSP-VO.

35 BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, geändert am 25.7.2013.

36 Zum Tatbestand der Anlagevermittlung bei Schwarmfinanzierungen statt aller Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 250 f.

37 Zum Wertpapierbegriff noch genauer bei Ziff. II. 2. a) ee).

38 Näher zum Begriff im Zusammenhang mit Crowdfunding Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 249 f.

einem Gegenwert von über **5 Mio. EUR** in einem **Zeitraum von 12 Monaten pro Projektträger**.<sup>39</sup> Dadurch entsteht eine Abstufung des Anlegerschutzregimes: Bei Angeboten zwischen 5 und 6 Mio. EUR über einen Zeitraum von 12 Monaten ist das VermAnlG anwendbar, allerdings mit der Maßgabe, dass die Privilegierung des § 2a VermAnlG gilt und insbesondere kein Verkaufsprospekt iSd § 6 VermAnlG zu erstellen ist, sondern nur ein maximal dreiseitiges<sup>40</sup> Vermögensanlagen-Informationsblatt gemäß § 13 VermAnlG. Beträgt das Schwarmfinanzierungsangebot zwischen 6 und 8 Mio. EUR, so ist – etwaige Ausnahmen nach § 2 VermAnlG vorbehalten – das Verkaufsprospekt iSd § 6 VermAnlG zu erstellen. Bei Angeboten mit einem Gesamtgegenwert von mehr als 8 Mio. EUR gilt schließlich die ProspektVO, sofern die Schwarmfinanzierung mittels öffentlich angebotener, übertragbarer Wertpapiere erfolgen soll.<sup>41</sup>

Die **Ausnahmen der ProspektVO** sind im Anwendungsbereich der ECSP-VO **nicht zu berücksichtigen**.<sup>42</sup> Im Besonderen bedeutet dies, dass Wertpapierangebote, die sich ausschließlich an qualifizierte Anleger bzw. an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen pro Mitgliedstaat richten (Art. 1 Abs. 4 lit. a und b), bei der Berechnung des Schwellenwerts nicht weiter relevant sind.<sup>43</sup>

## cc) Nachrangdarlehen

Insbesondere für Deutschland ist von praktischer Relevanz, ob sog. Nachrangdarlehen dem Anwendungsbereich der ECSP-VO unterfallen. Beim Nachrangdarlehen vereinbart der Kapitalnehmer, dass die Gegenansprüche des Kapitalgebers nur aus künftigen Jahresüberschüssen oder aus dem sonstigen, die Schulden der Gesellschaft übersteigenden Vermögen beglichen werden müssen.<sup>44</sup> Die Nachrangvereinbarung vermittelt dadurch

39 Art. 2 Abs. 2 lit. d des Kommissionsvorschlags war noch auf die Crowdfunding-Angebote, dort mit dem Schwellenwert von 1 Mio. EUR, beschränkt, ohne dabei eine Gesamtbetrachtung der Angebote des Emittenten vorzusehen; zurecht kritisch hierzu Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201.

40 Das Anlagebasisinformationsblatt ist maximal sechs Seiten lang gemäß Artt. 23 Abs. 7, 24 Abs. 3 ECSP-VO.

41 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 27 f.

42 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.13 aE.

43 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.9.

44 Ausführlich dazu Scholz/Bitter, 12. Auflage 2021, Anh. § 64 Rn. 468 ff.

eine **insolvenzverhindernde, vorinsolvenzliche Durchsetzungssperre** hinsichtlich des Rückzahlungsanspruchs.

Nach der im Schrifttum **hA** werden **Nachrangdarlehen** vom Anwendungsbereich der ECSP-VO **nicht umfasst**.<sup>45</sup> Für dieses Ergebnis streitet der Wortlaut des Art. 2 Abs. 1 lit. b ECSP-VO, indem er einen Kredit definiert als „eine Vereinbarung, in deren Rahmen ein Anleger einem Projektträger für einen vereinbarten Zeitraum einen vereinbarten Geldbetrag zur Verfügung stellt und der Projektträger die unbedingte Verpflichtung übernimmt, diesen Betrag zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen (...) an den Anleger zurückzuzahlen“. Mit dem Adjektiv „unbedingt“ scheidet der europäische Gesetzgeber alle abdingbaren Darlehen und folglich ebenfalls das Nachtragsdarlehen aus seinem Wirkungsbereich aus. Dies unterstreicht ein Blick in die Genese des Art. 2 Abs. 1 lit. b ECSP-VO, da das Tatbestandsmerkmal „unbedingt“ im Kommissionsentwurf zur ECSP-VO noch fehlte<sup>46</sup> und zielgerichtet nachträglich eingefügt wurde. Dieses Ergebnis ist rechtspolitisch bedauerlich, aber mit den bewährten Auslegungsmethoden nicht überwindbar.

### dd) Echtes und unechtes Crowdlending

Der Anwendungsbereich der ECSP-VO ist nach zutreffender Auffassung beim echten wie auch beim unechten Crowdlending (auch Peer-to-Peer-Lending oder **P2P-Lending**)<sup>47</sup> eröffnet.<sup>48</sup>

Beim **echten P2P-Lending** kommt unmittelbar zwischen dem Kapitalgeber und dem Kapitalnehmer ohne Zwischenschaltung eines Intermedi-

---

45 Rusch ZBB 2022, 217, 220 f.; Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 185; Casper, FS Seibert, 2019, S. 181, 187; Rennig ZBB 2020, 385, 387; Renner in Möslin/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 23 Rn. 71; Riethmüller in Möslin/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 22 Rn. 185.

46 Siehe dazu etwa Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 185; Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 235 f.

47 Zu den Begrifflichkeiten Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 23 ff.; Renner ZBB 2014, 261, 263; anknüpfend daran Rennig, Finanztechnologische Innovationen im Bankaufsichtsrecht, 2022, S. 160 ff.; siehe für einen guten Überblick auch Wendelstein GPR 2021, 220, 221.

48 Rusch ZBB 2020, 217, 221 f.; Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 398; Izzo-Wagner/Till BKR 2022, 155, 157 f.; Omlor in Köhler/Korch, Schwärme im Recht, 2022, 181, 183.

ärs ein Darlehensvertrag zustande.<sup>49</sup> Kapitalgeber und Anleger sind in diesem Fall personenidentisch. Die ECSP-VO ermöglicht diese Kreditvergabe erstmals in Deutschland, ohne dass eine entsprechende BaFin-Erlaubnis für den Projektträger oder gar für den Anleger allfällig wird.<sup>50</sup>

Anders ausgestaltet ist das **unechte P2P-Lending**.<sup>51</sup> Bei Abgabe ausreichender Investitionszusagen durch Anleger der Plattform schließt ein Institut mit aufsichtsrechtlicher Erlaubnis nach § 32 KWG mit dem Kapitalnehmer (Projektträger) einen Kreditvertrag iSd § 488 BGB und kehrt die Darlehensvaluta aus.<sup>52</sup> Diese sog. **Fronting-Bank**, die in Kooperation mit dem jeweiligen Plattformbetreiber steht,<sup>53</sup> tritt sodann ihren Rückzahlungs- und Zinsanspruch anteilig – also iHd Investitionszusage – an die Kapitalgeber ab (§§ 398 ff. BGB).<sup>54</sup> Bisweilen ist auch eine Zweckgesellschaft zwischengeschaltet, die von der Fronting-Bank die Forderung aus dem Darlehensvertrag abgetreten bekommt, sodann die Stückelung der Darlehensforderungen übernimmt, diese an die Anleger abtritt und die weitere Administration des Kreditgeschäfts verantwortet.<sup>55</sup> Hintergrund dieses auch als Fronting-Bank-Modell bezeichneten unechten P2P-Lending ist bisher das Anliegen der Kapitalgeber wie auch der Kapitalnehmer gewesen, eine Erlaubnispflicht nach dem KWG zu vermeiden.<sup>56</sup> Ohne Einschaltung einer Fronting-Bank war es denkbar, aufseiten der Kapitalnehmer ein

49 Siehe dazu im Anhang für die Grundkonstellation die **Abbildung 1** und für die erweiterte Darstellung **Abbildung 2**.

50 Engelmann-Pilger BKR 2022, 144, 145: „Paradigmenwechsel“.

51 Im Überblick dazu Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 395 f.; Woesch RdF 2022, 4, 6; Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 199.

52 Vgl. im Anhang die **Abbildung 3**.

53 Zur Typisierung des Vertrages Polke, Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe, 2017, S. 54 ff.

54 Über die Qualifizierung des Vertrages besteht Uneinigkeit; für einen Forderungskauf Renner ZBB 2014, 261, 264; für einen Kommissionsvertrag Polke, Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe, 2017, S. 63 ff., S. 76 ff.

55 Siehe insoweit im Anhang die **Abbildung 4**. Zu den rechtlichen Beziehungen Polke, Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe, 2017, S. 73 ff.

56 Im Überblick dazu Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 395 f.; Woesch RdF 2022, 4, 6; Wendelstein GPR 2021, 220, 221 f. Eine Rolle spielte darüber hinaus, dass eine Plattform gemäß § 37 Abs. 1 S. 4 KWG ebenfalls Adressatin von aufsichtsrechtlichen Maßnahmen und Weisungen werden konnte, wenn einer der Kunden im verbotenen Bankgeschäft tätig war, womit unerwünschte Reputationsverluste einhergehen konnten; Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 236 mit Verweis auf Wendelstein GPR 2021, 220, 221.

erlaubnispflichtiges **Einlagengeschäft gemäß § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG** und aufseiten der Anleger ein **Kreditgeschäft iSd § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG** anzunehmen.<sup>57</sup> Die dabei entstehenden Lizenzkosten wären für das typische Crowdlending regelmäßig prohibitiv gewesen, weshalb man auf das Fronting-Bank-Modell zurückgriff.<sup>58</sup> Die Zwischenbank zählt nicht zum „Publikum“ iSd § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG und die Anleger vergeben keinen Mikrokredit mehr, sondern kaufen mit ihrem Investitionsbetrag der Bank die Zins- und Rückzahlungsansprüche ab (§§ 453 Abs. 1 S. 1, 433 BGB).

Das beschriebene regulatorische Bedürfnis nach einer Fronting-Bank stellt sich nicht mehr, sofern man annimmt, dass unterschiedslos beide P2P-Lending-Verfahren der ECSP-VO unterfallen.<sup>59</sup> Die Gegenansicht meint allerdings, die Anwendung der ECSP-VO sei beim unechten P2P-Verfahren ausgeschlossen, weil der Wortlaut des Art. 2 Abs. 1 lit. b ECSP-VO einen direkten Kreditvertrag zwischen dem Anleger und dem Projektträger verlange.<sup>60</sup> Tatsächlich ist aber der Wortlaut des Art. 2 Abs. 1 lit. b ECSP-VO weiter gefasst, indem er bloß eine Vereinbarung voraussetzt, „in deren Rahmen“ der Anleger einem Projektträger für einen vereinbarten Zeitraum einen Kredit zur Verfügung stellt. Der Wortlaut des Art. 2 Abs. 1 lit. b ECSP-VO gibt also für die Annahme der Gegenansicht, es sei ein direkter Kreditvertrag zwischen dem Anleger und dem Projektträger erforderlich, wenig her.<sup>61</sup> Würde man die Anwendung der Verordnung auf das Fronting-Bank-Modell verneinen, hätte dies das schwerlich nachvollziehbare Ergebnis zur Folge, dass bloß die Zwischenschaltung einer Bank im Rahmen der Kreditvergabe zum Ausschluss des harmonisierten Rechts

---

57 Näher Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 343 ff. mwN.

58 Näher dazu Renner ZBB 2014, 261, 263 f.

59 Etwas anderes gilt freilich, sofern der Anwendungsbereich der ECSP-VO aus anderen Gründen nicht eröffnet ist. Darüber hinaus wird das Fronting-Bank-Modell für kleine Unternehmen und StartUps weiterhin aus Kosteneffizienzgründen interessant bleiben. Die Fronting-Bank bringt standardisiertes und skalierbares Erfahrungs- und Marktwissen mit, das vielen FinTechs in der Frühphase ihrer Tätigkeit fehlt.

60 Engelmann-Pilger BKR 2022, 144, 147; Dietz Legind/Minto Law and Economics Yearly Review 2021, 142, 150: „direct financing only“; wohl auch Woesch RdF 2022, 4, 7, der annimmt, dass die GewO einschlägig ist. Explizit gegen die Nichtanwendung der ECSP-VO Rennig, Finanztechnologische Innovationen im Bankaufsichtsrecht, 2022, S. 191.

61 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32b Rn. 8; Möslin/Rennig in Möslin/Omlor FinTech-HdB § 21 Rn. 28.

und zu einer Anwendung der nationalen Vorschriften führen würde. Eine so weitgehende Harmonisierungslücke ist mit dem Effizienzgedanken des Unionsrechts nicht vereinbar<sup>62</sup>, zumal bei beiden Formen des P2P-Lending ein Bedarf nach einheitlichem Anlegerschutzstandard besteht: Noch vor der Regulierung des Crowdfundingmarktes durch die ECSP-VO ist moniert worden, dass die Plattformbetreiber nach eigenen Kriterien die unterstützten Projektträger und vertriebenen Projekte bewerten und in ihrer Tätigkeit oftmals über Plausibilitätsprüfungen nicht hinausgehen würden.<sup>63</sup> Dies lasse – zum Nachteil der Anleger – adverse Selektionen befürchten. Die ECSP-VO versucht solchen Negativauslesungen vorzubeugen. Weshalb ein entsprechendes Schutzbedürfnis allein wegen Einschaltung einer Fronting-Bank, die ja den Projektträger oder das Projekt gar nicht prüft, nicht bestehen soll, erschließt sich nicht. Von der Verordnung wird die Regulierung der Plattform, also ihrer Dienste und Tätigkeiten als Informationsagentin in das Zentrum gerückt; auf diese Regelungsadressatin geblickt kann es keinen Unterschied machen, ob eine Fronting-Bank mitbeteiligt ist oder nicht. Entsprechend macht ErwGr 11 S. 2 ECSP-VO deutlich, es seien verschiedene Geschäftsmodelle im Zusammenhang mit der Schwarmfinanzierungsdienstleistung zu erfassen.

### ee) Tokenemissionen

Teilweise ist von der Literatur vertreten worden, der ECSP-VO sei nicht klar zu entnehmen, ob Tokenemissionen dem sachlichen Anwendungsbereich der Verordnung unterfallen.<sup>64</sup> Dies hänge mit dem hinsichtlich seiner Zielrichtung unklaren Wortlaut des ErwGr 15 ECSP-VO zusammen.<sup>65</sup> Auch ist darauf verwiesen worden, aus den Konsultationsdokumenten gehe hervor, dass Krypto-Token nicht auf einer Schwarmfinanzierungsplatt-

---

62 So schon zutreffend Izzo-Wagner/Till BKR 2022, 155, 158.

63 Siehe dazu noch einmal unten Ziff. IV. 1. a) und IV. 3.

64 Vgl. Battaglini/Davico in Ortolani/Louise, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 6.96.

65 Dort heißt es: „Die Ausgaben neuer virtueller Krypto-Token haben das Potenzial, KMU, innovative neugegründete Unternehmen und expandierende Unternehmen zu finanzieren, und können den Technologietransfer beschleunigen, doch unterscheiden sich ihre Merkmale erheblich von den in dieser Verordnung geregelten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen.“

form platziert werden dürften.<sup>66</sup> Vor Inkrafttreten der ECSP-VO ist insoweit namenhaft im Schrifttum gefordert worden, ICOs aus dem Anwendungsbereich der Schwarmfinanzierungsverordnung auszuklammern.<sup>67</sup> Wie allerdings oben schon beschrieben, ist der sachliche Anwendungsbereich eröffnet, wenn gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. ii ECSP-VO übertragbare Wertpapiere bzw. für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente, die von den Projektträger oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben werden, mithilfe einer Schwarmfinanzierungsplattform platziert werden. Die ECSP-VO knüpft somit an die Definition der übertragbaren Wertpapiere iSd MiFID II an, die nach überwiegender Auffassung auch von Krypto-Token erfüllt sein kann.<sup>68</sup> Dem ErwGr 15 ECSP-VO ist somit kein eigenständiger, einschränkender Bedeutungsgehalt hinsichtlich der Verordnungsreichweite zu entnehmen.<sup>69</sup> Es wird nur klargestellt, dass die Emission eines Krypto-Tokens als solche nicht von der ECSP-VO erfasst wird.<sup>70</sup> Sofern aber die Voraussetzungen eines übertragbaren Wertpapiers gemäß Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II erfüllt sind und bei der Emission eine Plattform beteiligt ist, kann die Emission unter die ECSP-VO fallen.<sup>71</sup> Dies gilt auch bei der Begebung von Inhaberschuldverschreibungen (§ 793 BGB), **elektronischen Wertpapieren iSd § 2 eWpG** oder von „Kryptowertpapieren“ nach § 4 Abs. 3 eWpG. Darüber hinaus sind auch andere „Token“ nach der Aufsichtspraxis der BaFin regelmäßig als übertragbare

---

66 So für Österreich – unter Verweis auf Majcen ÖBA 2020, 868, 870 – Rirsch, Crypto-Assets: DLT-Token als Objekt der Finanzmarktaufsicht, 2022, S. 221 f., wonach ErwGr 15 ECSP-VO „korrektur- bzw. erläuterungsbedürftig“ sei.

67 Siehe etwa Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 200; aM Aschenbeck/Drefke RdF 2019, 12, 17 f. Zum parlamentarischen Verfahren zB Müller in Krimphove, Fintechs, 2019, S. 83, 105.

68 Riethmüller BKR 2022, 149, 153.

69 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32b Rn. 12.

70 Siehe für Österreich FMA, Tokenisierung und Crowdfunding (abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/finanzdienstleister/crowdfunding-dienstleister/tokenisierung-und-crowdfunding/>); anders Riethmüller BKR 2022, 149, 153, demzufolge sich ErwGr 15 ECSP-VO „offensichtlich“ auf Token beziehe, die nicht unter die Wertpapierdefinition der MiFID II fallen.

71 Für weiterführende Überlegungen Prévost in Böffel/Schürger, Digitalisation, Sustainability and the Banking and Capital Markets Union, 2023, 125, 149 ff.

Wertpapiere subsumierbar,<sup>72</sup> etwa solche, die als sog. „Security Token“ emittiert werden.<sup>73</sup>

#### ff) Tokenisierte Kredite

Neben „Kryptowertpapier“-basierten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen ist praktisch gesehen auch eine Tokenisierung<sup>74</sup> der Kreditforderungen des Anlegers gegenüber dem Projektträger denkbar. Anders als bei Tokenemissionen im obigen Sinn geht es hierbei um eine regelmäßig auf einem Distributed Ledger abgebildete Kreditforderung, die aufgrund ihrer Ausgestaltung nicht als Anleihe oder dgl. zu qualifizieren ist, so dass auch kein übertragbares Wertpapier iSd MiFID II vorliegt.<sup>75</sup> Dies ist etwa der Fall bei nach individuellen Kriterien ausgestalteten Forderungen, denen es dadurch an der Fungibilität mangelt. Solche tokenisierten Kredite fallen in der Regel aus zwei Gründen aus dem Anwendungsbereich der ECSP-VO heraus: Zum einen fehlt es an der Beteiligung einer Schwarmfinanzierungsplattform – verstanden als *Informationssystem* – iSd Art. 2 Abs. 1 lit. d ECSP-VO; der für die Tokenisierung verwendete Distributed Ledger ist insoweit keine Plattform, die einen *Vermittlungsdienst* austrägt.<sup>76</sup> Zum anderen ist die **Denominierung der abgeschlossenen Darlehen** zu beachten. Da beim Kreditbegriff in Art. 2 Abs. 1 lit. b ECSP-VO auf die Zurverfügungstellung eines „Geldbetrag(s)“ abgestellt wird, werden krypto-denominierte Darlehen (etwa in Bitcoin) nicht vom sachlichen Anwendungsbereich der Verordnung erfasst;<sup>77</sup> insoweit liegt nämlich nicht „Geld“, son-

72 Hinweisschreiben (WA) 11-QB 4100–2017/0010 der BaFin vom 20.2.2018 zur Einordnung der ICOs zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente.

73 Rennig BKR 2020, 23, 24. Zur Bedeutung von Token-basierten Schuldverschreibungen im Immobilien-Crowdinvesting vgl. Helmrich/Maume CF 2020, 61 ff.

74 Verstanden als digitale Darstellung auf einer DLT, etwa Blockchain. Vgl. dazu genauer und speziell im Fonds-Zusammenhang Hooghiemstra in Maume/Maute/Fromberger, *The Law of Crypto Assets*, 2022, § 15 Rn. 61 ff.

75 Vgl. für den gegenteiligen Fall die informellen Aussagen der österreichischen FMA auf ihrer Webseite (Fn. 70); auch Rirsch, *Crypto-Assets* 220. Ferner zur Thematik Prévost in Böffel/Schürger, *Digitalisation, Sustainability and the Banking and Capital Markets Union*, 2023, 125, 147 f.

76 Anderes gilt, wenn eine DLT als Datenbanktechnik mit einer Schwarmfinanzierungsplattform bloss verknüpft ist (etwa durch Layer 2 auf Ethereum).

77 Schopper/Raschner ÖBA 2022, 262, 273; vgl. ebenso für „Zahlungsdienste“ FMA, *Tokenisierung und Crowdfunding* (Fn. 70).



dern ausweislich § 1 Abs. 11 Nr. 10 KWG ein Finanzinstrument vor. Die beschriebenen technologischen Trends am Schwarmfinanzierungsmarkt werden demnach lediglich im Rahmen der Berichtspflicht nach Art. 45 Abs. 2 lit. h ECSP-VO zu behandeln sein.

### b) Personeller Anwendungsbereich

In personeller Hinsicht hat die ECSP-VO zum Ausgangspunkt einen typischen zweiseitigen Markt<sup>78</sup> bestehend aus einem Plattformbetreiber, der zwei Gruppen – hier Nachfrager und Anbieter – miteinander über eine Internetplattform verknüpft (vgl. ErwGr 2 ECSP-VO). Diese Internetplattform fungiert nicht nur als **Vermittlungs-**, sondern auch als **Informationsplattform**.<sup>79</sup>

Die dezentrale Zusammenführung von Nachfragern und Anbietern ohne Plattformbetreiberbeteiligung (**DeFi**) unterfällt mangels (mutmaßlich) greifbaren Akteurs nicht der ECSP-VO; bei hinreichendem Inlandsbezug können aber die (prohibitiven) Vorschriften nach dem KWG einschlägig sein.<sup>80</sup>

Der Plattformbetreiber ist gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. e ECSP-VO definiert als **Schwarmfinanzierungsdienstleister**, der in der Rechtsform einer juristischen Person oder rechtsfähigen Personengesellschaft<sup>81</sup> agiert und Schwarmfinanzierungsdienstleistungen erbringt. Von solchen Dienstleistungen ist – wie schon ausführlich dargelegt – auszugehen, wenn Anleger und Projektträger über das Internet mithilfe einer Schwarmfinanzierungsplattform zwecks Abschlusses eines Kreditvertrages zusammengeführt oder übertragbare Wertpapiere und andere für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente des Projektträgers oder einer Zweckgesellschaft platziert werden (Art. 2 Abs. 1 lit. a ECSP-VO).<sup>82</sup> Erfasst sind somit jene Gestaltungen, bei denen ein *Plattformbetreiber* als notwendiger Mittler zwischen Projektträger und Anleger – in der Rolle des Informationsagenten<sup>83</sup>

---

78 Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 147 f.; Mäntysaari, Stocks for All, 2022, S. 738; siehe allgemein Engert AcP 218 (2018), 304, 305 ff.

79 Zu diesen beiden Kategorien näher Engert AcP 218 (2018), 304, 309 ff.

80 Vgl. weiterführend noch zum Tatbestand des Kreditgeschäfts Omlor in Köhler/Korch, Schwärme im Recht, 2022, 181, 186 ff und die iE vergleichbaren Ausführungen iZm dem Fronting-Bank-Modell bei Ziff. II. 2. a) dd).

81 Der Begriff „juristische Person“ ist in der gesamten Verordnung nicht rechtstechnisch zu verstehen und somit weit auszulegen.

82 Dazu oben Ziff. II. 2. a) aa).

83 Uffmann JZ 2016, 928, 930.

– zwischengeschaltet ist. Ist eine Schwarmfinanzierungsplattform nicht eingebunden oder kommt es auf die Mitwirkung eines Plattformbetreibers nicht an, damit die Vermögensanlage zustande kommt, so ist die ECSP-VO nicht einschlägig.<sup>84</sup>

Die Nachfragerseite besteht aus dem sog. **Projekträger**, der gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. h ECSP-VO eine natürliche oder eine juristische Person sein kann sowie eine rechtsfähige Personengesellschaft. Somit fallen potenzielle Projektwerber, die gemäß Art. 3 lit. a der Richtlinie 2008/48/EG als Verbraucher zu qualifizieren sind, aus dem personellen Anwendungsbereich der ECSP-VO heraus (vgl. Art. 1 Abs. 2 lit. a ECSP-VO)<sup>85</sup>, und C2C-Geschäftsmodelle sind folglich nicht harmonisiert. Hintergrund dieser Entscheidung ist ua, dass der Ordnungsgeber primär die Vollendung der Kapitalmarktunion im Blick hat, indem kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der Zugang zu Finanzmitteln erleichtert wird (vgl. ErwGr 3 ECSP-VO). Aufgrund dieser Bereichsausnahme sind Verbraucherfinanzierungen nach nationalem Recht zu behandeln,<sup>86</sup> welches jedoch oftmals keinen aufsichtsrechtlichen oder regulatorischen Rechtsrahmen kennt, der die Interessen der Anleger spezifisch schützt.<sup>87</sup> Insbesondere wird hierzulande die *de-minimis*-Ausnahme nach § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG einschlägig sein,<sup>88</sup> wodurch missliche Regelungslücken bleiben.

84 So für den Fall, dass ein Unternehmen exklusiv sein eigenes Projekt über ein öffentlich zugängliches Informationssystem im Internet anbietet, ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.12.

85 Kritisch Ebers/Quarch EuCML 2022, 122, 124: Es werde dadurch das vergleichsweise größte Marktsegment der Schwarmfinanzierung einer Harmonisierung entzogen und dies sei schwerlich mit der Absicht der Verordnung zu vereinbaren, das Anlegerschutzniveau prinzipiell zu erhöhen. Mit ähnlicher Kritik Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 204 f.; zuvor auch schon Will/Quarch WM 2018, 1481, 1484 f.; Aschenbeck/Drefke RdF 2019, 12, 15.

86 Ebers/Quarch EuCML 2022, 122, 124; dies als „erschütternde Folge“ bezeichnend Quarch in Ebers, StichwortKommentar LegalTech, 2023, Kap. 17 Rn. 16; Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 237.

87 So zeigten Umfragen der Kommission iZm der Änderung der Fernabsatz-FinanzdienstleistungsRL, dass peer-to-peer-lending häufig nicht in den Bereich nationaler Regelungen fällt oder die Anwendung der bestehenden Vorschriften unklar sei. Zudem besteht noch keine einheitliche Auffassung darüber, welcher Rechtsrahmen im besten Sinne des Anlegerschutzes wäre; vgl. dazu näher SWD(2022) 141 final, 7 f.

88 Genauer Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 397.

Als Projektträger können auch öffentlich-rechtliche Körperschaften oder Non-Profit-Organisationen auftreten.<sup>89</sup> Der für die Definition eines Schwarmfinanzierungsprojekts in Art. 2 Abs. 1 lit. i ECSP-VO gewählte Ausdruck „Geschäftstätigkeit“ bzw. „business activity“ ist weit auszulegen.

Auf der Anbieterseite steht schließlich der **Anleger** iSd Art. 2 Abs. 1 lit. i ECSP-VO, dem „jede natürliche oder juristische Person“ angehört, „die über eine Schwarmfinanzierungsplattform Kredite gewährt oder übertragbare Wertpapiere oder für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente erwirbt“. Darüber hinaus werden von der ECSP-VO dem Kapitalmarktrecht zwei neue Unterkategorien des Anlegerbegriffs hinzugefügt, nämlich der „kundige Anleger“ – das sind gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. j ECSP-VO insbesondere die „professionellen Kunden“ iSd Anhangs II Abschnitt I Nr. 1–4 der MiFID II – und der „nicht kundige Anleger“ (Art. 2 Abs. 1 lit. k ECSP-VO) – also alle anderen Anleger.<sup>90</sup> Relevant ist dies für die anlegerschützenden Mechanismen der ECSP-VO, da diese im Wesentlichen nur für die nicht kundigen Anleger gelten.<sup>91</sup> Die Verordnung reflektiert damit den Umstand, dass immer mehr institutionelle Investoren ihr Portfolio durch Beteiligungen an Schwarmfinanzierungen diversifizieren.

Der Begriff des **Kunden**, der aus der MiFID II bekannt ist, wird von der ECSP-VO in einem abgewandelten Sinne verwendet. Darunter fallen gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. g ECSP-VO nicht nur Anleger, sondern auch die Projektträger, für die ein Schwarmfinanzierungsdienstleister entsprechende Schwarmfinanzierungsdienstleistungen erbringt oder zu erbringen beabsichtigt. Der Kundenbegriff ist somit **aus der Sicht des Plattformbetreibers** bestimmt.

Für die Realisierung eines Finanzierungsprojekts zwischen dem Projektträger und dem Anleger können sog. **Zweckgesellschaften** tätig werden.<sup>92</sup> Gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. q ECSP-VO handelt es sich dabei um eine Gesell-

---

89 Vgl. dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.1; zuvor bereits auch Engelmann-Pilger, BKR 2022, 144, 146; ferner Macchiavello NJCL 2022, 91, 99.

90 Der teilweise im Schrifttum geführten Scheindiskussion (Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187; Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 163), ob eine weitere Anlegerkategorie existiert, indem das Gesetz teils vom „potenziell nicht kundigen Anleger“ spricht, wird hier nicht nachgegangen. Dem Ordnungsgeber ist offensichtlich eine Sprachkalamität unterlaufen, als er die Kunden, mit denen ein Plattformnutzungsvertrag bereits geschlossen wurde, von jenen unterscheiden wollte, mit denen ein solcher Vertrag nur in Aussicht steht.

91 Dazu näher unten Ziff. V.

92 Für eine graphische Darstellung siehe etwa Aschenbeck/Drefke in Klebeck/Dobrau Rechts-HdB digitale Finanzdienstleistungen Kap. 2 Rn. 29.

schaft, „die einzig zu dem Zweck gegründet wurde oder die einzig dem Zweck dient, eine Verbriefung im Sinne des Artikels 1 Nummer 2 der Verordnung (EU) Nr. 1075/2013“ durchzuführen.<sup>93</sup> Zweckgesellschaften werden demnach von der ECSP-VO explizit zugelassen und es werden „sehr strenge“ Pflichten aufgestellt,<sup>94</sup> sofern für die Erbringung der Schwarmfinanzierungsdienstleistung auf eine solche Gesellschaft zurückgegriffen wird.

In der Praxis können auch **Sicherungs- und Garantiegeber** beteiligt sein, die eine Besicherung der Anlage besorgen. Solche Garantiegeber können als Treuhandgesellschaften in Verbindung mit dem Plattformbetreiber stehen,<sup>95</sup> aber auch unabhängig sein. Die ECSP-VO deutet die Existenz von Garantiegebern an verschiedenen Stellen der Verordnung an (siehe etwa Art. 6 Abs. 4 lit. e oder Anhang I Teil D lit. f ECSP-VO), regelt diese jedoch nicht explizit; sie werden deswegen im Folgenden weitestgehend ausgeklammert bleiben. Von der ECSP-VO werden nur sog. Notfallfonds spezifisch reguliert,<sup>96</sup> die mit Garantiegebern in Beziehung stehen können, indes mit diesen nicht gleichzusetzen sind.

93 Zweckgesellschaften wurden regelmäßig (von den Projektträgern) auch im Zusammenhang mit der Kreditvermittlungen beteiligt, freilich ohne dass eine Verbriefung stattgefunden hat; siehe als Beispiel das Angebot „Energieeffiziente Kochherde für Kenia“ über bettervest GmbH (Stand 30.7.2020), wo eine Zweckgesellschaft „für die Aufnahme von Weiterleitungs-Darlehen im Rahmen von Schwarmfinanzierungen gegründet wurde“ (vgl. <https://burnstoves.com/content/resources/admin/vermanlg20200730vibbbvlimitedendfassung3.pdf>). Zweckgesellschaften werden nicht ausschließlich von den Projektträgern gegründet, sondern teils auch von der Plattform selbst oder von einer (Fronting-)Bank, welche ihre Verbriefungsaktivitäten ausgelagert hat. Die ECSP-VO bezieht sich nur auf manche dieser mannigfaltigen Sachverhalte.

94 Unten Ziff. IV. 1. d).

95 Siehe zur Veranschaulichung im Anhang die **Abbildung 4** sowie weitergehend Helmrich/Maume CF 2020, 61, 65, 66, 67. Die Ratio dahinter ist, die Netzwerkeffekte zugunsten der Plattform abzusichern, indem möglichst wenige Anleger einen Totalverlust erleiden. Mit Kapital werden die Treuhandgesellschaften vornehmlich über die Gewinne der Anleger finanziert: Ein Solidarbeitrag wird automatisch in das Sondervermögen der Treuhandgesellschaft eingezahlt, die mit diesem Kapital notleidend gewordene Forderungen aufkaufen kann, damit die Anleger keinen unmittelbaren Schaden erleiden. Zu den vertraglichen Beziehungen Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 85 ff.

96 Siehe näher dazu Ziff. IV. 4. e).

### c) Örtlicher Anwendungsbereich

Anders als der sachliche und persönliche Anwendungsbereich wird die räumliche Anwendbarkeit der ECSP-VO, wie auch in anderen Segmenten der EU-Finanzmarktgesetzgebung, eher unklar abgesteckt.<sup>97</sup> Nach Art. 1 Abs. 1 ECSP-VO werden mit der Verordnung (nur) ganz allgemein einheitliche Vorgaben für die Erbringung von Crowdfunding-Dienstleistungen „in der Union“ festgelegt. Der territoriale Anwendungsbereich ist somit durch Auslegung zu ermitteln. Zur besseren Veranschaulichung kann – entsprechend der drei von der ECSP-VO erfassten Akteure – eine **Unterteilung anhand verschiedener Fallgruppen** vorgenommen werden.

Unproblematisch ist es zunächst, wenn **beide „Kunden“ eines (potenziellen) Schwarmfinanzierungsdienstleisters in der EU niedergelassen sind**, also wenn Geschäftsfinanzierungsinteressen von europäischen Projektträgern mit EU-ansässigen Anlegern zusammengebracht werden (1. Fall).

Auch das Szenario, in dem ein Dienstleister **EU-Investoren mit Drittlandprojekten** zusammenführt, wirft wenig Fragen auf (2. Fall). Derartige Konstellationen werden aus Anlegerschutzrücksichten jedenfalls erfasst sein. Bei ausländischen Plattformbetreibern wird allenfalls in Anwendung des *Ausstrahlungsprinzips* zu prüfen sein, ob Internetangebote, Marketingmitteilungen etc. so auf europäische bzw. deutsche Anleger zugeschnitten sind, dass ein „genuine link“ zur EU besteht, der eine Anwendung der EU-Vorschriften rechtfertigt.<sup>98</sup>

Vergleichbares gilt, wenn eine Plattform die **Finanzierungsinteressen von in der EU ansässigen Projektträgern mit ausländischen Investoren bündelt** (3. Fall). Auch hier ist bei zielgerichteter Ansprache bzw. aktiver Dienstleistungserbringung aufgrund der plattformrechtlichen Stoßrichtung der ECSP-VO davon auszugehen, dass dies von der Verordnung erfasst wird.

Am unklarsten scheint der letzte Fall 4, in dem eine aus der EU betriebene Crowdfunding-Plattform **Drittlandprojektträger mit Auslandsanlegern „matcht“**. Trotz des oft beschworenen „Brüssel-Effekts“<sup>99</sup> ist in diesem Szenario davon aus-

---

97 Vgl. auch Ivanova in Ortolani/Louise, The EU crowdfunding regulation, 2021, Rn. 3.07 mit Verweis auf Art. 1 ECSP-VO, die allerdings wohl davon ausgeht, dass Drittlanddienstleister nicht von der ECSP-VO erfasst werden und Mitgliedstaaten eigene Regelungen schaffen können (Rn. 3.11). Siehe auch Louise/Pasari-bu in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 7.25.

98 Vgl. im Allgemeinen BaFin, Merkblatt zur Erlaubnispflicht von grenzüberschreitend betriebenen Geschäften, vom 1.4.2005, geändert am 11.3.2019.

99 Allgemein Bradford, The Brussels Effect: How the European Union Rules the World, 2020.

### 3. Weitere Abgrenzung zu EU-Rechtsakten des Bank- und Kapitalmarktrechts

zugehen, dass die ECSP-VO keine Anwendung findet, sondern nur allfällige Drittstaatsregelungen greifen.

**Maßgeblicher Anknüpfungspunkt** ist im Ergebnis die Bündelung von Geschäftsfinanzierungsinteressen im Gebiet der Union, wobei ausreicht, wenn ein „leg“ einer (potenziellen) Crowdfunding-Transaktion einen Bezug zur EU aufweist. Dabei kann das Unionsrecht Drittlandsprojekträger und -anleger freilich nicht von etwaigen finanzmarkt- oder gewerberechtlichen Vorschriften im Aufenthaltsstaat befreien, sondern es wird speziell bei zielgerichteter Ansprache ausländischer Investoren der nationale Rechtsrahmen zu überprüfen sein. Mit der räumlichen Anwendbarkeit der ECSP-VO geht schließlich die Pflicht von Schwarmfinanzierungsdienstleistern einher, in der Union niedergelassen zu sein (Art. 3 Abs. 1 ECSP-VO). Wenn Plattformbetreiber aktiv Dienstleistungen in Deutschland erbringen möchten, unterliegen sie somit dem generellen Zulassungsregime.<sup>100</sup>

### 3. Weitere Abgrenzung zu EU-Rechtsakten des Bank- und Kapitalmarktrechts

Vor der Verabschiedung der ECSP-VO gab es eine breite Diskussion unter Aufsicht und Wissenschaft, inwieweit die verschiedenen Formen des Crowdfunding unter die bestehenden EU-Finanzmarktregulierungen fallen könnten.<sup>101</sup> Auch mit Schaffung des neuen Schwarmfinanzierungs-Regimes bestehen an mehreren Stellen der Verordnung abgrenzungsbedürftige Berührungspunkte zu anderen EU-Rechtsakten,<sup>102</sup> die nachfolgend in aller Kürze darzustellen sind.<sup>103</sup>

Bzgl. der **Schnittstelle von Crowdfunding zu Bankaufsichtsrecht** wird in dem schwer verständlichen Art. 1 Abs. 3 ECSP-VO mit Verweis

---

100 Dazu unten Ziff. III.

101 Siehe vor Veröffentlichung des Kommissionsvorschlages Zetzsche/Preiner EBOR 2018, 217, 218 mit weitergehenden Überlegungen. Auch zB Quarch in Ebers, StichwortKommentar LegalTech, 2023, Kap. 17 Rn. 10; ausführlich ders., Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 363 ff., demzufolge zumindest in Bezug auf Crowdlending davon auszugehen war, dass die wichtigsten EU-Finanzmarktvorschriften nicht oder nur sehr eingeschränkt anwendbar waren.

102 Daneben stellen sich auch **Abgrenzungsfragen zum allgemeinen „Consumer Acquis“ sowie zu neueren Digitalrechtsakten**, wie insbesondere der P2B-VO; hierzu im Überblick Macchiavello NJCL 2022, 91, 110 f. mwN.

103 Dazu im Überblick auch Louise/Pasaribu in Ortolani/Louise, The EU crowdfunding regulation, 2021, Rn. 7, 44 ff.

auf die Richtlinie 2013/36/EU (Eigenkapitalrichtlinie, CRD IV) festgehalten, dass Mitgliedstaaten nationale Vorschriften zur Umsetzung von Art. 9 Abs. 1 jener Richtlinie<sup>104</sup> nicht anwenden dürfen, es sei denn, ein Schwarmfinanzierungsdienstleister, ein Projektträger oder Anleger ist gemäß Art. 8 Eigenkapitalrichtlinie als Kreditinstitut zugelassen. Anders ausgedrückt darf das nationale (Bankaufsichts)Recht für Projektträger (die Kredite von Anlegern annehmen) oder für Anleger (die Kredite gewähren) keine Zulassung als Kreditinstitut oder sonstige Vorgaben vorsehen (s. ferner ErwGr 9 S. 2 ECSP-VO). Parallel dazu betont ErwGr 9 S. 1 ECSP-VO noch, dass Schwarmfinanzierungsdienstleister – zur Vermeidung von Aufsichtsarbitrage und zu Aufsichtszwecken – kein Einlagengeschäft betreiben dürfen, außer sie sind gleichzeitig als Kreditinstitut zugelassen. Nach ErwGr 11 S. 4 ECSP-VO ist die kreditbasierte Schwarmfinanzierung generell von einer Kreditinstitutstätigkeit zu unterscheiden, wo Kredite für eigene Rechnung gewährt und Einlagen bzw. andere rückzahlbare Gelder von Kunden entgegengenommen werden.<sup>105</sup>

Weitere Schnittmengen bestehen – wie auch ErwGr 19 S. 2 ECSP-VO betont – in Bezug auf die **individuelle oder kollektive Vermögensverwaltung**. Bei der individuellen Verwaltung von Kreditportfolien gemäß Art. 6 ECSP-VO sind zwar starke konzeptionelle Gemeinsamkeiten zur „Portfolioverwaltung“ nach MiFID II auszumachen, jedoch ist sie im Ergebnis aufgrund der Kreditfokussierung streng von der allgemeinen Portfolioverwaltung zu unterscheiden.<sup>106</sup> Größere Parallelen bestehen zum Fondsrecht, wenn Projektträger bei Anlegern Kapital – mediatisiert über die Plattform – einsammeln. Maßgebliches Abgrenzungskriterium zur AIFMD ist hier die operative Tätigkeit eines Projektträgers. Berührungspunkte zum Recht der kollektiven Kapitalanlage weisen schließlich noch die Vorschriften zur Verwendung von Zweckgesellschaften auf.<sup>107</sup>

Dienstleistungsbezogene Abgrenzungsfragen werfen die **Dienstleistungen zur Verwahrung des Kundenvermögens und Zahlungsdienste** („Crowdfunding-Nebendienstleistungen“) auf – dies insbesondere, weil nicht nur Überschneidungen zur MiFID II oder PSD II auszumachen sind, sondern Schnittmengen auch zur Eigenkapitalrichtlinie existieren. Das

---

104 Normiert ist hier das Verbot der Entgegennahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern des Publikums durch Personen oder Unternehmen, die keine Kreditinstitute sind.

105 Siehe aber zum Fronting-Bank-Modell Ziff. II. 2. a) dd).

106 Dazu unten Ziff. IV. 4.

107 Dazu auch Majcen ÖBA 2020, 868, 869.

Verhältnis der ECSP-VO zu diesen Bereichen wird von Art. 10 ECSP-VO adressiert.<sup>108</sup>

Ausdrücklich im „neuen“ Recht der Schwarmfinanzierungen geregelt wird das **Zusammenspiel mit der MiFID II**.<sup>109</sup> Begleitend zur ECSP-VO – und neben den bereits erwähnten Schnittstellen zur Portfolioverwaltung und Vermögensverwahrung – umfasst die unionsrechtliche Regulierung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen eine knapp gehaltene Änderungsrichtlinie 2020/1504 zur Anpassung der MiFID II. Danach sind die gemäß der ECSP-VO zugelassenen Schwarmfinanzierungsdienstleister explizit von der MiFID II ausgenommen (s. Art. 2 Abs. 1 lit. p MiFID II). Wie beim Einlagengeschäft besteht allerdings die Möglichkeit einer Mehrfachzulassung,<sup>110</sup> die im Einzelfall eine strikte Abgrenzung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen und Wertpapierdienstleistungen und Anlagentätigkeiten bedingen kann.<sup>111</sup>

Aus all diesen Gründen sieht die ECSP-VO im unterschiedlichen Maße **Informationspflichten** gegenüber Kunden vor, um auf potenzielle Abgrenzungsfragen bei der Schwarmfinanzierung aufmerksam zu machen (siehe Art. 10 Abs. 1 betreffend Nebendienstleistungen, Art. 19 Abs. 2 betreffend Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungssysteme sowie Art. 25 Abs. 1 betreffend Handelsplätze).

---

108 Näher dazu deswegen unten Ziff. IV. 7.

109 SWD(2018) 56 final, 101 ff.

110 Dazu unten Ziff. III. 2.

111 Im Besonderen unten Ziff. V. 6. a).



### III. Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister

Ein zentraler Regelungsinhalt der ECSP-VO besteht in der **Negativbestimmung**<sup>112</sup> des Art. 1 Abs. 3. Danach sind Projektträger und Anleger von etwaigen bankrechtlichen, aber auch gewerberechtlichen Erlaubnispflichten befreit.<sup>113</sup> Stattdessen wird der Plattformbetreiber einer Erlaubnispflicht unterworfen:

Gemäß Art. 3 Abs. 1 ECSP-VO dürfen plattformbasierte Schwarmfinanzierungsdienste nur von juristischen Personen erbracht werden, die in der Union niedergelassen sind und gemäß Art. 12 ECSP-VO als Schwarmfinanzierungsdienstleister zugelassen wurden. In der Sache geht es hierbei um ein **Verbot der Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen mit Erlaubnisvorbehalt**.<sup>114</sup> Dieser Regelungsmechanismus ist im Bank- und Finanzmarktsektor wohlbekannt (vgl. etwa § 32 KWG). Im Anwendungsbereich der ECSP-VO ist allein die Zulassung nach dieser Verordnung notwendig (ErwGr 9 ECSP-VO) und anderweitige nationale Erlaubnispflichten werden verdrängt.

Das Zulassungserfordernis dient den gesteigerten Interessen der Anleger und Projektträger an einer zuverlässigen, funktionierenden und robusten Plattform. Fällt der Schwarmfinanzierungsdienstleister als Intermediär unerwartet aus, entstehen aufseiten der Vertragsparteien unwirtschaftliche Aufwandskosten.<sup>115</sup> Dutzende, hunderte oder gar tausende Kreditverträge müssten individuell verwaltet und abgewickelt werden. Für die Darlehensgeber bedeutet dies bestenfalls weniger Nettorendite, für die Darlehensnehmer weniger freies Kapital für das finanzierte Projekt. Im schlechtesten Fall droht ein Marktversagen: Angesichts der oftmals sehr geringen Darlehensbeträge sind die Anleger rational desinteressiert, Aufwand auf sich zu nehmen, um ihre Forderung einzutreiben. Sie bleiben in der Folge faktisch dem Markt fern, wodurch für Projektträger der Schwarmfinanzierungsmarkt langfristig versiegen kann.

---

112 Renner in Möslin/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 23 Rn. 74.

113 Etwas anderes gilt nur, wenn es sich um ein Kreditinstitut nach Art. 8 der Richtlinie 2013/36/EU (Eigenkapitalrichtlinie) handelt.

114 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32b Rn. 21.

115 Siehe dazu auch Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 185.

1. Zulassungsvoraussetzungen und Antragsverfahren (Art. 12 ECSP-VO)

Gemäß Art. 3 Abs. 1 ECSP-VO dürfen Schwarmfinanzierungsdienstleistungen nur von einer juristischen Person erbracht werden, die von der zuständigen Behörde (dh der BaFin<sup>116</sup>) **am Ort der Niederlassung** als Schwarmfinanzierungsdienstleister nach Maßgabe des **Art. 12 ECSP-VO** zugelassen wurde. Anders als noch in Art. 10 Abs. 1 des Kommissionsvorschlages vorgesehen war, hat ein potenzieller Schwarmfinanzierungsdienstleister seinen Antrag somit nicht bei der ESMA einzubringen.<sup>117</sup> Von der Verordnung wird die Zulassungsschwelle recht hoch angesetzt, wodurch nicht zu erwarten steht, dass sich eine Zulassung nach der ECSP-VO für kleine Plattformen mit wenigen Schwarmfinanzierungsprojekten lohnt.<sup>118</sup>

a) Antragsinhalt

In Absatz 2 und 3 des Art. 12 ECSP-VO ist näher ausgeführt, welche Angaben und Nachweise bei der Antragstellung zu erbringen sind.<sup>119</sup> Dazu zählen sowohl generelle als auch Crowdfunding-spezifische Informationen:

*Im Allgemeinen* sind Angaben zum Antragsteller zu machen (Name,<sup>120</sup> Internet-Adresse und physische Adresse und Rechtsform) und es ist auch der Gesellschaftsvertrag inkl. Namen der für die Geschäftsleitung verantwortlichen natürlichen Personen vorzulegen (vgl. Absatz 2 lit. a–c und k). Unter Proportionalitätsgesichtspunkten kann auch eine juristische Person mit nur einem Geschäftsleiter zugelassen werden.<sup>121</sup> Die für die Geschäftsleitung vorgesehene natürliche Person muss zuverlässig sein und über ausreichende Kenntnisse, Fähigkeiten und Berufserfahrung für die Leitung verfügen (lit. l). Letzteres ist gemäß Art. 12 Abs. 3 ECSP-VO der Fall, wenn zum einen keine Vorstrafen wegen Verstößen gegen nationale Vorschrif-

---

116 Dazu näher unten iZm Art. 29 Abs. 1 ECSP-VO bei Ziff. VI. 1.

117 Dazu zB Will/Quarch WM 2018, 1481, 1486; auch Louise/Pasaribu in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 7.03.

118 Ähnlich Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201.

119 Dazu und zum Folgenden ausführlicher Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 155.

120 Wie in ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 6.2 klargestellt, kann ein Dienstleister unter verschiedenen Namen tätig werden, sofern er diese der zuständigen Behörde mitteilt und dabei die Pflichten nach Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO berücksichtigt.

121 Näher ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 6.1.

ten in verschiedenen Rechtsbereichen<sup>122</sup> oder Berufshaftpflichtverpflichtungen vorliegen;<sup>123</sup> zum anderen müssen alle an der Geschäftsleitung beteiligten Personen in ihrer Gesamtheit über ausreichende Kenntnisse, Fähigkeiten und Berufserfahrung verfügen, und ausreichend Zeit für die Erfüllung ihrer Aufgaben aufwenden können.

*Im Besonderen* ist bei der Antragstellung der Geschäftsplan vorzulegen, aus dem sowohl die Arten der geplanten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen hervorgehen müssen als auch die beabsichtigte Schwarmfinanzierungsplattform inkl. der Angabe, wo und wie Angebote vermarktet werden sollen (lit. d). Zudem ist eine **Vielzahl an Beschreibungen** einzubringen, insbesondere betreffend

- Regelungen zur Unternehmensführung und der internen Kontrollmechanismen, inkl. Risikomanagement- und Rechnungslegungsverfahren (lit. e);
- Systeme, Mittel und Verfahren zur Kontrolle und Sicherung der Datenverarbeitungssysteme (lit. f);
- operationeller Risiken (lit. g);
- aufsichtsrechtlicher Sicherheiten gemäß Art. 11 ECSP-VO (lit. h und i);
- Business Continuity Plan (lit. k);
- interner Regeln zur Vermeidung von Interessenkonflikten durch Verflechtung mit Projektträgern (lit. m);
- Auslagerungsvereinbarungen (lit. n);
- Verfahren zur Bearbeitung von Kundenbeschwerden (lit. o);
- Verfahren zur Überprüfung des Anlagebasisinformationsblatts (lit. q);
- Verfahren für Obergrenzen für Anlagen bei nicht kundigen Anlegern (lit. r).

Schließlich ist auch zu bestätigen bzw. anzugeben, ob beabsichtigt wird, die Zahlungsdienste selbst oder durch einen Dritten gemäß der Richtlinie (EU) 2015/2366 (PSD II) oder durch eine Vorkehrung gemäß Art. 10 Abs. 5 der vorliegenden Verordnung zu erbringen (lit. p).

Die genauen Details des Antragsinhalts werden im Einklang mit Art. 12 Abs. 16 ECSP-VO auf **Level 2** in der DelVO 2022/2112 näher spezifiziert, wonach Dienstleister ihren Zulassungsantrag unter Verwendung eines im Anhang enthaltenen **Musterantragsformulars** einzureichen haben (Art. 2

---

122 Genannt werden Handelsrecht, Insolvenzrecht, Finanzdienstleistungsrecht, Geldwäschebekämpfungsrecht, Vermögensstrafrecht sowie Steuerstrafrecht.

123 Nach dem Verordnungstext gilt dies auch für alle Anteilseigner, die mindestens 20 % der Kapitalanteile oder Stimmrechte halten. Genauer zum damit normierten **Inhaberkontrollverfahren** Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 155, 161.

DelVO 2022/2112). Wie schon in der Literatur angemerkt, dürfte es sich in der Praxis durchsetzen, dass der Musterantrag primär die Funktion eines Deckblatts hat und für die Einhaltung der konkreten Zulassungsvoraussetzungen Verweise auf umfangreiche Anlagen zu machen sind.<sup>124</sup>

#### b) Vollständigkeitsprüfung

Der zuständigen Behörde steht nach Eingang des Antrags eine **Prüffrist** von 25 Arbeitstagen zur Verfügung, um die **Vollständigkeit** des Antrags zu prüfen (Art. 12 Abs. 4 S. 1 ECSP-VO); ein positives Prüfergebnis ist gemäß Art. 12 Abs. 6 ECSP-VO unverzüglich – also ohne schuldhaftes Zögern – mitzuteilen.<sup>125</sup> Ist der Antrag unvollständig, so wird dem Antragenden von der zuständigen Behörde eine Frist zwecks Nachreichung gesetzt, die gemäß Art. 12 Abs. 4 S. 2 ECSP-VO hinsichtlich ihres Umfangs im behördlichen Ermessen steht. Der Antrag kann nach Absatz 5 des Art. 12 ECSP-VO abgelehnt werden, wenn die antragende juristische Person es versäumt hat, den Antrag innerhalb der gesetzten Frist zu vervollständigen. Auch hierbei handelt es sich um eine Ermessensentscheidung.

Weitere Anforderungen ergeben sich durch die DelVO 2022/2112. Noch innerhalb von zehn Arbeitstagen nach Eingang des Antrags hat die Behörde einem potenziellen Crowdfunding-Dienstleister eine **Empfangsbestätigung**, inkl. Kontaktdaten der zuständigen Personen, zu übermitteln; Art. 3 DelVO 2022/2112.<sup>126</sup> Zudem hat ein angehender Schwarmfinanzierungsdienstleister der zuständigen Behörde unverzüglich alle **Änderungen** der im Zulassungsantrag enthaltenen Informationen **mitzuteilen** und unter Verwendung des Musterformulars vorzulegen (Art. 5 Abs. 1 DelVO 2022/2112). Damit beginnt die in Art. 12 Abs. 8 ECSP-VO festgelegte Verbescheidungsfrist (dazu sogleich) von Neuem; vgl. Art. 5 Abs. 2 DelVO 2022/2112.

#### c) Verbescheidung

Art. 12 Abs. 7 ECSP-VO führt näher aus, in welchen Fällen vor der positiven oder negativen Verbescheidung des Zulassungsantrags eine **Konsulta-**

---

124 Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 155.

125 Die Sinnhaftigkeit dieser Pflicht kritisierend Rennig ZBB 2020, 385, 389.

126 Sowohl auf elektronischem Wege, auf Papier oder in beiden Formen.

**tion** der zuständigen Behörden in anderen Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Sachverhalten stattzufinden hat. Für Prüfung und **Bescheidung** des Antrags hat die zuständige Behörde gemäß Art. 12 Abs. 8 ECSP-VO **drei Monate** nach Eingang eines *vollständigen* Antrags. Die Prüfung hat gemäß Art. 12 Abs. 8 S. 2 ECSP-VO Art, Umfang und Komplexität der Schwarmfinanzierungsdienstleistungen zu berücksichtigen, die der potenzielle Schwarmfinanzierungsdienstleister zu erbringen beabsichtigt (**Proportionalitätsprinzip**). Die abschließende Entscheidung ist zu begründen und der Umfang der Zulassung ist gemäß Art. 13 ECSP-VO festzuschreiben (dazu sogleich Ziff. III. 2.).

Die **Versagung der Zulassung** erfolgt nach Art. 12 Abs. 8 S. 1 ECSP-VO, wenn der potenzielle Schwarmfinanzierungsdienstleister die Anforderungen der ECSP-VO nicht erfüllt. Ein praktisch enorm relevanter Versagungsgrund ist das Fehlen der **prudentiellen Sicherheiten** nach Maßgabe des Art. 11 ECSP-VO.<sup>127</sup> Wie Art. 12 Abs. 2 lit. h, i ECSP-VO deutlich macht, sind dem Zulassungsantrag zum einen Beschreibungen über die vom potenziellen Schwarmfinanzierungsdienstleister einzuführenden aufsichtsrechtlichen Sicherheiten iSd Art. 11 ECSP-VO, zum anderen Nachweise über die entsprechenden Sicherheiten beizufügen. Stellt die Behörde fest, dass die vorgelegten Nachweise nicht zutreffend sind, so ist die Zulassung zu versagen.<sup>128</sup> Darüber hinaus kann die Behörde nach Maßgabe des Art. 12 Abs. 8 S. 3 ECSP-VO eine Zulassung aus weiteren Gründen verweigern: Objektive und nachweisbare Gründe lassen vermuten, dass (i) die Geschäftsleitung eine wirksame, solide und umsichtige Leitung und die Geschäftsführung im Krisenfall nicht gewährleisten könnte, (ii) eine angemessene Berücksichtigung der Kundeninteressen nicht gesichert ist oder (iii) die Marktintegrität gefährdet werden könnte.<sup>129</sup> Unklar ist hier, welcher Markt gemeint sein kann. Einzelne *bloß potenzielle* Plattformen dürften nicht groß genug sein, um die Integrität des Gesamtmarktes der Crowdfundingdienste zu gefährden, und sie sind erst recht nicht systemrelevant genug, damit etwaige Negativeffekte auf den übrigen Finanzmarkt gefährdend überschwappen. Deswegen dürfte die dritte Fallgruppe praktisch selten einschlägig sein.

---

127 Vgl. Ziff. IV. 8.

128 Ähnlich iE Lousse/Pasaribu in Ortolani/Lousse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 7.16.

129 Die drei Gründe möglicherweise als einen einzigen, gemeinsamen Versagungsgrund verstehend Lousse/Pasaribu in Ortolani/Lousse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 7.16.

Die Behörde hat bei negativer *inhaltlicher* Prüfung ihre **Versagungsentscheidung binnen drei Arbeitstagen** nach dem Datum des Entscheidungserlasses dem Antragsteller **mitzuteilen** (Art. 12 Abs. 10 ECSP-VO). Positive Zulassungsentscheidungen sind nach Absatz 9 des Art. 12 ECSP-VO der **ESMA anzuzeigen**, die gemäß Art. 14 ECSP-VO das Verzeichnis der zugelassenen Schwarmfinanzierungsdienstleister führt.<sup>130</sup>

#### d) Vereinfachte Zulassung

Banken, Zahlungsdienstleister, Wertpapierfirmen und andere Finanzdienstleister, die für ihre jeweiligen Zahlungs-, Finanz- oder Wertpapierhandelsdienste von der zuständigen Behörde mit einer Bewilligung bedacht sind nach den Richtlinien 2009/110/EG (E-Geld-Richtlinie), 2013/36/EU (Eigenkapitalrichtlinie), 2014/65/EU (MiFID II) oder (EU) 2015/2366 (PSD II), durchlaufen gemäß Art. 12 Abs. 14 f. ECSP-VO ein **vereinfachtes Verfahren**, wenn sie (zusätzlich) die Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister beantragen. Dabei handelt es sich nicht um eine „Zulassung light“,<sup>131</sup> sondern es ist bloß vorgesehen, dass Unterlagen, die der zuständigen Aufsichtsbehörde bereits vorliegen, nicht nochmals einzureichen sind. Eine Einschränkung besteht überdies darin, dass die Angaben oder Dokumente noch aktuell und für die Aufsichtsbehörde zugänglich sein müssen. Im Hinblick auf die Aktualität sollte ein Antragsteller daher kurz erläutern, ob es in der Zwischenzeit relevante Änderungen gegeben hat.

Vorstehendes gilt ebenfalls für Dienstleister, die bereits nach nationalem Recht – vor Inkrafttreten der ECSP-VO – für eine entsprechende Crowdfundingdienstleistung zugelassen waren.

#### e) Sonstige Vorgaben

Der zugelassene Schwarmfinanzierungsdienstleister hat nach Art. 12 Abs. 11 ECSP-VO dafür Sorge zu tragen, dass er den **Bestand der Zulassungsvoraussetzungen laufend** gewährleistet. Nach entsprechender Zulassung profitiert der Dienstleister gemäß Art. 18 Abs. 1 ECSP-VO vom

---

<sup>130</sup> Sogleich unten Ziff. III. 3.

<sup>131</sup> IdS aber pointiert Louise/Pasaribu in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 7.18.

europäischen Passporting, so wie es beispielsweise auch schon von der MiFID II oder von der PSD II bekannt ist (dazu im Detail sogleich). In diesem Zusammenhang sieht Art. 12 Abs. 12 ECSP-VO für grenzüberschreitende Dienste noch vor, dass **keine physische Präsenz im Zielland** erforderlich ist. Da die ECSP-VO, wie auch die ESMA selbst betont,<sup>132</sup> keinen Rechtsrahmen vorhält für die Errichtung von Zweigniederlassungen, scheint ein Tätigwerden im Gebiet eines anderen Mitgliedstaats entsprechend Art. 18 Abs. 1 ECSP-VO nur im Rahmen des freien Dienstleistungsverkehrs auf *rein* unionsrechtlicher Basis möglich zu sein.<sup>133</sup> **Über die Schwarmfinanzierungsdienstleistung hinausgehende Dienste** sind – nach den jeweils dafür geltenden regulatorischen Anforderungen – möglich (Art. 12 Abs. 13 ECSP-VO).

## 2. Umfang der Zulassung (Art. 13 ECSP-VO)

Der Umfang der Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister folgt gemäß Art. 13 Abs. 1 ECSP-VO aus dem Zulassungsbescheid. Über eine **Ausweitung der Zulassung** ist auf Antrag des Schwarmfinanzierungsdienstleisters zu entscheiden (Art. 13 Abs. 2 ECSP-VO). Relevant ist dies beispielsweise, wenn der Plattformbetreiber zunächst nur die Vermittlung von Krediten gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. i ECSP-VO besorgen wollte und hierfür zugelassen wurde, sodann aber beabsichtigt, sich auch des Platzierungsgeschäfts iSd Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. ii ECSP-VO anzunehmen. Für die Zulassungserweiterung sind bereits eingereichte Dokumente nach Maßgabe des Art. 12 ECSP-VO zu ergänzen und zu aktualisieren.

Wie bereits im Grundlagenteil ausgeführt,<sup>134</sup> **umfasst** die Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister **nicht** die Erlaubnis, Einlagengeschäfte zu erbringen; dies unterstreicht ErwGr 9 ECSP-VO. Hierfür ist eine zusätzliche Zulassung als Kreditinstitut nach Art. 8 der Richtlinie 2013/36/EU (Eigenkapitalrichtlinie) erforderlich. Auch die Erbringung von Verwahrdiensten ist von der Zulassung nach der ECSP-VO nicht abgedeckt, sondern richtet sich nach der CRD IV und der MiFID II.<sup>135</sup> Wie Art. 10

---

132 Dazu unten Ziff. III. 5.

133 Rechtspolitisch ist dies fragwürdig, da die freie Niederlassung im Vergleich zur Dienstleistungsfreiheit wegen des fehlenden Passportingelements schlechter gestellt ist.

134 Siehe Ziff. II. 3.

135 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32b Rn. 32.

Abs. 4 ECSP-VO klarstellt, dürfen Zahlungsdienste nur nach Zulassung als Zahlungsinstitut erbracht werden (§§ 10 ff. ZAG). Soweit der Schwarmfinanzierungsdienstleister hierauf verzichten möchte, muss er für die Weiterleitung etwaiger Investitionsbeträge der Anleger zugunsten der Projektträger einen Zahlungsdienstleister einbeziehen.<sup>136</sup> Denn schon die reine Entgegennahme des Anlegerkapitals zwecks Weiterreichung an den Empfänger kann als erlaubnispflichtiger Zahlungsdienst in Form des Zahlerfinanztransfersgeschäfts gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 6 ZAG qualifizieren.<sup>137</sup> Das Gesagte gilt im Übrigen entsprechend, wenn Plattformbetreiber zusätzlich die multilaterale Zusammenführung von Anlegeraufträgen ermöglichen wollen. Diesbezüglich ist eine Erlaubnis zum Betrieb eines MTF/OTF und damit eine Zulassung als Wertpapierfirma iSd MiFID II erforderlich.<sup>138</sup>

### 3. Verzeichnis (Art. 14 ECSP-VO)

Gemäß Art. 14 ECSP-VO unterhält die ESMA ein Verzeichnis aller Schwarmfinanzierungsdienstleister, das auf ihrer Internetseite<sup>139</sup> öffentlich zur Verfügung gestellt und laufend aktualisiert wird. Das Verzeichnis soll gemäß Art. 14 Abs. 3 ECSP-VO für die Dauer von fünf Jahren auch die Information über einen etwaigen Entzug der Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister enthalten.

Zweck dieses Verzeichnisses ist es, **Transparenz** zugunsten der Anleger zu schaffen. Besonders deutlich gilt dies hinsichtlich der nach Art. 14 Abs. 2 lit. g ECSP-VO obligatorischen Angabe über „verhängte Strafen“, die den Plattformbetreiber und die Mitglieder der Geschäftsleitung betreffen. Da die Veröffentlichung der Strafen einen gewissen Sanktionscharakter hat (*naming and shaming*),<sup>140</sup> wird man diese Vorgabe eng auslegen und nur auf Maßnahmen beziehen müssen, die auf Grundlage der Artt. 39 ff. ECSP-VO ergriffen wurden.<sup>141</sup>

---

136 Näher dazu Ziff. IV. 7.

137 Näher dazu Danwerth, Das Finanztransfersgeschäft als Zahlungsdienst, 2017, S. 105 ff.

138 Dazu unten im Zusammenhang mit dem Betrieb eines Bulletin Boards Ziff. V. 6. a).

139 Abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/sections/crowdfunding>.

140 Ausführlich zum Sanktionsbegriff P. Koch, Naming and shaming im Kapitalmarktrecht, 2019, S. 55 ff.

141 Unsicher Rennig ZBB 2020, 385, 389.



4. Entzug der Zulassung (Art. 17 ECSP-VO)

Die bewilligende Behörde ist ermächtigt, in den von Art. 17 Abs. 1 ECSP-VO genannten Situationen dem Schwarmfinanzierungsdienstleister die Zulassung zu entziehen. Die Gründe des Entzugs lassen sich schematisch wie folgt kategorisieren: Untätigkeit des Schwarmfinanzierungsdienstleisters (lit. a und c), Verzicht (lit. b), Täuschung bei Antragstellung und im Zusammenhang mit der Schwarmfinanzierungsdienstleistung stehende Gesetzesverstöße (lit. d, f und UAbs. 2) sowie Wegfall der Bewilligungsgrundlage (lit. e).

Verwaltungsrechtlich gesehen gibt Art. 17 ECSP-VO kein stimmiges Bild ab. Wird von einer Erlaubnis innerhalb einer gesetzlich bekannten Frist kein Gebrauch gemacht, so ist die Regel, dass die Erlaubnis bei **Untätigkeit** ohne diskretionäre Verwaltungsentscheidung **erlischt**. Bekannt ist dies aus § 35 Abs. 1 S. 1 KWG und § 13 Abs. 1 ZAG. Nach dem ZAG gilt der Erlöschenstatbestand auch beim Verzicht auf die Erlaubnis. Für die ECSP-VO sollte nichts anderes angenommen werden.<sup>142</sup>

In den übrigen Konstellationen wird die Erlaubnis **aufgehoben**, womit gesagt ist, dass die Aufsichtsbehörde eine **Ermessensentscheidung** zu treffen hat.<sup>143</sup> Nach allgemeinen Verwaltungsgrundsätzen muss diese Entscheidung das mildeste Mittel zur Erreichung der Zwecke des Gesetzes und angemessen sein. Diese Grundsätze sind auch für die ECSP-VO relevant, da es in Art. 17 Abs. 1 heißt, die zuständigen Behörden „haben die Befugnis“, die Zulassung zu entziehen. Dies ist als „Kann-Regelung“ zu verstehen. Ergänzend gelten, wie sonst auch, die allgemeinen Aufhebungsgründe der §§ 48, 49 VwVfG, welche ebenfalls lediglich eine Ermessensentscheidung ermöglichen. Dies ist sinnvoll, weil der Erlaubnisentzug für die Anleger und für die sonstigen Gläubiger des Dienstleisters regelmäßig nachteilig ist – insbesondere im hiesigen Bereich, wo die Investitionen nicht durch Entschädigungseinrichtungen gesondert geschützt sind.<sup>144</sup>

Relevant ist das Erfordernis der Ermessensausübung beispielhaft in den Fällen, in denen iSd Art. 17 Abs. 1 lit. d ECSP-VO etwaige Falschangaben eines Geschäftsleiters zur Erlangung der Zulassung geführt haben. Die Aufsicht hat zu prüfen, ob im Vergleich zum Entzug der Zulassung als

---

142 AA Rennig ZBB 2020, 385, 390.

143 Für § 35 KWG vgl. Fischer/Müller in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Auflage 2016, KWG § 35 Rn. 15; für § 13 ZAG vgl. Schäfer in Schäfer/Omlor/Mimberg, ZAG, 2021, § 13 Rn. 6 f.

144 Siehe dazu Ziff. V. 5. b) cc) (2).

milderes Mittel – insbesondere im Interesse der Anleger – ein Abberufungsverlangen hinsichtlich des pflichtwidrig handelnden Geschäftsleiters in Betracht kommt.<sup>145</sup> Auch eine **Teilaufhebung** ist stets in Erwägung zu ziehen.<sup>146</sup>

Ist die Zulassung durch die zuständige Behörde entzogen worden, so ist dies der **ESMA** und den zuständigen Behörden, in denen der Schwarmfinanzierungsdienstleister seine Dienste gemäß Art. 18 ECSP-VO erbringt, unverzüglich – also ohne schuldhaftes Zögern – **mitzuteilen**. Die notwendigen Informationen hierfür findet die zuständige Behörde in dem gemäß Art. 14 ECSP-VO geführten Verzeichnis; ESMA ergänzt die Information der Entziehung im Verzeichnis gemäß Art. 17 Abs. 2 S. 2 ECSP-VO. In welchen Fällen eine **grenzüberschreitende Verwaltungszusammenarbeit in Vorbereitung der Entscheidung** notwendig ist, buchstabiert Art. 17 Abs. 3 ECSP-VO aus (insbesondere bei horizontalen Konzernkonstellationen).

#### 5. Grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung (Art. 18 ECSP-VO)

Die Idee des **Europäischen Passes** wird durch Art. 18 ECSP-VO verwirklicht, der es einem *zugelassenen* Schwarmfinanzierungsdienstleister ermöglicht, nach Anzeige der entsprechenden Intention (**Absichtsanzeige**), grenzüberschreitende Dienstleistungen zu erbringen. Einschlägig ist Art. 18 ECSP-VO, wenn sich der Plattformbetreiber gezielt an die Marktteilnehmer im Aufnahmemitgliedstaat mit Außenwirkung richtet, er also nicht nur rein interne Tätigkeiten anstrebt (zB Serverhosting), sondern aktiv Kundenakquise betreiben möchte. Unionsrechtlich harmonisiert wird laut Kommission nur ein Tätigwerden im Rahmen des **freien Dienstleistungsverkehrs**. Eine Errichtung unabhängiger Zweigstellen sieht die ECSP-VO hingegen nicht vor, weshalb eine Niederlassung uU zusätzlichen Anforderungen in einem Mitgliedstaat unterliegen kann.<sup>147</sup>

Die für die grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung erforderlichen Angaben (Art. 18 Abs. 1 lit. a–d ECSP-VO) müssen an die zuständige

145 Für ein entsprechendes Beispiel zu § 13 Abs. 2 Nr. 2 ZAG vgl. etwa Schäfer in Schäfer/Omlor/Mimberg, ZAG, 2021, § 13 Rn. 9.

146 Siehe allgemein Fischer/Müller in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Auflage 2016, KWG § 35 Rn. 15.

147 Vgl. ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.7, wonach die Rahmenbedingungen von Art. 49 bzw. 56 AEUV zu beachten sind. Zur Rolle der Grundfreiheiten im FinTech-Kontext auch Müller in Krimphove, Fintechs, 2019, S. 83, 91.

### *III. Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister*

Behörde übermittelt werden, welche ihrerseits die Angaben den zuständigen Schwesterbehörden der Aufnahmemitgliedstaaten und der ESMA zwecks Aktualisierung des Verzeichnisses weiterleitet, vgl. Art. 18 Abs. 2 ECSP-VO. Über diese Mitteilungen wird der Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäß Art. 18 Abs. 3 ECSP-VO von der für ihn zuständigen Behörde unterrichtet. Die Aufnahme der grenzüberschreitenden Tätigkeit ist nach Maßgabe des Art. 18 Abs. 4 ECSP-VO ab Eingang dieser Mitteilung, spätestens 15 Kalendertage nach *vollständiger* Übermittlung der gemäß Art. 18 Abs. 1 ECSP-VO erforderlichen Angaben zulässig. Dabei dürfen vom Aufnahmemitgliedstaat keine zusätzlichen Anforderungen auferlegt werden (ErwGr 33 ECSP-VO).

## IV. Organisatorische und betriebliche Anforderungen

Systematisch etwas unstimmig noch vor der Zulassung (und Beaufsichtigung) von Schwarmfinanzierungsdienstleistern regelt die ECSP-VO in Kapitel II die „Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen sowie organisatorische und betriebliche Anforderungen an Schwarmfinanzierungsdienstleister“. In Anlehnung an die MiFID II werden hier vor allem bekannte Wohlverhaltenspflichten normiert, wobei auch Crowdfunding-spezifische Vorgaben (etwa zur individuellen Verwaltung des Kreditportfolios in Art. 6 ECSP-VO) Eingang in die Verordnung gefunden haben.<sup>148</sup>

### 1. Allgemeine Grundsätze (Art. 3 ECSP-VO)

Schwarmfinanzierungsdienstleister werden insgesamt nicht unerheblichen Organisations- und Verhaltenspflichten unterworfen,<sup>149</sup> mit der Folge, dass der Betrieb einer entsprechenden Plattform ohne Einrichtung einer Compliance-Abteilung schwerlich denkbar erscheint.

#### a) Zweiseitige Interessenwahrungs- und Sorgfaltspflicht

Im Zentrum eines Geschäftsbesorgungsvertrags steht die Pflicht zur Interessenwahrung. Von der Rechtsprechung ist diesbzgl. schon betont worden, dies sei „Ausdruck des allgemeinen und das private Vertragsrecht insgesamt beherrschenden Rechtsgedankens“, fair und Interessenskonflikte vermeidend zu handeln.<sup>150</sup> Diesen Gedanken greift Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO – wie andere Finanzmarktrechtsakte<sup>151</sup> – als „Zentralregelung“ einer „prin-

---

148 Vgl. auch Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 399.

149 Dazu im Überblick auch Buck-Heeb BKR 2022, 169, 170 f.

150 Aus der deutschen Rechtsprechung siehe etwa OLG Düsseldorf BeckRS 2011, 100079 Rn. 39.

151 Auch bereits Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 238; zudem Lieverse/Pronk in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.26.

zipienbasierten Regulierung“<sup>152</sup> auf. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister ist verpflichtet, „ehrlich, fair und professionell“ sowie im „bestmöglichen Interesse“ der Kunden zu handeln. Indem der Verordnungstext auf den Kundenbegriff<sup>153</sup> abstellt, wird deutlich, dass die Verhaltensmaxime **gegenüber dem Projektträger wie auch gegenüber dem Anleger** gleichermaßen gilt, was *prima vista* zu Friktionen führen könnte.<sup>154</sup> Indes machen die zahlreichen Informations-, Aufklärungs- und Offenlegungspflichten der ECSP-VO sowie der *best-execution*-Grundsatz deutlich, dass es nicht um ein Verhalten des Plattformbetreibers im absoluten Gleichgewicht geht, sondern die Waage ein gewisses Übergewicht zugunsten des Anlegers aufweist. Dies verdeutlicht auch der nächste Punkt:

Bisher nahmen Schwarmfinanzierungsplattformen eine **qualitative Vorauswahl** der Projektträger und der zugehörigen Projekte nach selbst aufgestellten Kriterien vor, die aufgrund der Informationsasymmetrien aufseiten der Anleger adverse Selektionen befürchten ließen.<sup>155</sup> Teilweise wurde bemängelt, es erfolge *in praxi* durch die Plattform nicht mehr als eine bloße Plausibilitätsprüfung.<sup>156</sup> Zugleich hat aber der Anleger den Eindruck, die Plattform habe vor Freischaltung des Projekts eine ausführliche Risiko- und Kreditwürdigkeitsprüfung vorgenommen. Dies könnte eine Negativauslese verstärken, indem sich der Anleger auf die Plattformtätigkeit verlässt und eigene (Plausibilitäts-)Prüfungen unterlässt. Mit Erlass der ECSP-VO wird nun die „Bewerberauswahl“ einem vereinheitlichten (Mindest-)Standard unterworfen, der deutlich mehr als eine bloße Plausibilisierung verlangt. So kann aus der allgemeinen Fremdinteressenwahrungspflicht nach Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO und mit Blick auf ErwGr 18 ECSP-VO gegenüber Crowdanlegern zumindest eine Verpflichtung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters abgeleitet werden, über **Policies** zu verfügen, **die eine Auswahl der Projekte mit kaufmännischer Sorgfalt**

---

152 Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487, dort noch zur Entwurfsfassung; ähnlich Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400: allgemeines Rechtsprinzip.

153 Oben Ziff. II. 2. b).

154 IdS Lieveise/Pronk in Ortolani/Louisse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.27. Ebenfalls auf potenzielle Schwierigkeiten hinweisend van Poelgeest/Louisse in Ortolani/Louisse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 9.13.

155 Näher dazu Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 255 f.

156 Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 241, 256.

**gewährleisten.**<sup>157</sup> Hiervon zu **unterscheiden** sind die *Minimalanforderungen an eine sorgfältige Prüfung* des Projektträgers nach Art. 5 ECSP-VO<sup>158</sup> sowie noch *weitergehende Prüfpflichten bei der Preisfestlegung eines Schwarmfinanzierungsangebots* gemäß Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO.<sup>159</sup>

b) Verbot der interessengeleiteten Auftragslenkung

Schwarmfinanzierungsdienstleistern ist es gemäß Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO **untersagt**, eine Vergütung, einen Rabatt oder einen nicht-monetären **Vorteil für die Weiterleitung der Anlegeraufträge** zu einem bestimmten Schwarmfinanzierungsangebot auf der eigenen oder einer dritten Schwarmfinanzierungsplattform **zu gewähren** oder **zu empfangen**. Dies soll ausweislich ErwGr 19 S. 3 ECSP-VO gewährleisten, „dass die Anlagemöglichkeiten den potenziellen Anlegern auf *neutrale Weise* angeboten werden“.<sup>160</sup> Nachgebildet ist die Bestimmung dem Art. 27 Abs. 2 der MiFID II und der damit zusammenhängenden Best-Execution-Regel (Art. 64 DelVO 2017/565), wobei im Crowdfunding-Kontext eine vor- und nachgelagerte Dimension der Norm auszumachen ist. Nach weitem Verständnis der Kommission ist unter der „Weiterleitung von Aufträgen“ erstens jede Praktik der gezielten Weiterleitung potenzieller Investoren auf ein bestimmtes Schwarmfinanzierungsangebot zu verstehen, es sei denn, dies beruht auf objektiven Kriterien, die im Voraus offengelegt werden (wie Filtering Tools oder Suchdienste).<sup>161</sup> Laut überzeugender Ansicht der ESMA (bestätigt durch die Kommission) ist die Norm insbesondere in Anbetracht des mit „routing of orders“ verbundenen Risikos von Interessenkonflikten und der damit verbundenen schwerwiegenden Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes zu sehen. Daneben dient das Verbot mittelbar auch dem Projektträgerschutz. Es soll verhindert werden, dass eine sachlich nicht gerechtfertigte, nur den Plattforminteressen dienende

---

157 In diese Richtung schon Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 65, mit dem Ziel, etwaige Informationsasymmetrien weiter zu verringern.

158 AA Lieverse/Pronk in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.27, die von einem Spezialitätsverhältnis ausgehen. Näher zu Art. 5 ECSP-VO bei Ziff. IV. 3.

159 Dazu bei Ziff. IV. 2. c).

160 Typographische Hervorhebung nur hier.

161 Vgl. dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 4.1. Zu Filterfunktionalitäten sogleich noch näher bei Ziff. IV. 1. c) aa).

de Ungleichbehandlung der Schwarmfinanzierungsangebote stattfindet. Eine solche Ungleichbehandlung wäre für den Wettbewerb zwischen den Schwarmfinanzierungsangeboten nachteilig.

Auf einer zweiten Ebene normiert Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO noch eine zivilrechtliche Selbstverständlichkeit: Der Schwarmfinanzierungsdienstleister hat Kundenaufträge so wie erteilt auszuführen (**Weisungstreue**).<sup>162</sup> Dies ist vor allem bei bestimmten Investitionserklärungen bezogen auf ein konkretes Schwarmfinanzierungsangebot relevant. Soweit hingegen eine ausfüllungsbedürftige Generalanweisung erteilt wird – wie sie bei sog. **Auto-Invest-Diensten** einschlägig ist –, die in Art. 2 Abs. 1 lit. c ECSP-VO als „individuelle Verwaltung des Kreditportfolios“ bezeichnet werden, besteht aufseiten des Dienstleisters ein **Entscheidungsspielraum**, der sich innerhalb des vom Kunden gesetzten Rahmens zu bewegen hat.<sup>163</sup> Hierzu gehört es, dass der Plattformbetreiber einen vom Anleger im Voraus festgelegten Anlagebetrag automatisiert mehreren Projektträgern anteilig über die Plattform zuzuweisen hat. Die Zuweisung findet nach objektiven Kennzahlen wie Zinssatz, Laufzeit, Rating etc. statt. Diesen Entscheidungsspielraum muss der Plattformbetreiber schon nach der Grundregel des Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO im „bestmöglichen Interesse“ der Kunden ausüben. Wie Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO darüber hinaus konkretisiert, darf der Spielraum nicht missbräuchlich ausgenutzt werden, wovon beispielsweise auszugehen wäre, würde der Plattformbetreiber die Kundenaufträge abhängig von etwaigen (unerlaubten) Zuwendungen unterschiedlich behandelt.

Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO geht freilich – wie gesehen – über die beschriebenen zivilrechtlichen Grundlagen hinaus, da er nicht nur im Verhältnis zum Anleger, sondern zu jeder Partei gilt, die durch Zuwendungen einen Einfluss auf den Schwarmfinanzierungsdienstleister ausüben könnte. Um im Einzelfall schwierigen Auslegungs- und Beweisfragen vorzubeugen, gilt die Untersagung nach Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO – so wie dies auch sonst im

---

162 Für eine zumindest auftragsrechtliche Einordnung der Vertragsbeziehung zwischen Anleger und Plattformbetreiber: Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 81.

163 Mit der Bezugnahme auf „Generalanweisung“ wird hier nichts zur Frage gesagt, ob solche Anlagerichtlinien als Vertragsbestandteil oder als anfängliche, schriftlich festgehaltene Kundenweisungen zu qualifizieren sind. Vgl. zur Einordnung im Speziellen MüKoHGB/Herresthal, 4. Auflage 2019, Rn. O 43; F. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, HdB Vermögensverwaltung, 3. Auflage 2022, § 9 Rn. 3 mwN; aus Österreich Schopper ÖBA 2013, 17, 20 f., wonach dies vom Konkretisierungsgrad abhängt.

Finanzmarktrecht bekannt ist<sup>164</sup> – unabhängig davon, welcher Zweck mit der Hingabe der Zuwendung verfolgt wird.

c) Festlegung (und Umsetzung) von Anlageparametern

aa) Allgemeine Vorgaben für die Nutzung von Filtering Tools

Schwarmfinanzierungsdienstleister bieten Anlegern häufig die Möglichkeit an, mithilfe einer Filterfunktion die für sie potenziell interessanten Projekte anhand von abstrakten Kriterien vorab einzugrenzen – zB Art oder Sektor der Geschäftstätigkeit oder die Bonitätsbewertung von Projektträgern etc. (vgl. dazu erhellend ErwGr 19 S. 1 und insbesondere ErwGr 21 ECSP-VO). Vor diesem Hintergrund räumt der recht verklausulierte Art. 3 Abs. 4 UAbs. 1 ECSP-VO dem Schwarmfinanzierungsdienstleister die Befugnis ein, Vorschläge in Bezug auf bestimmte Schwarmfinanzierungsprojekte zu unterbreiten,<sup>165</sup> womit vor allem die beschriebenen **Filterinstrumente** gemeint sind.<sup>166</sup> Voraussetzung für deren Einsatz durch den Plattformbetreiber ist, dass die vorgeschlagenen bzw. herausgefilterten Projekte einem oder mehreren vom Investor vorab mitgeteilten „spezifischen Parametern oder Risikoindikatoren“ entsprechen. Wie in ErwGr 19 ECSP-VO angegeben, wird es sich bei diesen Investitionsparametern (und Risikoindikatoren)<sup>167</sup> häufig um algorithmisch eingebundene Merkmale handeln, welche die Geschäftstätigkeit oder das Kreditrating des Projektträgers betreffen. Naheliegend sind zudem Signale betreffend Rendite, Zinssatz sowie Laufzeit eines Projekts. Wahrscheinlich kann auch eine Preisrange bzgl. der Crowdfunding-Angebote als Parameter festgelegt werden, wodurch insoweit eine Parallele zur Legaldefinition des „algorithmischen Handels“ in Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II (bzw. § 80 Abs. 2 WpHG)

---

164 Vgl. zu §§ 64 Abs. 7, 70 Abs. 1 WpHG etwa Herresthal in Linardatos, RechtsHdB Robo Advice, 2020, § 9 Rn. 39.

165 Vgl. auch Majcen ÖBA 2020, 868, 873, der von einem „Vorschlagsrecht“ spricht.

166 Für eine Parallelität der Möglichkeit, Vorschläge zu machen und dem Einsatz von Filterinstrumenten siehe Lieveise/Pronk in Ortolani/Louisse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.32.

167 Einstellungen betreffend Risikoklasse etc. scheinen begrifflich den Parametern anzugehören.



besteht.<sup>168</sup> Insgesamt sind die dort genannten Beispiele jedoch wenig hilfreich, um die möglichen Angebotsparameter näher zu konturieren.<sup>169</sup>

Aufschlussreicher ist ErwGr 21 S. 1 ECSP-VO, der zunächst zur **Abgrenzung der Anlageberatung** noch ausführt, dass die Verwendung von Filterinstrumenten („Filtering Tools“) nicht darunter zu subsumieren ist, sofern derartige Tools „den Kunden in neutraler Weise Informationen liefern, die keine Empfehlung darstellen.“ Mit Blick auf den Verordnungstext soll sohin ein allein an Parameter und Risikoindikatoren anknüpfender Vorschlag nicht ausreichen, um von einer Anlageberatung auszugehen. Trotz dieser Klarstellung bleibt für eine potenzielle Qualifikation dennoch auf § 2 Abs. 8 Nr. 10 WpHG bzw. Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MiFID II iVm Art. 9 DelVO 2017/565 und den bekannten CESR-Fragenkatalog<sup>170</sup> hinzuweisen. Entsprechendes gilt für den Abschluss eines Anlageberatungsvertrages nach bürgerlichem Recht. Hier ist entscheidend, ob die Mitteilung des Beraters eine eigene, wertungsbehaftete Stellungnahme enthält, die in eine konkrete Handlungsempfehlung mündet.<sup>171</sup> Es kommt darauf an, wie individualisiert ein Vorschlag ist: Bleibt er allgemein, scheidet eine Anlageberatung aus, während ein Vorschlag mit individualisierter Empfehlung eine Beratung begründen kann.<sup>172</sup>

Nichts anderes ergibt sich im Übrigen aus der Durchführung der Kenntnisprüfung und Risikotragfähigkeitssimulation gemäß Art. 21 ECSP-VO. Die Abfrage von Anlagezielen, finanzieller Situation und dgl. kann für sich genommen nicht den

---

168 Anlehnend daran in Ermangelung einer eigenständigen Definition im Kommissionsvorschlag Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 455.

169 Weitere in Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II genannte Parameter betreffen den Umstand, (i) ob überhaupt eine (Kauf- oder Verkaufs-)Order eingeleitet werden soll, (ii) den Auftragszeitpunkt oder (iii) wie ein Auftrag nach Einreichung (mit eingeschränkter oder gar keiner menschlichen Beteiligung) bearbeitet werden soll. Zum Ganzen Raschner, Algorithm Governance am Kapitalmarkt, 2023 (im Erscheinen), § 2. I. A. 1. b. ii. Siehe zum Vorliegen von „algorithmischer Handel“ iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II noch sogleich Ziff. IV. 1. c) cc).

170 CESR/10-293 Question & Answer Understanding the definition of advice under MiFID, S. 6.

171 BGH NJW 1993, 2433; Linardatos in ders., Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 4 Rn. 17; V. Lang, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, 2003, S. 34; Horn WM 1999, 1, 4; Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten, 13. Auflage 2022, Rn. 2 ff.; weiter differenzierend definiert Heese, Beratungspflichten, 2015, S. 13 ff.

172 Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, 2023, Kap. 84 Rn. 8, 11; Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 239.

Eindruck erwecken, es werde ein bestimmtes Schwarmfinanzierungsangebot empfohlen.<sup>173</sup>

Hinsichtlich der zulässigen Parameter wird in ErwGr 21 S. 2–4 ECSP-VO klargestellt, dass **rein objektive Produktmerkmale** erlaubt sind. Dies umfasst – wie sich bereits teilweise aus ErwGr 19 ECSP-VO ergibt – vordefinierte Projektkriterien einschließlich des wirtschaftlichen Sektors, das eingesetzte Anlageinstrument und der Zinssatz und, wenn ausreichende Informationen über die Berechnungsmethode offengelegt werden, die Risikokategorie sowie unabhängige Finanzkennzahlen.

Aus Anlegererschutzwägungen und wohl auch zur Abgrenzung der Portfolioverwaltung ist nach Art. 3 Abs. 4 UAbs. 1 S. 2 ECSP-VO zuletzt noch sicherzustellen, dass ein **Anleger** jedes einzelne **Schwarmfinanzierungsangebot überprüft** und in jedem einzelnen Fall **ausdrücklich eine Anlageentscheidung trifft**, wenn er einem Vorschlag folgen und in ein Projekt investieren möchte. Die Vermögensdisposition muss somit vom Anleger ausgehen. Dies gilt es bei der informationstechnologischen Ausgestaltung der Schwarmfinanzierungsplattform zu berücksichtigen.

#### bb) Besondere Anforderungen bei Auto-Invest-Diensten

Spezielle Anforderungen in Bezug auf die Verwendung von Parameter bestehen bei der individuellen Verwaltung eines Kreditportfolios. Die erforderlichen **Mindestparameter** folgen hier aus Art. 6 Abs. 1 lit. a–d ECSP-VO, wonach Anbieter mindestens zwei von den Anlegern gewählte Parameter beachten müssen.<sup>174</sup> Dazu zählen (i) der zu zahlende Mindest- und Höchstzinssatz, (ii) die Mindest- und Höchstlaufzeit, (iii) die Bandbreite und Verteilung der Risikokategorien sowie (iv) falls eine jährliche Zielrendite für eine Anlage angestrebt wird, die Wahrscheinlichkeit mit der diese Rendite erreicht wird.

#### (1) Erlaubnis zur Ermessensausübung durch den Dienstleister

Zwar müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäß Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 1 ECSP-VO auch bei Einsatz von Auto-Invest-Systemen die vom

---

173 Vgl. D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 110.

174 Dazu und zum Folgenden auch unten Ziff. IV. 4.

Anleger vorgegebenen Parameter einhalten, nach Art. 3 Abs. 5 ECSP-VO besteht jedoch hier sinnvollerweise keine Pflicht, dass Anleger jedes einzelne Schwarmfinanzierungsangebot überprüfen und eine Anlageentscheidung treffen müssen;<sup>175</sup> vielmehr „können“ bzw. müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister in diesem Fall ihr **Ermessen im Namen der Anleger im Rahmen der vereinbarten Parameter ausüben**. Nach Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 1 müssen Dienstleister hierzu alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um das bestmögliche Ergebnis für diese Anleger zu erzielen, was freilich schon aus der in Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO normierten Interessenwahrungspflicht<sup>176</sup> folgt.

## (2) Offenlegung des Anlageentscheidungsprozesses

Als spezifischere Konkretisierung der Generalklausel aufzufassen ist Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 2 ECSP-VO. Danach müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister, die eine individuelle Portfolio-Verwaltung anbieten, gegenüber Anlegern den **Entscheidungsprozess zur Ausführung des erteilten Verwaltungsmandats offenlegen**. In Bezug auf den etwas weiter gefassten Kommissionsentwurf, demzufolge Dienstleister „die genaue Methode und die Parameter dieser Ermessensbefugnis offenlegen“ mussten, wurde in der Literatur kritisch diskutiert, dass möglicherweise der verwendete Algorithmus sowie unter Umständen sogar der Quellcode preiszugeben wäre.<sup>177</sup> Richtigerweise war bereits der Kommissionsentwurf (vergleichbar dem nunmehr angepassten Wortlaut in Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 2 ECSP-VO) dahingehend auszulegen, dass nur eine genaue und möglichst anschauliche Erläuterung der Entscheidungsprozesse bei der Ermessensausübung zu geben ist.<sup>178</sup> Erforderlich sind somit primär die aus der

---

175 Vgl. auch Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 455. Anders als im Kommissionsvorschlag bezieht sich der Wortlaut nicht generell auf Kunden, inkl. Projektträger, sondern nur auf „Anleger“. Zu den damit verbundenen Unklarheiten des Verordnungsentwurf Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487; Quarch, aaO.

176 Dazu oben Ziff. IV. 1. a).

177 Näher zum Verordnungsentwurf Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487; identisch Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 456. Kritisch zum Kommissionsvorschlag auch Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201, demzufolge ein Bedarf einer Nachjustierung bestand.

178 So Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487 und gleichlautend Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 456.

konventionellen Vermögensverwaltung bekannten Informationen im Rahmen der Anlagerichtlinien (vgl. auch die Ausführungen in Art. 6 Abs. 1 ECSP-VO).<sup>179</sup> Auto-Invest-spezifisch wird dabei auch offenzulegen sein, dass die Stückelung pro Projekt nicht durch den Anleger parametrisiert werden kann.<sup>180</sup> Detaillierte **Algorithmen-bezogene Informationen** werden mit Blick auf Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 2 ECSP-VO zwar nicht offenzulegen sein, doch sind – wie bei der algorithmischen Vermögensverwaltung – grundlegende Informationen über die Funktionsweise des Systems notwendig.<sup>181</sup> Insbesondere wird bei entsprechender Werbung mit dem Einsatz von Algorithmen (oder „Artificial Intelligence“) auf die Klarheit der Informationen zu achten sein (vgl. dazu ErwGr 39 und Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO).<sup>182</sup>

cc) Exkurs: Nichtanwendbarkeit von § 80 Abs. 2 WpHG

Nach einer Literatursicht betreiben Plattformbetreiber, die eine automatisierte Crowdlendinganlage ermöglichen, aus teleologisch-historischer Sicht algorithmischen Handel iSv § 80 Abs. 2 WpHG.<sup>183</sup> Dies hätte die Anwendung einer ganzen Reihe aufsichtsrechtlicher „Algo-Governance“-Vorgaben zur Folge,<sup>184</sup> womit für Dienstleister zweifelsohne erhebliche praktische Herausforderungen einhergehen würden. Ähnlich wie bei der Diskussion über die Erfassung von algorithmischer Vermögensverwaltung („Robo Advice“) sprechen jedoch **die besseren Argumente gegen eine Anwendung** der zitierten Rechtsgrundlagen. Von § 80 Abs. 2 WpHG bzw.

---

179 Vgl. auch im MiFID II-Regime Art. 47 Abs. 3 lit. e DelVO 2017/565, wonach zu den offlegungspflichtigen Informationen ua „Managementziele, bei der Ausübung des Ermessens durch den Verwalter zu beachtendes Risikoniveau und etwaige spezifische Einschränkungen dieses Ermessens“ gehören.

180 Vgl. die Nutzungsbedingungen eines Dienstleisters zitiert bei Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 162.

181 Vgl. Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, 2023, Kap. 84 Rn. 53.

182 Vgl. genauer Raschner, Meaningful information on the use of AI in the robo-investing context, Young Digital Law Proceedings Band 2023 (im Erscheinen) mwN.

183 Siehe näher Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 373 ff. Anders für das unionsrechtliche Regime der MiFID II ders., aaO, S. 169 f.

184 Zum Ganzen Raschner, Algorithm Governance am Kapitalmarkt, 2023 (im Erscheinen); im Überblick Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, Kap. 1 Rn. 1 ff.

Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II werden nämlich nur jene algorithmischen Finanzdienstleistungen erfasst, die gleichzeitig zur algorithmischen Orderausführung an einem *Handelsplatz* führen,<sup>185</sup> was bei Crowdfunding nicht der Fall ist. Spezielle Anforderungen an die Verwendung von Algorithmen bzw. Modellen werden in der Verordnung vielmehr in Art. 6 Abs. 2 ECSP-VO iVm der DelVO 2022/2118 (nur) in Bezug auf Auto-Investing-Dienste gemacht.<sup>186</sup>

d) Verwendung einer Zweckgesellschaft (SPV)

Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO enthält strenge Vorgaben für den **Rückgriff auf eine Zweckgesellschaft bei der Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen** (auch „special purpose vehicle“ oder SPV). Darunter wird eine Gesellschaft verstanden, die zwischen Schwarmfinanzierungsprojekt und Anleger zwischengeschaltet ist und nur zum Zweck gegründet wurde oder nur dem Zweck dient, eine Verbriefung iSd VO (EU) Nr. 1075/2013 der Europäischen Zentralbank durchzuführen (vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. q ECSP-VO).<sup>187</sup> Adressiert werden SPV des Plattformbetreibers,<sup>188</sup> wie Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO durch die Anknüpfung an die Schwarmfinanzierungsdienstleistung deutlich macht. Zweck der SPV-Regulierung im Schwarmfinanzierungsbereich ist es, Aufsichtsarbitrage für Finanzintermediäre zu unterbinden, die anderen Unionsrechtsakten, insbesondere dem Recht der kollektiven Kapitalanlage, unterliegen (vgl. ErwGr 22 ECSP-VO). Schnittstellen zur AIFMD wurden bereits im Advice der ESMA<sup>189</sup> sowie Impact Assessment der Kommission<sup>190</sup> betont. Daneben ist bisher die Verwendung von SPV bei dem in Deutschland

---

185 Genauer Raschner, Algorithm Governance am Kapitalmarkt, 2023 (im Erscheinen), § 2. I. A. 4; dazu auch Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar Legal-Tech, 2023, Kap. 84 Rn. 1.

186 Dazu unten Ziff. IV. 4.

187 Eine „Verbriefung“ ist gemäß Art. 1 Nr. 2 der VO (EU) Nr. 1075/2013 „eine Transaktion oder ein System, wodurch ein Rechtssubjekt, das von dem Originator oder Versicherungsunternehmen oder Rückversicherungsunternehmen getrennt ist und zum Zweck der Verbriefung geschaffen wird oder diesem Zweck bereits dient, Finanzierungsinstrumente an Investoren ausgibt und einer oder mehrere der folgenden Vorgänge stattfinden (...)“.

188 Zu den praktisch bekannten SPV-Modellen vgl. D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 68 f.

189 ESMA/2014/1560, Rn. 65 ff.

190 Dazu genauer SWD(2018) 56 final, 104.

verbreiteten Fronting-Bank-Modell üblich,<sup>191</sup> sodass die Regulierung im Rahmen der ECSP-VO auch vor diesem Hintergrund gesehen werden kann.<sup>192</sup>

*In concreto* ist die Verwendung derartiger Rechtsstrukturen, inkl. SPV, nur zulässig, wenn einem Anleger damit eine **Beteiligung an einem „nicht liquiden“ oder „nicht teilbaren“ Vermögenswert** ermöglicht wird.<sup>193</sup> Dies ist laut Q&A der ESMA grundsätzlich dann der Fall, wenn ein Vermögenswert nicht schnell in „cash“ umgewandelt bzw. nicht einfach oder schnell in kleinere Bestandteile zerlegt werden kann.<sup>194</sup> Ein SPV darf auch nicht mit dem Zweck aufgesetzt werden, Anlegern *Exposure* in mehr als einem illiquiden oder unteilbaren Vermögenswert zu verschaffen.<sup>195</sup> Als „underlying asset“ darf nur **ein einziger Vermögenswert** dienen (Art. 3 Abs. 6 S. 1 ECSP-VO). Wie Art. 3 Abs. 6 S. 2 ECSP-VO noch ausführt, hat die Beurteilung des zugrunde liegenden Vermögenswerts nach einem „look-through“-Ansatz zu erfolgen. Aufgrund des Umstands, dass solche Zweckgesellschaften übertragbare Wertpapiere oder andere zugelassene Instrumente ausgeben, folgt schließlich, dass der Einsatz eines SPV auf Crowdfunding beschränkt ist, aber **keine kreditbasierten Angebote** umfasst.<sup>196</sup>

Auch wenn die Verwendung von SPV somit nur unter strengen Voraussetzungen möglich ist, können sich derartige Strukturen nach Ansicht im Schrifttum insbesondere für Verbriefungen von Immobilienanteilen,<sup>197</sup> aber ebenso für grenzüberschreitende Finanzierungen oder Tokenisierungen eignen.<sup>198</sup> Wenn auf ein SPV zurückgegriffen wird, ist darüber hinaus auch im **Anlagebasisinformationsblatt** zu informieren und die Kontaktdaten des SPV anzugeben (siehe Art. 23 Abs. 6 ECSP-VO iVm Anhang I, Teil E). Wie Art. 3 Abs. 6 S. 3 ECSP-VO noch normiert, liegt die Entschei-

---

191 Dazu im Überblick Woesch BKR 2022, 199, 200; auch Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 47, dort als „notary business model“ bezeichnet.

192 Majcen ÖBA 2020, 868, 871 f. Zum Fronting-Bank-Modell schon oben Ziff. II. 2. a) dd). und bei **Abbildung 4**.

193 Dies betonend ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.4.

194 Siehe weiterführend ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.5, wo jeweils weitere Faktoren genannt werden.

195 Dies wiederholend ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.2.

196 Siehe ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.2; auch Majcen ÖBA 2020, 868, 871: Wortlaut.

197 So van Poelgeest/Louisse in Ortolani/Louisse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 9.12.

198 Vgl. näher Riethmüller BKR 2022, 149, 153.

dung über die Beteiligung hinsichtlich dieses zugrunde liegenden Vermögenswerts allein beim Anleger.

## 2. Wirksame und umsichtige Geschäftsleitung (Art. 4 ECSP-VO)

Der Geschäftsleitung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters kommt unzweifelhaft eine zentrale Rolle für die ordnungsgemäße Dienstleistungserbringung zu. Aus diesem Grund sieht Art. 4 ECSP-VO verschiedene, zT vom Geschäftsmodell abhängige Organisations- bzw. Governance-Anforderungen vor.

### a) Angemessene Regelungen und Verfahren

Nach Art. 4 Abs. 1 ECSP-VO hat die Geschäftsleitung **angemessene Regelungen und Verfahren zur Sicherstellung einer wirksamen und umsichtigen Leitung** festzulegen. Explizit genannt wird (i) die Aufgabentrennung, (ii) die Geschäftsfortführung im Krisenfall und (iii) die Vorbeugung von Interessenkonflikten. Während letzteres gesondert in Art. 8 ECSP-VO adressiert wird (dazu Ziff. IV. 5.), werden in Bezug auf die notwendige Aufgabentrennung innerhalb der Geschäftsleitung keine weiteren Vorgaben aufgestellt. Besonderer Fokus wird hier aber auf ein angemessenes Risikomanagement zu legen sein (ErwGr 23 ECSP-VO). Die umfassendsten Anforderungen werden allerdings für die **Geschäftsfortführung im Krisenfall** gemacht.<sup>199</sup> Hierunter sind all jene Maßnahmen und Verfahren zu verstehen, die bei einem Ausfall des Dienstleisters (a) die Kontinuität der Erbringung kritischer Dienstleistungen im Hinblick auf bestehende Investitionen und (b) die ordnungsgemäße Verwaltung der Vereinbarungen zwischen dem Dienstleister und seinen Kunden gewährleisten sollen. Zu implementieren sind die Maßnahmen und Verfahren ausweislich ErwGr 25 ECSP-VO in einem *Geschäftsfortführungsplan* (Business Continuity Plan), der bereits im Zulassungsverfahren gemäß Art. 12 Abs. 2 lit. j ECSP-VO zu beschreiben ist,<sup>200</sup> und dessen Inhalt in diesem

---

199 Dies wohl insbesondere aufgrund der Insolvenz von Dienstleistern, die zu erheblichen Schwierigkeiten speziell bei der Rückzahlung geführt haben, vgl. Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487 mwN.

200 Siehe bereits Ziff. III. 1. a).



Zusammenhang auf Level 2 konkretisiert wird.<sup>201</sup> Neben teils zirkelartigen Begriffsbestimmungen für kritische Dienste,<sup>202</sup> „Ausfall“<sup>203</sup> und „erhebliche Betriebsstörung“<sup>204</sup> ist nach der damit erlassenen DelVO 2022/2116 ein „detaillierter“ Plan aufzustellen, der als Maßnahmen für die **Kontinuität kritischer Dienstleistungen** explizit die Benachrichtigung von Kunden über den Eintritt eines Störfalls, den Zugang der Kunden zu Informationen über ihre Anlagen sowie ggf. die Bedienung ausstehender Kredite, die Fortführung von Zahlungsdiensten und die Übertragung der Vermögensverwahrung nennt (Art. 3 Abs. 3 DelVO 2022/2116).<sup>205</sup> Für die **ordnungsgemäße Verwaltung der Vereinbarungen** sind insbesondere Maßnahmen zur Aufbewahrung und Sicherung relevanter Dokumente und Informationen erforderlich (genauer Art. 4 Abs. 3 DelVO 2022/2116). Auch die **übergreifend im Plan zu treffenden Verfahren** werden ausführlich geregelt und umfassen etwa die Aufstellung einer Kontaktliste für Personen bzw. Abteilungen, die bei einem Ausfall zuständig sind, sowie die Identifizierung der drei wahrscheinlichsten Ausfallszenarien inkl. Abhilfemaßnahmen (siehe im Einzelnen Art. 5 DelVO 2022/2116).

Naheliegenderweise trifft die Geschäftsleitung nach Art. 4 Abs. 1 ECSP-VO auch eine **Überwachungspflicht** hinsichtlich der Umsetzung der Regelungen und Verfahren, mit dem Ziel, die Marktintegrität<sup>206</sup> und die Interessen der Kunden zu fördern. Im Fokus stehen damit sowohl Funktions- als auch der Anlegerschutz, wobei die beiden Kategorien aufgrund der Schnittstellenrolle des Dienstleisters besonders eng miteinander verbunden sind.<sup>207</sup> In concreto sieht Art. 4 Abs. 3 ECSP-VO hierzu vor, dass

---

201 Vgl. bereits Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 155, 161. Die Rechtgrundlage dafür ist Art. 12 Abs. 16 ECSP-VO.

202 In der deutschen Definition in Art. 1 lit. a DelVO 2022/2116 etwas unglücklich als „entscheidende Dienstleistungen“ bezeichnet, wonach es ua um wesentliche Beeinträchtigungen für die fortdauernde Einhaltung der ECSP-VO oder finanzielle Leistungsfähigkeit des Plattformbetreibers geht.

203 Verstanden als „jedes nach dem einschlägigen nationalen Recht anwendbare Insolvenz- oder Vorinsolvenzverfahren oder jede erhebliche Betriebsunterbrechung“ (Art. 1 lit. a DelVO 2022/2116).

204 Hierbei handelt es sich um „eine erhebliche Störung oder einen erheblichen Ausfall, wodurch die Erbringung entscheidender Dienstleistungen wesentlich beeinträchtigt wird.“

205 Teile der Maßnahmen wurden bereits auf Level 1 in ErwGr 25 ECSP-VO ins Auge gefasst.

206 Vgl. zum unscharfen Begriff der Marktintegrität Ziff. III. 1. c).

207 Vgl. zum Kommissionsvorschlag Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 457: „Flaschenhals“; zur finalen Fassung Quarch in Ebers, StichwortKommentar LegalTech, 2023, Kap. 17 Rn. 33.



die Geschäftsleitung – unter Berücksichtigung von **Proportionalitätserwägungen** – mindestens alle zwei Jahre die aufsichtsrechtlichen Sicherheiten<sup>208</sup> und den Geschäftsfortführungsplan überprüft.

b) Systeme und Kontrollen beim Crowdlending

Spezifische Geschäftsleiterpflichten werden in Art. 4 Abs. 2 ECSP-VO für die Kreditvermittlung (unten *aa*) sowie im Speziellen für den Fall der individuellen Verwaltung von Kreditportfolios (unten *bb*) normiert. Verlangt werden organisatorische System- und Kontrollanforderungen, wobei die jeweils erforderlichen Maßnahmen nach dem Verordnungswortlaut unter einem **Geeignetheits- und Angemessenheitsvorbehalt** stehen.<sup>209</sup>

aa) Allgemeine Anforderungen

Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO verlangt zunächst die Einrichtung „geeignete(r) Systeme und Kontrollen zur Bewertung der Risiken (...), die mit den über die Schwarmfinanzierungsplattform vermittelten Krediten verbunden sind“. Weiters hat die Geschäftsleitung deren Umsetzung zu überwachen. Welche „Systeme und Kontrollen“ (bzw. besser Verfahren und Methoden) zur Risikobewertung *in concreto* einzurichten sind, wird weder in der ECSP-VO noch durch eine Level 2-Ermächtigung klargestellt. Besonderes Augenmerk wird naheliegenderweise auf die den Projekten inhärenten **Kreditrisiken** zu richten sein,<sup>210</sup> wenngleich dies für die Preisfestsetzung und individuelle Verwaltung des Kreditportfolios noch gesondert geregelt wird (dazu Art. 4 Abs. 4 sowie Art. 6 Abs. 2 ECSP-VO).

bb) Spezielle Anforderungen für die individuelle Verwaltung von Kreditportfolios

Wenn Dienstleister eine individuelle Verwaltung von Kreditportfolios anbieten, muss die Geschäftsleistung sicherstellen, dass der Dienstleister

---

208 Hierzu Ziff. IV. 9.

209 Auf Englisch: „adequate“ bzw. „appropriate“.

210 Vgl. etwa ErwGr 11 S.1 ECSP-VO, wo die Bewertung des Kreditrisikos von Schwarmfinanzierungsprojekten oder Projektträgern erwähnt wird.

„über angemessene Systeme und Kontrollen für das Management der Risiken und die Finanzmodellierung für dieses Angebot von Dienstleistungen verfügt“ (Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO). Was darunter zu verstehen ist bzw. wie die Risikomanagementsysteme sowie Systeme für die Finanzmodellierung (financial modelling) aufzusetzen sind, wird nicht näher ausgeführt. Im Unterschied zu anderen (sehr) technischen Bereichen mit System- und Kontrollanforderungen<sup>211</sup> besteht hier auch keine Kompetenz zur Konkretisierung auf Level 2, sodass die konkrete Implementierung – unter Geeignetheits- und Angemessenheitserwägungen<sup>212</sup> – dem Dienstleister überlassen ist, was natürlich mit einer gewissen Rechtsunsicherheit einhergeht. Konkretisiert wird immerhin, dass im Rahmen der Systeme und Kontrollen nach Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO den Anforderungen gemäß Art. 6 Abs. 1–3 ECSP-VO Rechnung zu tragen ist. Mit dem Verweis auf Art. 6 ECSP-VO sind damit auch die Anforderungen an das Mandat (Abs. 1) sowie die Aufzeichnungspflichten (Abs. 3) auf Geschäftsleiterebene entsprechend zu berücksichtigen. Ein Fokus wird jedenfalls noch auf die in Art. 6 Abs. 2 ECSP-VO aufgestellten (Daten-Governance)-Anforderungen zu legen sein,<sup>213</sup> wobei den in Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO aufgestellten Anforderungen ein eigener Bedeutungsgehalt zu entnehmen ist:

Bzgl. der Einführung eines **Risikomanagementsystems** bestehen gewisse Parallelen zur bankaufsichtsrechtlichen Pflicht in Art. 74 der Eigenkapitalrichtlinie, wonach Kreditinstitute über solide Governance-Regelungen verfügen müssen, inkl. angemessener interner Kontrollmechanismen für ein solides und wirksames Risikomanagement. Qualitativ ist dies natürlich nicht vergleichbar. So wird anders als im Bankenkontext keine zwingende Einrichtung einer gesonderten Risikomanagementfunktion erforderlich sein,<sup>214</sup> sondern es sind (nur) angemessene Strategien und Verfahren für das Risikomanagement festzulegen und umzusetzen.

**Finanzmodellierung** beschreibt allgemein die Konstruktion und Verwendung von Planungs- bzw. Entscheidungsmodellen auf der Grundlage von Finanzdaten zur Simulation tatsächlicher Gegebenheiten, um die Ent-

---

211 Siehe etwa die in Bezug auf den algorithmischen Handel in § 80 Abs. 2 WpHG bzw. Art. 17 Abs. 1 MiFID II enthaltene Pflicht „über Systeme und Risikokontrollen [zu] verfügen“, die allerdings in der DelVO 2017/589 weiter spezifiziert wird.

212 Dazu schon Ziff. IV. 2. b).

213 Dazu näher Ziff. IV. 4. b).

214 Vgl. dazu auch Art. 23 DelVO 2017/565.

scheidungsfindung innerhalb einer Organisation zu erleichtern.<sup>215</sup> Für das Auto-Investing bedeutet dies wohl in erster Linie, dass Auswirkungen zukünftiger Anlageentscheidungen auf die angestrebten Renditen prognostisch im Lichte der bisherigen Erfahrungen berechnet werden müssen.

Schließlich wird es aus Geschäftsleiterperspektive (sowohl in Bezug auf das Management der Risiken als auch die Finanzmodellierung) noch notwendig sein, interne **Berichterstattungspflichten** vorzusehen, um die geforderte Kontrolle wahrnehmen zu können.

c) Anforderungen bei Bestimmung eines „Preises“ für das Schwarmfinanzierungsangebot

In Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO sind für den *Sonderfall* der Bestimmung des Preises für das Schwarmfinanzierungsangebot durch den Plattformbetreiber recht detailverliebt verschiedene **Verhaltens- und Organisationspflichten** angeordnet. Wann eine derartige Bestimmung des „Preises“ überhaupt erfolgt und welche Produkte betroffen sind, wird von der Verordnung nicht klar ausgeführt. In Absatz 4 lit. a des Art. 4 ECSP-VO ist für die geforderte Kreditrisikobewertung des Projekts oder Projektträgers angemerkt, dass sich diese Bewertung auch auf das Risiko beziehen müsse, das Unternehmen könne bei einem Kredit, bei einer Schuldverschreibung oder bei einem sonstigen verbrieften Schuldtitel eine oder mehrere Rückzahlungen schuldig bleiben. Aus dieser Klarstellung lassen sich zwei Erkenntnisse ableiten: *Erstens* ist der Begriff „Preis“ unglücklich eng gewählt, weil er eine Gegenleistung meint – etwa für den Erwerb einer Schuldverschreibung oder in Form eines Zinses. *Zweitens* ist eine risikoabhängige und -adäquate „Preisbestimmung“ gefordert: Die Gegenleistung und insbesondere das **Ertragspotential** müssen im Verhältnis zum Risiko des Anlegers stehen, mit seinen Rückzahlungsansprüchen vollständig auszufallen.

Der **umfangreiche Pflichtenkatalog** des Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO enthält neben der bereits erwähnten Pflicht zur Risikobewertung (lit. a) verschiedene Vorgaben hinsichtlich der Informationen und Daten, die der Schwarmfinanzierungsdienstleister bei der Bewertung des Kreditrisikos einzubeziehen hat (lit. b); diese Bewertung muss nach vorbestimmten Governance-Regeln erfolgen (lit. c). Soweit der Schwarmfinanzierungsdienstleister angehalten ist, den Preis „fair und angemessen“ festzusetzen (lit. d), ist zu berücksichtigen, dass er in einem zweiseitigen Markt tätig ist

---

215 So Law, A Dictionary of Finance and Banking, 6. Auflage 2018, 186.

und er insoweit gegenüber beiden Kunden – dem Anleger wie auch dem Projektträger – zum Wohlverhalten verpflichtet ist. Weiterhin wird festgelegt, zu welchem Zeitpunkt und aus welchen Anlässen eine (Neu-)Bewertung des für den Preis relevanten Kreditrisikos zu erfolgen hat (lit. e) sowie welche Risikomanagementmaßnahmen (lit. f) und Aufzeichnungspflichten bestehen (lit. g).

Hier wie auch andernorts für Klarheit sorgen wird aller Voraussicht nach der **Level 2-Rechtsakt**, der auf Basis von Art. 19 Abs. 7 ECSP-VO zu erlassen ist.<sup>216</sup> In der Ermächtigungsgrundlage wird ausdrücklich auf Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO Bezug genommen und der EBA aufgetragen, die Informationen und Faktoren, die bei der Bewertung des Kreditrisikos nach Art. 4 Abs. 4 lit. a und b ECSP-VO und der Bewertung eines Kredits nach Art. 4 Abs. 4 lit. e ECSP-VO eine Rolle spielen, zu entwerfen. Näher konkretisiert werden sollen auch die Faktoren, denen ein Schwarmfinanzierungsdienstleister Rechnung tragen sollte, damit ein Preis fair und angemessen ist sowie der Mindestinhalt und Governance-Rahmen für das Risikomanagement.

Aus einer übergeordneten Perspektive ist Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO als Ausfluss der zentralen Funktion des Plattformbetreibers als **Gatekeeper** im Fall der Preisgestaltung verständlich.<sup>217</sup> Die EBA betonte in Zusammenhang mit dem Pflichtenkatalog, es sei bei der Kreditrisikobewertung ein Ansatz gewählt worden, der auch für Banken bei der Risikobewertung für die Kreditvergabe gelte.<sup>218</sup> Aufgrund der systematischen Einbettung der Risikobewertungspflichten in Art. 4 ECSP-VO muss die Geschäftsleitung Maßnahmen ergreifen, die der Garantenfunktion der Plattform gerecht werden. Aus Sicht der Geschäftsleitung ist dies letztlich eine Selbstverständlichkeit, da ihr am (Reputations-)Erfolg der Plattform gelegen ist, der sich nicht einstellt, wenn das Anlegerpublikum massive Verluste erleidet.

---

216 Zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Werkes liegt im Gegensatz zu anderen Level 2-Ermächtigungen der ECSP-VO noch kein Entwurf eines Verordnungstexts der Kommission vor, sodass hier nur auf den Entwurf zu den technischen Regulierungsstandards der EBA verwiesen werden kann (EBA/RTS/2022/05).

217 Zur Abgrenzung der „Gatekeeper“-Verpflichtungen nach dem DMA schon Ziff. I aE.

218 Siehe – unter Verweis auf die Leitlinien für die Kreditvergabe und Überwachung (EBA/GL/2020/06) – EBA/RTS/2021/11, S. 8 (Ziff. 10).

3. Anforderungen an die Projektträgerprüfung (Art. 5 ECSP-VO)

Gemäß Art. 5 Abs. 1 ECSP-VO hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister in Bezug auf die Projektträger, die ihre Projekte für die Finanzierung über die Plattform des Dienstleisters vorschlagen, für ein „Mindestmaß an sorgfältiger Prüfung“ zu sorgen. **Gegenstand dieser Prüfung ist der Kapitalnachfrager** selbst, also nicht das Finanzierungsprojekt des Projektträgers (diesen Gegenstand regelt zumindest ansatzweise Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO). Es wird die Kredit- und Finanzierungswürdigkeit des Projektträgers überprüft und bewertet und in der Regel abstrahiert in ein **Rating** (auch **Scoring**) übersetzt. Weil mit dieser informativen Angabe ein Reputationsmechanismus<sup>219</sup> einhergeht, der bei der Anwerbung von Anlegern fruchtbar gemacht werden kann, muss das Rating auch den Anforderungen des Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO genügen.<sup>220</sup> Art. 5 Abs. 2 ECSP-VO konkretisiert die Prüfpflicht des Abs. 1.<sup>221</sup> Den Schwarmfinanzierungsdienstleister trifft eine **Einholpflicht von Nachweisen** darüber, dass der Projektträger (a) nach bestimmten näher definierten Rechtsbereichen<sup>222</sup> keine Vorstrafen aufweist und er (b) nicht in einem Land oder Gebiet niedergelassen ist, das im Rahmen der einschlägigen Unionspolitik als nicht kooperatives Land oder Gebiet gilt, oder in einem Drittland mit hohem Risiko gemäß Art. 9 Abs. 2 der Richtlinie (EU) 2015/849. Der Tatbestand zielt auf Informationen ab, die über Handels-, Unternehmens-, Transparenz- und Strafregisterauszügen etc. einholbar sind. Freilich ist der Plattformbetreiber – mindestens aus datenschutzrechtlichen Gründen – in der Regel daran gehindert, die erforderlichen Nachweise initiativ und in Eigenregie zu besorgen. Deshalb wird es dem Projektträger obliegen, die notwendigen Nachweise einzuholen und dem Plattformbetreiber geeignet vorzulegen. Kommt der Projektträger diesen Anforderungen ohne triftigen Grund nicht nach, ist er vom Plattformbetreiber abzulehnen.

---

219 Hierzu näher Engert AcP 218 (2018), 304, 352 ff.

220 Dazu unten Ziff. V. 1. Die im Schrifttum vermutete Tendenz des Plattformbetreibers, das Ratingergebnis übertrieben positiv zu halten (Will/Quarch WM 2018, 1481, 1483), ist nicht auszuschließen, aber juristisch gesehen unzulässig.

221 Vgl. dazu und zum Folgenden schon Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 239.

222 Diese sind: Handelsrecht, Insolvenzrecht, Finanzdienstleistungsrecht, Geldwäschebekämpfungsrecht, Vermögenstraftrecht, Steuerstraftrecht oder Berufshaftpflichtverpflichtungen.

#### 4. Individuelle Verwaltung des Kreditportfolios (Art. 6 ECSP-VO)

Der Plattformbetreiber ist gemäß Art. 6 ECSP-VO verschiedenen Verhaltens-, Organisations-, und Informationspflichten unterworfen, wenn er eine individuelle Verwaltung des Kreditportfolios anbietet. Bei der individuellen Kreditportfolioverwaltung wird die Zuweisung eines im Voraus festgelegten Betrags aus Mitteln des Anlegers durch den Schwarmfinanzierungsdienstleister an typischerweise mehrere Schwarmfinanzierungsprojekte auf der Plattform bewirkt.<sup>223</sup> Der Investitionsprozess läuft in der Regel **mittels eines Algorithmus automatisiert** ab.<sup>224</sup> Der Dienstleister übt dabei auf Grundlage eines individuellen Mandats eigenes Ermessen aus (dazu sogleich a). Die individuelle Verwaltung von Kreditportfolios ist mit der wertpapierrechtlichen Finanzportfolioverwaltung vergleichbar, nur dass die Verwaltung hier ausschließlich kreditbasierte Instrumente betrifft. Allerdings sind die gesetzlichen Anforderungen im Crowdfundingbereich wesentlich detaillierter als jene, denen herkömmliche Portfolioverwalter unterliegen.<sup>225</sup>

**Zweck der Pflichten** nach Art. 6 ECSP-VO ist offensichtlich der Anlegerschutz. Schwarmfinanzierungen betreffen regelmäßig kleine oder junge Unternehmen mit geringer Kredithistorie,<sup>226</sup> und für den Anleger ist es in der Regel zu aufwändig, Zugang zu geeigneten Unternehmensinformationen zu bekommen. Bei der individuellen Kreditportfolioverwaltung ist diese Informationsbeschaffung für den Anleger praktisch unmöglich, da die Projekte nicht manuell, sondern vom Dienstleister (zumeist) automatisiert ausgewählt werden, wodurch dem Anleger *ex ante* in der Regel unbekannt bleibt, welche Projektträger konkret finanziert werden. Ihm sind vorab nur allgemeine Parameter wie Rating bzw. Scoring, Anlagesumme, Finanzierungslaufzeit etc. bekannt. Weiterhin spielt eine Rolle, dass der Durchschnittskunde davon ausgeht, ein Produkt, das über eine Plattform angeboten wird, sei zuvor vom Plattformbetreiber geprüft und bewertet

---

223 Siehe oben Ziff. II. 2. a) aa).

224 Ebenso Hobza/Vondráčková, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, 17.

225 Hobza/Vondráčková, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, 18 f., wonach der ECSP-VO uU eine Konkretisierungswirkung gegenüber den Pflichten aus der MiFID II zukommen könne. Auch Dietz Legind/Minto Law and Economics Yearly Review 2021, 142, 155. Dabei sollte allerdings nicht übersehen werden, dass die herkömmliche Portfolioverwaltung sehr detailliert durch Aufsichtspraxis, Rechtsprechung etc. geprägt ist.

226 EBA/RTS/2021/11, S. 3, 7; Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 261.

worden.<sup>227</sup> Damit sich diese Verkehrsauffassung nicht als Falschvorstellung entpuppt, ordnet der Gesetzgeber gegenüber dem Plattformbetreiber an, eben dieser Vorstellung zu entsprechen.<sup>228</sup>

a) Anforderungen an das Mandat

Grundlage der Portfolioverwaltung ist das dem Plattformbetreiber erteilte **individuelle Mandat** des Anlegers gemäß Artt. 2 Abs. 1 lit. c, 6 Abs. 1 ECSP-VO. Das Mandat soll „die Parameter zur Erbringung der Dienstleistung“ enthalten und festlegen. Gemeint sind hiermit die **Anlagerichtlinien**, welche die Anlagestrategie bestimmen und die Leitplanken der Ermessensausübung durch den Schwarmfinanzierungsdienstleister setzen. Die Anlagerichtlinien müssen mindestens zwei Kriterien umfassen, welche von den Buchstaben a–d des Art. 6 Abs. 1 ECSP-VO näher festgelegt werden – zB Mindest- und Höchstzinssatz, Mindest- und Höchstlaufzeit des Kredits etc.<sup>229</sup>

b) Organisatorische Anforderungen, Datenbasis und Beschreibung der Kreditrisikobewertungsmethode

Interne Abläufe und Datenbasis der individuellen Kreditportfolioverwaltung müssen solide und geeignet sein; diese Selbstverständlichkeit betont nochmals Art. 6 Abs. 2 S. 1 ECSP-VO; die Verarbeitung von Daten externer Anbieter wird von Art. 6 Abs. 2 S. 2 ECSP-VO explizit zugelassen.

Vom Schwarmfinanzierungsdienstleister sind gemäß Art. 6 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO die **Kreditausfallrisiken zu bestimmen**, dies auf Ebene des individuell finanzierten Projekts (lit. a), des Gesamtportfolios (lit. b) und des Projektträgers (lit. c). Die Pflicht aus Art. 6 Abs. 2 UAbs. 2 lit. c ECSP-VO dürfte für den Schwarmfinanzierungsdienstleister noch gut zu bewerkstelligen sein, da er anhand der Unternehmens- und Finanzdaten prognostisch bestimmen kann, inwieweit die finanzielle Tragfähigkeit des Projektträgers ausreichend ist, um ein gescheitertes Finanzierungsprojekt zu verkraften und gleichwohl der Darlehensrückzahlungspflichten

---

227 Siehe EBA/RTS/2021/11, S. 3, 6 f.

228 Insoweit treffend Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 163, 166; zustimmend bereits Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 240.

229 Dazu schon oben bei Ziff. IV. 1. c) bb).

nachzukommen.<sup>230</sup> Es sind dabei „geeignete Daten“ zu verwenden, die Informationen über die Kredithistorie enthalten.<sup>231</sup> Buchstabe a und b betreffen die Erfolgswahrscheinlichkeit der jeweils begünstigten Finanzierungsprojekte und dürften für den Schwarmfinanzierungsdienstleister schwieriger fassbar sein – dies ua angesichts der Heterogenität der über der Plattform finanzierten Projekte und des großen Unsicherheitenmoments, das jungen, innovativen und bisher unbewährten Projekten innewohnt. Es kann demnach nicht darum gehen, das Kreditrisiko mit mathematischer Präzision zu bestimmen. Da Art. 6 Abs. 1 lit. a ECSP-VO vom Schwarmfinanzierungsdienstleister allerdings nur verlangt, eine Zinsspanne festzulegen („Mindest- und Höchstzinssatz“), ist eine solche Präzision bei der Bewertung des Kreditrisikos regelmäßig auch nicht erforderlich.

Weiterhin sieht Art. 6 Abs. 2 UAbs. 3 ECSP-VO die Pflicht des Plattformbetreibers vor, dem Anleger **offenzulegen, welche (Berechnungs-)Methoden** verwendet wurden, um die Anforderung des Art. 6 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO zu erfüllen. Im Lichte von ErwGr 41 ECSP-VO gesehen dürfen diese Informationen generisch gehalten sein, um die Offenlegung von sensiblen Geschäftsinformationen und entmutigende Wirkungen (chilling effects) für Innovationsbestrebungen zu verhindern.<sup>232</sup> Im Widerspruch zu dieser Auslegungsrichtung stehen die Transparenzpflichten hinsichtlich der (bisweilen technischen) Methodeninformationen, die für den durchschnittlichen Anleger einen geringen Bedeutungsgehalt haben – insbesondere im Zusammenhang mit der standardisierten und automatisierten Kreditportfolioverwaltung, welche ja Gegenstand des Art. 6 ECSP-VO ist. In Kapitel II der DelVO 2022/2118 ist nämlich sogar vorgegeben, „Elemente, einschließlich des Formats, die in die Beschreibung der Methode zur Kreditrisikobewertung aufgenommen werden müssen“ offenzulegen. Es werden hier ausführliche Beschreibungspflichten statuiert, welche nach Art. 6 Abs. 1 DelVO 2022/2118 – in bisher unbekannter Detailliertheit – auch die Information über die „Verwendung von Modellen“ gegenüber Endanlegern zu umfassen haben. So spezifische Informationen werden sich Wettbewerber mit Interesse anschauen, nicht jedoch die Anleger. Damit entsteht aufseiten der Schwarmfinanzierungsdienstleister die Schwierigkeit, einerseits im Eigeninteresse die Informatio-

---

230 Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 240.

231 Hierzu Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 163, 167.

232 Unmittelbar scheint der Erwägungsgrund nur auf die Informationspflicht in Art. 19 Abs. 5 ECSP-VO abzielen, ist hier aber sinngemäß zu berücksichtigen.



nen generisch genug zu halten, andererseits aber ausreichend spezifisch zu sein, um den gesetzlichen Anforderungen zu genügen.

Offenzulegen sind gemäß Art. 6 Abs. 1 DelVO 2022/2118 die Quelle der Daten, die als Input für die Modelle verwendet wurden (lit. a), der Rahmen zur Gewährleistung der Qualität der Input-Daten (lit. b), das Vorhandensein geeigneter Governance-Regelungen für die Gestaltung und Verwendung solcher Modelle (lit. c) sowie der Rahmen, mit dem sichergestellt wird, dass die Qualität des Modell-Outputs regelmäßig bewertet und validiert und gegebenenfalls überprüft wird (lit. d). In Bezug auf „automatisierte Modelle“ macht Art. 6 Abs. 2 DelVO 2022/2118 noch weitergehende Anforderungen.

#### c) Aufzeichnungspflichten

Im Zusammenhang mit der individuellen Verwaltung eines Kreditportfolios hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister – hinsichtlich des Mandats und der einzelnen im Portfolio befindlichen Kredite – gemäß Art. 6 Abs. 3 ECSP-VO **Aufzeichnungen** zu führen. Diese sind **für drei Jahre** auf einem dauerhaften Datenträger iSd Art. 2 Abs. 1 lit. p ECSP-VO vorzuhalten, beginnend mit Fälligkeit der Rückzahlungspflicht aus dem Kreditvertrag (Art. 6 Abs. 3 S. 2 ECSP-VO).<sup>233</sup>

#### d) Informationspflichten

Gemäß Art. 6 Abs. 4 ECSP-VO sind dem Anleger „regelmäßig und auf Anfrage“ zahlreiche<sup>234</sup> **Informationen über das verwaltete Portfolio** bereitzustellen, die sich kategorial wie folgt zusammenfassen lassen: (i) Bestands- und Risikobegrenzungsinformationen (lit. a, d und e), (ii) Angaben über Zinssatz, Risikomerkmale und -indikatoren (lit. b, c, f), (iii) Kostenfaktoren (lit. g) sowie (vi) Angaben über die durchgeführten Kreditbewertungen und getroffenen Prognosen (lit. h). Umfassende Konkretisierungen hinsichtlich des Informationsinhalts und etwaigen Berechnungsmethoden enthalten in Kapitel III die Artt. 8 ff. DelVO 2022/2118. Der Zweck der nach Art. 6 Abs. 4 ECSP-VO geschuldeten Informationen besteht darin, dem Anleger auf klarem und einfachem Wege die Risikostruktur des

---

233 Näher zu den Aufzeichnungspflichten unten Ziff. V. 7.

234 Kritisch Dietz Legind/Minto Law and Economics Yearly Review 2021, 142, 161: „very heavy set“.

Portfolios vor Augen zu führen und auch eine Vergleichbarkeit zwischen den Portfolien herzustellen – sei es plattformintern oder plattformübergreifend.<sup>235</sup> Von der EBA betont wurde zudem die Bedeutung der Angaben nach Art. 6 Abs. 4 lit. f ECSP-VO über „jeglichen Zahlungsverzug des Projektträgers bei Kreditverträgen in den letzten fünf Jahren“. Obgleich die EBA konstatiert, es sei womöglich schwierig, solche Informationen zu erlangen, wird ihre Relevanz für die Verhinderung von Negativauslesungen und einem Akerlofschen „Zitronenmarkt“ (*race to the bottom*) hervorgehoben.<sup>236</sup>

Die Informationen sind auf **elektronischem Wege zur Verfügung zu stellen**, deswegen bietet es sich an, im Nutzerbereich der Plattform-Internetseite ein (graphisch aufgearbeitetes) **Dashboard**<sup>237</sup> zu erstellen, das der Anleger nach Belieben abrufen kann. Problematisch an dieser Lösung ist allerdings der Wortlaut des Art. 6 Abs. 4 ECSP-VO, da mit „zur Verfügung stellen“ im Unionsrecht regelmäßig die aktive Übermittlung gemeint ist,<sup>238</sup> während ein Dashboard nur einem „Bereitstellen“ entsprechen würde. Eine praktikable Lösung ist es, die geschuldeten Informationen dem Anleger regelmäßig per E-Mail, etwa in Form eines monatlichen Reportings, zu übermitteln und ihm die Option einzuräumen, die Informationsmail abzubestellen und insoweit auf ein eigeninitiatives Aufrufen umzustellen.

#### e) Notfallfonds

Schwarmfinanzierungsdienstleistern ist es gemäß Art. 6 Abs. 5 ECSP-VO freigestellt, in Verbindung mit der individuellen Verwaltung von Kreditportfolien einen Notfallfonds einzurichten und zu betreiben. Dieser hat den Zweck, **Anleger im Falle eines Kreditausfalls zu entschädigen** und so das Verlustrisiko zu begrenzen.

Das offensichtliche *verhaltenspsychologische* Risiko eines solchen Notfallfonds besteht darin, dass sich die Anleger in Sicherheit wiegen, infolgedessen übermäßige Risiken eingehen oder ihre Investition in der fehlerhaften Annahme garantierter Zahlungen tätigen. Deshalb werden

---

235 Vgl. insoweit EBA/RTS/2021/11, S. 9 (Ziff. 15).

236 EBA/RTS/2021/11, S. 9 (Ziff. 17). Grundlegend zur Theorie vom „Zitronenmarkt“ Akerlof Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488–500.

237 Bisweilen auch als „Cockpit“ bezeichnet.

238 Exemplarisch BT-Drs. 17/12637, S. 55 (zu § 312f BGB).

den Schwarmfinanzierungsdienstleister hinsichtlich der Notfallfonds nach Art. 6 Abs. 5 f. ECSP-VO verschiedene **Informations- und Hinweispflichten** auferlegt, die zugleich sicherstellen, dass Plattformbetreiber die mit der Investition verbundenen Risiken nicht verharmlosen können.<sup>239</sup> Art. 6 Abs. 5 lit. a ECSP-VO schreibt den Schwarmfinanzierungsdienstleister vor, einen spezifischen **Risikohinweis** zu veröffentlichen, der deutlich macht, dass **kein Zahlungsanspruch** gegen den Notfallfonds besteht und dass auch die Auszahlungshöhe im Ermessen des Notfallfondsbetreibers steht.<sup>240</sup>

Weiterhin ist gemäß Art. 6 Abs. 5 lit. b ECSP-VO eine „**Beschreibung der Notfallpolitik**“ offenzulegen, womit zum Beispiel gemeint ist, dass die Aspekte zu erläutern sind, die der Betreiber des Notfallfonds berücksichtigt, wenn er entscheidet, ob und wie er seinen Ermessensspielraum in Bezug auf Auszahlungen aus dem Fonds nutzen will (Ziff. iv). Darüber hinaus ist auch über die Quelle der Fondsmittel (Ziff. i), über die Eigentümerstellung (Ziff. iii) sowie über die Verwaltung und die Entscheidungswege innerhalb des Fonds (Ziff. ii, v), zuletzt über den Umgang mit den Mitteln bei Insolvenz des Notfallfondsbetreibers (Ziff. vi) zu informieren. Hintergrund dieser Informationen dürfte die Annahme sein, sie helfen den Anleger abzumessen, wie wahrscheinlich eine Risikenübernahme durch den Notfallfonds ist. Eine ähnliche Stoßrichtung haben die nach Art. 6 Abs. 6 ECSP-VO vierteljährig der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellten Informationen über die Ausstattung des Fonds sowie über die geleisteten Zahlungen, jeweils im Verhältnis zu den relevanten Krediten betrachtet.

Welche Regelungen, Verfahren und organisatorische Vorkehrungen für Notfallfonds **im Detail** erforderlich sind, wird auf **Level 2** in Kapitel IV der DelVO 2022/2118 (Artt. 15–21) ausgeführt.

---

239 EBA/RTS/2021/11, S. 10; ebenso Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 163, 168.

240 Der gesetzlich vorgeschriebene Text des Risikohinweises lautet: „Der von uns angebotene Notfallfonds begründet keinen Zahlungsanspruch; selbst wenn Sie einen Verlust erleiden, erhalten Sie möglicherweise keine Auszahlung. Die Höhe des möglicherweise ausgezahlten Betrags sowie die Entscheidung, keine Zahlung zu leisten, liegt im alleinigen Ermessen des Betreibers des Notfallfonds. Aus diesem Grund sollten sich Anleger bei der Überlegung, ob und in welcher Höhe angelegt werden soll, nicht auf etwaige Auszahlungen aus dem Notfallfonds verlassen.“

5. Interessenkonflikte (Art. 8 ECSP-VO)

Wie dies auch sonst im Kapitalanlagerecht bekannt ist, enthält die ECSP-VO verschiedene Regelungen, die es verhindern sollen, dass sich finanzielle Anreize sowie sonstige Umstände negativ auf die Neutralität und Objektivität der Dienstleistung oder auf die Interessen des Anlegers auswirken. Im Einklang mit der plattformrechtlichen Intention sollen Schwarmfinanzierer bloß als „neutrale Vermittler“ zwischen Projektträger und Anleger auftreten (vgl. ErwGr 26 S. 1 ECSP-VO). Zentraler Tatbestand ist diesbzgl. Art. 8 ECSP-VO.

a) Beteiligungsverbot

In Art. 8 Abs. 1 ECSP-VO wird den Plattformbetreibern untersagt, „Beteiligungen an den Schwarmfinanzierungsangeboten auf ihren Schwarmfinanzierungsplattformen“ zu halten. Grund für dieses **Beteiligungsverbot** ist die Befürchtung, aufseiten des Plattformbetreibers könnten aufgrund der Eigeninvestitionen die Anleger benachteiligende Interessenkonflikte entstehen.<sup>241</sup> So könnte dem Dienstleister daran gelegen sein, dass die Anleger zunächst jene Projekte (voll-)finanzieren, an denen der Plattformbetreiber selbst beteiligt ist, unabhängig davon, ob sie der Risikotragfähigkeit und Risikobereitschaft des Anlegers am besten entsprechen.

Diese Begründung ist nachvollziehbar, letztlich aber – verhaltensökonomisch gesehen – nicht durchschlagend. Naheliegender wäre vielmehr ein **Beteiligungsgebot** gewesen. Aufseiten des Dienstleisters entstünde durch eine solche Beteiligung „**skin in the game**“;<sup>242</sup> ein Projektfehlschlag würde nicht nur die Anleger, sondern auch ihn treffen.<sup>243</sup> Dadurch wäre er erheblichen Anreizen ausgesetzt gewesen, seinen Beitrag für eine erfolgreiche Projektabwicklung beizutragen, etwa indem er das Projekt des Kreditnehmers und den Projektträger vor Angebotsfreischaltung mit ausreichender

---

241 In diese Richtung bereits Danwerth ZBB 2016, 20, 37, 39, der damit bereits den „Anschein von Interessenkonflikten“ vermieden wissen will.

242 Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201; Will/Quarch WM 2018, 1481, 1482, 1488. Allgemein dazu Taleb, Skin In The Game – Hidden Asymmetries In Daily Life, 2018.

243 So hat auch die EBA als einen Grund der Regulierung von Schwarmfinanzierungsdienstleister den Umstand gesehen, dass die Plattformbetreiber bis dato ein vergleichsweise geringes Risiko trugen, während alle Risiken beim Anleger blieben; vgl. EBA/RTS/2021/11, S. 3.

Tiefe und Ernsthaftigkeit prüft. Ein Beteiligungsgebot hätte also dazu geführt, dass die Interessen von Plattformbetreiber und Anleger in stärkerem Maße gleichgerichtet verlaufen wären. Fehlt es an einer eigenen Risikenbeteiligung, dann hat der Plattformbetreiber hinsichtlich notleidender Projekte zunächst nur mit Reputationsrisiken zu rechnen,<sup>244</sup> die gemeinhin eine schwächere Anreizwirkung haben und die sich in der Regel nur mit gewisser Verzögerung bei den Anlegern bemerkbar machen. Dadurch können sich kurzfristige Präferenzen und Einnahmeninteressen im Vergleich zum langfristigen Interesse, einen guten Ruf zu haben, überproportional auswirken.<sup>245</sup> Dem wirken auch die Sanktionen nach § 120b Abs. 2 WpHG iVm Art. 5 f., 39 ECSP-VO nicht ausreichend entgegen, da die behördliche Aufdeckung von Prüfungsmängeln aus Anlegersicht meist zu spät kommt, um substantielle Verluste zu vermeiden.

Vorstehendes sei nach der Stellungnahme der ESMA im Q&A dadurch abgemildert, dass sich mit dem Dienstleister (eng) verbundene Unternehmen als Anleger in Projekten beteiligen können.<sup>246</sup> Voraussetzung sei nur die Einhaltung der weiteren in Art. 8 ECSP-VO, insbesondere in Abs. 2–5 und 6 festgelegten Anforderungen. Zudem sei es untersagt, die in Art. 8 Abs. 4 ECSP-VO eingeräumten Spielräume hinsichtlich der organisatorischen Anforderungen sowie der Gründung von Gesellschaften zur Umgehung des normierten Beteiligungsverbots zu nutzen.<sup>247</sup>

## b) Grenzen personeller Verflechtungen

In Art. 8 Abs. 2 lit. a–c ECSP-VO wird ausgeführt, welche personellen oder konzernmäßigen Verflechtungen zum Schwarmfinanzierungsdienstleister als kritisch angesehen werden und dazu führen, dass Personen, die dem Lager des Plattformbetreibers angehören (Anteilseigner, Mitglieder der Geschäftsleitung etc.), nicht als *Projekträger* zugelassen werden dürfen (**Verflechtungsverbot**). Im nationalen Recht sind ähnliche Verflechtungs-

---

244 Allgemein zum Reputationsinteresse von Plattformen Klöhn ZBB 2012, 237, 265; siehe auch Danwerth ZBB 2016, 20, 36; Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 151 f. Zum Reputationsinteresse von Informationsintermediären siehe auch Leyens, FS H-B Schäfer, 2008, S. 159, 161.

245 Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 152 f.

246 Vgl. dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.15, wo bei der Fragestellung explizit auf die Legaldefinition „enge Verbindungen“ iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 35 lit. b MiFID II Bezug genommen wird.

247 Letzteres soll laut Q&A durch die nationalen Aufsichtsbehörden überwacht werden.

verbote aus § 2a Abs. 5 VermAnlG bekannt, welcher nicht abschließende Regelbeispiele enthält und Interessensverflechtungen rechtlicher und tatsächlicher Art gleichermaßen vermeiden möchte.<sup>248</sup> Hintergrund des Verflechtungsverbots dürfte die auch hinter § 2a Abs. 5 VermAnlG stehende Befürchtung sein, die Schwarmfinanzierungsplattform könne andernfalls lediglich als Vertriebsvehikel für den Projektträger fungieren – mit der Konsequenz, dass bei einem solchen Eigenvertrieb keine objektive Entscheidung über die Aufnahme oder Ablehnung des Schwarmfinanzierungsangebots stattfände.<sup>249</sup> Dies wiederum könnte den Vertrieb ungeeigneter Produkte bedingen.<sup>250</sup>

Von Art. 8 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO werden abweichend zum soeben Gesagten nur **Offenlegungspflichten** statuiert, sofern die in UAbs. 1 benannten Personen als *Anleger* zugelassen werden. Hintergrund dieser Regulierung dürfte die Annahme des Ordnungsgebers sein, diese Personen könnten aufgrund ihrer Verflechtung zur Plattform einen privilegierten Zugang zu Informationen erhalten (vgl. Art. 8 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO aE), während aber die Verordnung eine Gleichbehandlung aller Anleger anstrebt.<sup>251</sup> Auf Anlegerseite besteht nur eine relative Verflechtungsuntersagung, denn wie Art. 8 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO deutlich macht, ist es möglich, die in Absatz 2 lit. a–c genannten Personen zuzulassen, wenn *erstens* die Verflechtung offengelegt ist und *zweitens* geeignete Maßnahmen ergriffen wurden, die auch unter diesen Umständen eine Gleichbehandlung aller Anleger gewährleisten. Für eine solche Öffnung zugunsten einer Verflechtung zwischen Schwarmfinanzierungsdienstleister und finanziertem Projekt lässt sich als Argument anführen, es stehe zu vermuten, dass dies mittelbar positive Anreize bei der Eignungs- und Zulassungsprüfung des Projekts und des Projektträgers zeitigt.

### c) Organisatorische Anforderungen

Schwarmfinanzierungsdienstleister haben nach dem bewährten finanzmarktrechtlichen Grundsatz gegen etwaige Interessenkonflikte **interne Prozessregeln** aufzustellen, die solche Konflikte verhindern sollen (Art. 8 Abs. 3 ECSP-VO), und durch geeignete organisatorische Maßnahmen und

---

248 OLG Frankfurt a.M. BKR 2022, 731 mAnm Denga BKR 2022, 735.

249 Vgl. OLG Frankfurt a.M. BKR 2022, 731 (LS 3).

250 OLG Frankfurt a.M. BKR 2022, 731, Rn. 27.

251 So schon Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 241.

Vorkehrungen haben sie gemäß Art. 8 Abs. 4 ECSP-VO **etwaige Konflikte zu vermeiden, zu erkennen, zu beheben** oder – als *ultima ratio* – nach Absatz 5 offenzulegen (dazu sogleich). Interessenkonflikten ist demnach durch präventive und iterative Maßnahmen sowie durch Governance-Strukturen (zB Chinese Walls) vorzubeugen, und sie sind dort, wo sie entstanden sind, soweit möglich wieder auszuschalten. Es handelt sich dabei um eine Daueraufgabe der Geschäftsleitung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters, die von einer *tone from the top* abhängig ist. Detailanforderungen für die internen Regeln sowie die zu treffenden Vorkehrungen finden sich auf **Level 2** in Art. 1 f. der DelVO 2022/2111.

Die organisatorischen Anforderungen des Art. 8 Abs. 3, 4 ECSP-VO sind Ausdruck des fremdnützigen Dienstleistungsvertrags zwischen Anleger und Plattformbetreiber, indem die Plattfortmtätigkeiten am Interesse des Vermögensinhabers auszurichten sind.<sup>252</sup> Es sind solche (eigennützigen) Verhaltensweisen zu verhindern, die den Vermögensinteressen des Anlegers zuwiderlaufen. Etwaige Konfliktlagen ohne Benachteiligungspotential sind von diesen Grundsätzen nicht erfasst;<sup>253</sup> bloße Vorteile aufseiten der Schwarmfinanzierungsdienstleister ohne Nachteile für die Anleger sind demnach unproblematisch.

#### d) Offenlegungspflichten

Etwaige Interessenkonflikte sind vom Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäß Art. 8 Abs. 5 ECSP-VO nach Art und Ursache offenzulegen. Dabei ist auch zu erläutern, welche Maßnahmen ergriffen wurden, um die Konfliktlage abzuschwächen. Die Angaben sind den Kunden gegenüber zu erbringen – also gegenüber den Anlegern wie auch den Projektträgern. Vom Gesetz wird nicht vorgegeben, die Kunden darüber zu informieren, wie sich die offengelegten Informationen auswirken. **Teleologisch** sind solche Erläuterungen indes sinnvoll, denn die Marktteilnehmer sollten nicht mit Angaben behelligt werden, die sie inhaltlich nicht einordnen können. Für dieses Verständnis spricht auch Art. 8 Abs. 6 lit. b ECSP-VO.

---

252 Allgemein zur Vermögensverwaltung siehe F. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, HdB Vermögensverwaltung, 3. Auflage 2022, § 10 Rn. 33 ff.

253 Im Ergebnis U. Schäfer in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 23 Rn. 87; so auch zu WealthTech-Diensten Herresthal in Linardatos, Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 9 Rn. 50 f.; zustimmend Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, Kap. 84 Rn. 40.

Danach bestimmt sich der Umfang der offengelegten Informationen nach Art des Kunden und mit dem Ziel, eine „Entscheidung in Kenntnis der Sachlage“ zu ermöglichen. Die Erreichbarkeit dieses Ziels hängt offensichtlich nicht nur vom Umfang der gewährten Information, sondern auch vom Erklärungsgehalt ab.

Gemäß Art. 8 Abs. 5 UAbs. 2 ECSP-VO erfolgt die Offenlegung an gut sichtbarer Stelle auf der Internetseite der Plattform sowie, gemäß Art. 8 Abs. 6 lit. a ECSP-VO, auf einem dauerhaften Datenträger. Die Kunden müssen demnach die Informationen in einem plattformunabhängigen Dateiformat (zB PDF) herunterladen können. Weitere Modalitäten sollen gemäß Art. 8 Abs. 7 lit. c ECSP-VO aus den technischen Regulierungsstandards folgen, die indes im konkreten Fall in Art. 3 DelVO 2022/2111 über eine Wiederholung der Vorgaben des Art. 8 Abs. 5, 6 ECSP-VO nicht hinausgehen.

#### 6. Auslagerung (Art. 9 ECSP-VO)

In Art. 9 ECSP-VO werden – wie in § 40 WpIG – Regeln für das Outsourcing getroffen, also wenn Crowdfundingdienstleister einen Dritten zur Erledigung operativer Aufgaben einsetzen. Dass dieses Thema für die Schwarmfinanzierung von besonderer Relevanz ist, erklärt sich aus der digitalen Natur der erbrachten Dienstleistungen und der damit verbundenen Nutzung externer Dienste wie Cloud-Services.

##### a) Allgemeine Vorgaben

Nach dem sehr weitgehenden Wortlaut von Art. 9 ECSP-VO sind alle „betrieblichen Aufgaben“ erfasst,<sup>254</sup> wobei Dritte vom Dienstleister selbstverständlich ganz oder teilweise mit betrieblichen Aufgaben betraut werden können (ErwGr 27 ECSP-VO). Wie weit diese Auslagerung gehen kann, ist im Einzelnen streitig (siehe zur Heranziehung von vertraglich gebundenen Vermittlern sogleich *b*). Fest stehen dürfte, dass Funktionen, die von vornherein von anderen Dienstleistern im Zusammenhang mit Crowdfunding

---

254 Dazu auch Lieveise/Pronk in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.56 und 8.59: „quite liberal“.



erbracht werden (zB Zahlungsdienste), nicht zu den operativen Tätigkeiten zählen.<sup>255</sup>

Für den Auslagerungsfall sieht Art. 9 Abs. 1 ECSP-VO vor, dass alle **angemessenen Vorkehrungen** getroffen werden müssen, um zusätzliche Geschäftsrisiken zu vermeiden.<sup>256</sup> Dies wird in erster Linie klare Service Level Agreements (SLA) erfordern.<sup>257</sup> Aufgrund des Angemessenheitsvorbehalts bestimmen sich die konkret zu treffenden Vorkehrungen einzelfallabhängig. Übergreifend statuiert wird allerdings, dass die Auslagerung **keine Auswirkungen auf die Qualität der internen Kontrolle** des Schwarmfinanzdienstleisters **und Kontrollmöglichkeiten der zuständigen Behörde**, die Einhaltung der ECSP-VO zu überprüfen, haben darf (Art. 9 Abs. 2 ECSP-VO). Auch dies wird bereits beim Abschluss eines SLA zu berücksichtigen sein. Schließlich bleiben Schwarmfinanzierungsdienstleister nach Art. 9 Abs. 3 ECSP-VO für die Einhaltung der Verpflichtungen aus der ECSP-VO **voll verantwortlich**. Damit wird wohl nur klargestellt, dass etwaige Verwaltungssanktionen im Falle von Verordnungsverstößen gegen den Schwarmfinanzierungsdienstleister verhängt werden.

Zu beachten ist, dass es mit dem im Rahmen des Digital Finance Package vorgeschlagenen und kürzlich angenommen Digital Operational Resilience Act (**DORA**) zusätzliche betriebliche Aufgaben entstehen. Mit DORA werden die Anforderungen an die „Betriebsstabilität“ digitaler Systeme künftig für alle EU-Finanzunternehmen gesamtheitlich geregelt, inkl. Schwarmfinanzdienstleister.<sup>258</sup> Ähnlich wie nach den bestehenden Auslagerungsleitlinien der EU-Aufsichtsbehörden,<sup>259</sup> haben Crowdfundingdienstleister hiernach das von IKT-Drittanbietern ausgehende Risiko im Einklang mit gewissen allgemeinen Grundsätzen und als integralen Bestandteil des IKT-Risikomanagementrahmens zu steuern (Art. 28 DORA). Außerdem müssen Outsourcing-Verträge nach harmonisierten Vertragsinhalten gestaltet werden (Art. 30 DORA), was gerade auch eine Kooperationspflicht des Drittdienstleisters mit der Aufsicht zu beinhalten hat (Abs. 2 lit. g).

---

255 Diesbzgl. ist etwa auf die Bestimmungen zu Nebendienstleistungen in Art. 10 ECSP-VO zu verweisen, siehe bei Ziff. IV. 7.

256 Ebenso Lieverse/Pronk in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.57.

257 Dies hat IOSCO etwa im Zusammenhang mit dem Einsatz von KI hervorgehoben; vgl. IOSCO, FR06/2021, Measure 4.

258 Siehe Art. 2 Abs. 1 lit. s DORA.

259 Vgl. Scott, The E.U.'s Digital Operational Resilience Act: Cloud Services & Financial Companies, August 2021, 14.

b) Bestellung vertraglich gebundener Vermittler als Auslagerung?

Anders als nach Art. 29 MiFID II bzw. § 28 WpIG stellt die ECSP-VO keinen Rahmen für die Heranziehung von vertraglich gebundenen Vermittlern bereit, so dass es Schwarmfinanzierungsdienstleistern *prima facie* nicht gestattet scheint, dritte Vermittler zu bestellen. Auch nach Ansicht der ESMA können vertraglich gebundene Vermittler im Anwendungsbereich der ECSP-VO keine Schwarmfinanzierungsdienstleistungen im Namen („on behalf“) eines Plattformbetreibers erbringen, sondern nur zur Förderung/Werbung der Dienstleistungen des Schwarmfinanzierers eingesetzt werden.<sup>260</sup> Eine solche Tätigkeit würde dem nationalen Recht unterliegen.

In der Literatur bestehen infolgedessen **unterschiedliche Meinungen**, ob Schwarmfinanzierungsleistungen im Wege der Auslagerung durch gebundene Vermittler erbracht werden können. Während nach einer Ansicht das „Auslagerungs-Modell“<sup>261</sup> bzw. eine offene Stellvertretung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters bei der Entgegennahme von Zeichnungserklärungen zulässig wäre, gelte nach anderer Ansicht, dass eine Auslagerung nur dann möglich ist, wenn der Auslagerungsnehmer über eine entsprechende eigene Erlaubnis verfügt.<sup>262</sup>

7. Erbringung von „Nebendienstleistungen“ (Art. 10 ECSP-VO)

Art. 10 ECSP-VO regelt die mit Schwarmfinanzierungen in aller Regel verbundenen „Nebendienstleistungen“.<sup>263</sup> Es handelt sich hierbei (i) um die Verwahrung des Kundenvermögens und (ii) um Zahlungen. Während die genannten Dienstleistungen in der ECSP-VO nicht näher definiert werden, wird – wie sogleich noch näher auszuführen ist – zumindest implizit klargestellt, dass es sich bei der Vermögensverwahrung um Tätigkeiten

---

260 Dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.6.

261 Siehe näher Riethmüller BKR 2022, 149, 152.

262 So Izzo-Wagner/Otto, Crowdfunding-Verordnung (ECSPR) und gebundener Vermittler: Passt das zusammen und wenn ja, wie?, 10. Juni 2022, <https://paytechlaw.com/crowdfunding-verordnung-ecspr-gebundener-vermittler/>, denen zufolge ein Outsourcing von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen damit erschwert oder ganz blockiert sei, weshalb als Alternativlösung noch dreiseitige Verträge in Frage kommen würden.

263 Dieser Überbegriff wird auch von der österreichischen FMA verwendet, siehe <https://www.fma.gv.at/finanzdienstleister/crowdfunding-dienstleister/europaeische-crowdfunding-dienstleister-nach-ecsp-vo/>.

iSv Anhang I Nr. 12 CRD IV<sup>264</sup> bzw. Anhang I, Abschnitt B Nr. 1 der MiFID II<sup>265</sup> handelt und dass mit „Zahlungsdiensten“ alle in Anhang I der PSD II aufgeführte Dienste gemeint sind.<sup>266</sup>

a) Dienstleistungsübergreifende Informationspflichten

Nach Art. 10 Abs. 1 ECSP-VO müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister ihre „Kunden“, also sowohl Anleger als auch Projektträger, über die erbrachten Nebendienstleistungen unterrichten. Gefordert sind einestei**ls Informationen über die Dienstleistungsart, Geschäftsbedingungen** wie auch über die **einschlägigen nationalen Rechtsgrundlagen** (lit. a); andernteils, ob die Verwahrung des Kundenvermögens und die Ausführung von Zahlungsdiensten durch den **Dienstleister selbst oder durch Dritte** erbracht wird (lit. b).

b) Einlage- und Verwahrregime beim Crowdinvesting

Nur für den Fall der Ausführung von Zahlungsvorgänge iZm der anlagebasierten Schwarmfinanzierung sieht Art. 10 Abs. 2 ECSP-VO vor, dass eine **Hinterlegung der Geldbeträge** entweder bei einer Zentralbank oder einem zugelassenen Kreditinstitut zu erfolgen hat.

Spezielle Anforderungen bestehen gemäß Art. 10 Abs. 3 ECSP-VO weiterhin **in Bezug auf die Vermögensverwahrung** von auf der Plattform angebotenen Wertpapieren oder zugelassenen Instrumenten. Auf den ersten Blick könnte Art. 10 Abs. 3 S. 1 Hs. 2 iVm Abs. 3 S. 2 ECSP-VO so zu verstehen sein, dass eine Verwahrung stets nur durch *Verbuchung* in einem für den Anleger eröffneten *Konto für Finanzinstrumente* oder mittels *physischer Übergabe* an eine „qualifizierte Verwahrstelle“<sup>267</sup> zu erfolgen hat, die nach der Richtlinie 2013/36/EU oder 2014/65/EU zugelassen ist. Allerdings

---

264 „Wertpapieraufbewahrung und -verwaltung“.

265 „Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für Rechnung von Kunden, einschließlich Depotverwahrung und verbundener Dienstleistungen wie Cash-Management oder Sicherheitenverwaltung und mit Ausnahme der Bereitstellung und Führung von Wertpapierkonten auf oberster Ebene („zentrale Kontenführung“) gemäß Abschnitt A Nummer 2 des Anhangs zur Verordnung (EU) Nr. 909/2014“.

266 Letzteres beiläufig erwähnend auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.4.

267 Ausdruck in ErwGr 28 ECSP-VO.

wird in ErwGr 28 S. 3 ECSP-VO bzgl. der **Art der Verwahrung** bestimmt, dass abhängig von den konkreten Vermögenswerten entweder im bereits erwähnten Sinn zu verwahren ist oder Vermögenswerte (nur) einer Überprüfung des Eigentums und der Aufbewahrung von Aufzeichnungen unterliegen müssen.<sup>268</sup> Nach ErwGr 28 S. 4 ECSP-VO soll eine Verwahrung von Anlagen, die nach nationalem Recht *nur beim Projektträger oder einem Bevollmächtigten registriert* sind oder die auf einem *individuell getrennten Konto* (in Form eines „Individual Segregated Accounts“) *bei einem Zentralverwahrer*<sup>269</sup> gehalten werden, gleichwertig zur Vermögensverwahrung durch qualifizierte Verwahrstellen sein. In diesem Fall haben Schwarmfinanzierungsdienstleister im Einklang mit Art. 10 Abs. 1 ECSP-VO im besonderen Maße die Pflicht, Kunden hinsichtlich der Verwahrungsdienstleistungen nach nationalem Recht zu informieren.<sup>270</sup>

Aus Art. 10 Abs. 3 ECSP-VO folgt noch, dass die Verwahrung bei vorhandener Zulassung sowohl vom Schwarmfinanzierungsdienstleister oder von einem Dritten erbracht werden kann. Anders als im OGAW-Rahmenwerk besteht **kein Trennungsprinzip** zwischen der Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen (durch den Plattformbetreiber) und der Verwahrung/Kontrolle (durch die Verwahrstelle).

So gesehen kann eine Vermögensverwahrung entweder durch (i) den Schwarmfinanzierungsdienstleister (wenn eine MiFID II/CRD-Zulassung vorliegt), (ii) durch einen zugelassenen Drittdienstleister oder – bei entsprechenden nationalen Voraussetzungen – (iii) durch den Projekteigentümer bzw. seinen Bevollmächtigten sowie (iv) durch einen Zentralverwahrer erfolgen.

### c) (Organisations-)Anforderungen für Zahlungsdienste

Die ECSP-VO sieht für die Durchführung der mit Schwarmfinanzierungsdienstleistungen verbundenen Zahlungstransaktionen **zwei Optionen** vor:

*Erstens* kann ein Schwarmfinanzierungsdienstleister die Zahlungsdienste **selbst oder über einen Dritten** erbringen. Grundvoraussetzung ist hierfür nach Art. 10 Abs. 4 ECSP-VO eine **Zulassung als Zahlungsdienstleister** nach der PSD II. Wie in ErwGr 29 S. 1 ECSP-VO betont und von

---

268 Für eine Parallele zur Verwahrung von AIFs Majcen ÖBA 2020, 868, 874.

269 Im englischen Verordnungstext ist die Rede von „central securities depository“.

270 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.3.

der ESMA ausdrücklich in ihren Q&As wiederholt wird,<sup>271</sup> gibt es kein Szenario, in dem ein nicht nach der PSD II zugelassenes Unternehmen Zahlungsdienste erbringen darf. Als einzige Ausnahme fügt ErwGr 29 S. 3 ECSP-VO in diesem Zusammenhang hinzu, dass keine Zulassungspflicht für jene MiFID II-Entitäten besteht, die bereits nach Art. 3 PSD II befreit sind<sup>272</sup> und einer Meldepflicht gemäß Art. 37 PSD II unterliegen.

*Zweitens* – für den Fall, dass ein Schwarmfinanzierungsdienstleister die Zahlungsdienste nicht selbst oder über einen Dritten erbringt – sind im Einklang mit Art. 10 Abs. 5 ECSP-VO (nicht näher spezifizierte) „**Vorkehrungen**“ zu treffen und aufrechtzuerhalten. Laut Verordnungstext ist bei Verwendung solcher „arrangements“ vom Dienstleister (nur) zu gewährleisten, dass Projektträger Finanzmittel oder sonstige Zahlungen<sup>273</sup> auch in diesem Fall nur über zugelassene Dienstleister iSd PSD II annehmen. Von der ESMA wurde dies dahingehend konkretisiert, dass im Rahmen der Vorkehrungen vom Schwarmfinanzierungsdienstleister zu überprüfen ist, dass der vom Projekteigentümer ausgewählte Zahlungsdienstleister ordnungsgemäß zugelassen ist. Weiters ist auch eine schriftliche und rechtsverbindliche Vereinbarung mit dem Projektträger abzuschließen, in der sich dieser unwiderruflich verpflichtet, Transfers nur von dem benannten Zahlungsdienstleister (oder unter gewissen Voraussetzungen von einem Ersatzdienstleister) zu akzeptieren. Zuletzt ist die zuständige Behörde vom Plattformbetreiber über das Bestehen der Vorkehrungen zu unterrichten (inkl. Beschreibung der Verfahren und Systeme zur Übermittlung der Anlegerbeträge und der Vergütung für das investierte Kapital).<sup>274</sup> Eine Offenlegung der geplanten Organisation der Zahlungsdienste ist aus Aufsichtszwecken bereits im Rahmen des Zulassungsantrags nach Art. 12 Abs. 1 lit. p ECSP-VO vorgeschrieben (vgl. ErwGr 29 S. 3).

---

271 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.5.

272 Ausgenommen sind gemäß Art. 3 lit. i PSD II „Zahlungsvorgänge im Zusammenhang mit der Bedienung von Wertpapieranlagen, wie z. B. Dividenden, Erträge oder sonstige Ausschüttungen oder deren Einlösung oder Veräußerung, die von den unter Buchstabe h genannten Personen oder von Wertpapierdienstleistungen erbringenden Wertpapierfirmen, Kreditinstituten, Organismen für gemeinsame Anlagen oder Vermögensverwaltungsgesellschaften und jeder anderen Stelle, die für die Verwahrung von Finanzinstrumenten zugelassen ist, durchgeführt werden“.

273 Worin der Unterschied zwischen Finanzmittel („funding“) oder sonstige Zahlungen besteht, wird nicht näher ausgeführt.

274 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.4.

## 8. Beschwerdemanagementsystem (Art. 7 ECSP-VO)

Schwarmfinanzierungsdienstleister haben gemäß Art. 7 ECSP-VO ein **internes**<sup>275</sup> **Beschwerdemanagementsystem**<sup>276</sup> zu unterhalten. Der Zweck eines solchen Systems besteht grundsätzlich darin, Kunden *niedrigschwellig* den Zugang zu geeigneten und wirksamen Abhilfemöglichkeiten bezüglich eines als unrechtmäßig erkannten oder empfundenen Plattformverhaltens sicherzustellen. Die Beilegung von Streitigkeiten und die Rechtsdurchsetzung soll dadurch vereinfacht und beschleunigt werden. Ein Beschwerdemanagementsystem hat über die Erfassung und Beilegung von Unmutsäußerungen der Kunden hinaus vitale Funktionen für den Plattformbetreiber: Etwaige Beschwerden enthalten zum einen wichtige Hinweise auf Anforderungen oder Erwartungen ihrer Kunden; zum anderen wird es dem Unternehmen erlaubt, Verbesserungsmöglichkeiten und insbesondere Compliance-relevante Sachverhalte zu identifizieren. Bekannt ist die Pflicht zur Errichtung eines Beschwerdemanagementsystems zB aus Art. 11 der Plattform-to-Business-VO (EU) 2019/1150 (P2B-VO) oder dem jüngst in Kraft getretenen Art. 20 DSA. Unabhängig von etwaigen gesetzlichen Anordnungen existieren bei fast allen größeren Banken<sup>277</sup> entsprechende Systeme.

Das Beschwerdemanagementsystem muss zugunsten aller Plattformkunden eingerichtet sein;<sup>278</sup> Art. 7 Abs. 1 ECSP-VO differenziert insoweit nicht zwischen Anlegern und Projektträgern. Die Kunden sind gleich zu behandeln, **Diskriminierungen** oder Vorzugsbehandlungen sind mithin **untersagt**. Weiterhin sind die Kundenbeschwerden „einheitlich“ zu bearbeiten, womit ein **Gleichbehandlungsgebot** angesprochen ist: gleiche Sachverhalte sind nicht ohne sachlich gerechtfertigten Grund ungleich zu behandeln.<sup>279</sup>

275 Gemeint ist damit, dass das Beschwerdemanagementsystem der Unternehmens- und Verantwortungssphäre des Plattformbetreibers zugeordnet sein muss, womit freilich die Inanspruchnahme externer Dienstleister nicht untersagt ist; vgl. zur parallelen Rechtslage zu Art. 11 P2B-VO Alexander in Köhler/Bornkamm/Feddersen, UWG, 40. Auflage 2022, P2B-VO Art. 11 Rn. 14. Siehe auch zur Auslagerung nach Art. 9 ECSP-VO die Ausführungen bei Ziff. IV. 6.

276 Zum Begriff der Beschwerde siehe die Definition in Art. 1 Abs. 1 DelVO 2022/2117 als „Unzufriedenheitsbekundung“ des Kunden.

277 Vgl. Höche in Ellenberger/Bunte, BankR-HdB, 6. Auflage 2022, § 4 Rn. 119.

278 Zum Kundenbegriff oben Ziff. II. 2. b).

279 Dies deuten auch ErwGr 6 und Art. 5 Abs. 1 DelVO 2022/2117 an. Vgl. zum parallelen Grundsatz in der P2B-VO Alexander in Köhler/Bornkamm/Feddersen, UWG, 40. Auflage 2022, P2B-VO Art. 11 Rn. 20.

Vom Schwarmfinanzierungsdienstleister ist ein **wirksames Beschwerdemanagementverfahren** einzurichten. Hierfür ist nicht nur eine professionelle Handhabung der Beschwerden und eine interne Weiterleitung an die geeignete (Fach-)Abteilung notwendig. Vielmehr ist auch eine sachdienliche Gestaltung der Kommunikationsstrecke zum Kunden erforderlich, die insbesondere nicht von Frustrationspotentialen geprägt ist. Dementsprechend sind hinderliche Gestaltungsmuster (*Dark Patterns*)<sup>280</sup> wie umständliche Klickwege (*Click Fatigue*) zu unterlassen, die das Ziel haben, den Kunden davon abzuhalten, seine Interessen wahrzunehmen. Solche und ähnliche Gestaltungen sind als verbraucherschutzrelevante Missstände iSd § 4 Abs. 1a S. 2 FinDAG einzustufen und lösen Anordnungsbefugnisse der BaFin aus.

Anknüpfend an das Wirksamkeitserfordernis müssen Beschwerden gemäß Art. 7 Abs. 1 ECSP-VO „umgehend“, nach Art. 7 Abs. 4 ECSP-VO „zeitnah“ bearbeitet werden. Letztlich von beiden Tatbeständen gemeint sein dürfte „ohne schuldhaftes Zögern“. Ein fester Zeitrahmen kann nicht benannt werden, da die Rechts- und Tatsachenfragen, die mit der Beschwerde zusammenhängen, sich in ihrer Komplexität stark unterscheiden können. Das Ergebnis der Beschwerdeprüfung ist dem Beschwerdeführer nach Art. 7 Abs. 4 ECSP-VO aE „innerhalb einer angemessenen Frist“ mitzuteilen, was wenig sinnvoll erscheint. Ist die Entscheidung getroffen, so besteht kein Grund, weiterhin zuzuwarten; das Ergebnis sollte „umgehend“, jedenfalls „zeitnah“ mitgeteilt werden.

Die **aktuellen Verfahrensgrundsätze** des Beschwerdesystems müssen **transparent** und für die Kunden zugänglich sein; weitere Vorgaben macht Art. 1 Abs. 2 ff. DelVO 2022/2117. Der Ordnungsgeber spricht in Art. 7 Abs. 1 ECSP-VO von *veröffentlichten Beschreibungen* des Verfahrens, wobei insoweit unklar bleibt, ob es ausreicht, wenn die Plattformbetreiber die einschlägigen Informationen lediglich in ihren **Allgemeinen Geschäftsbedingungen** bereitstellen oder ob darüber hinaus noch eine **Online-Veröffentlichung** – etwa auf der Internetseite – erforderlich ist. Zutreffend ist – mit Blick auf das Ziel niedrigschwelliger Streitbeilegung und Rechtsdurchsetzung – die letztgenannte Auslegungsrichtung, denn Kunden sind es heutzutage gewohnt, alle gesuchten Informationen über eine Recherche auf den Internetseiten ihrer Vertragspartner auffinden zu können. Dieses Auslegungsergebnis bestätigt Art. 1 Abs. 3 DelVO 2022/2117. Die Beschreibung des Beschwerdeverfahrens ist in den **Sprachen** verfügbar zu machen,

---

280 Näher dazu Ziff. V. 1. e).



in denen auch die Anlagebasisinformationsblätter und die Marketingmitteilungen verfügbar sind; vgl. Art. 1 Abs. 4 DelVO 2022/2117.

Etwaige Beschwerden sind gemäß Art. 7 Abs. 2 ECSP-VO **entgeltfrei** gestellt. Der Entgelttatbestand ist weit auszulegen. Ausgeschlossen sind monetäre als auch nicht-monetäre Zuwendungen, etwa in Form von Daten. Neben direkten „Beschwerdegebühren“ sind auch etwaige indirekte Kosten untersagt, etwa in Form einer nachrangigen Zuteilung von Schwarmfinanzierungsprojekten oder negativen Zinsanpassung. Über die Entgeltfreiheit ist der Kunde zu informieren (Art. 1 Abs. 2 lit. b DelVO 2022/2117).

Im Sinne des Beschleunigungsgebots hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister eine Standardvorlage für Beschwerden zu erstellen und für Kunden verfügbar zu machen (Art. 7 Abs. 3 ECSP-VO). *In praxi* wird der Schwarmfinanzierungsdienstleister ein Online-Formular einrichten oder eine elektronische Datei (zB PDF) anbieten müssen, da gemäß Art. 2 Abs. 1 DelVO 2022/2117 die Übermittlung der Beschwerde in elektronischer Form unter Verwendung des im Anhang enthaltenen **Standardmusters** möglich sein muss. Zwar schließt dies die Verwendung schriftlicher Formulare nicht per se aus. Es wäre aber eine unnötige und in der Zusammenarbeit mit einer Online-Plattform schwerlich nachvollziehbare Umständlichkeit, müsste der Kunde selbst ein Digitalisat seiner Beschwerde erstellen, um es sodann elektronisch übermitteln zu können. Die Beschwerden sind in jeweils der **Sprache** zu akzeptieren, in der es auch eine Verfahrensbeschreibung nach Art. 1 Abs. 4 DelVO 2022/2117 gibt. Über den Eingang der Beschwerde ist eine Bestätigung zu erteilen; weitere Details regeln Artt. 3 f. DelVO 2022/2117.<sup>281</sup>

Von Art. 7 ECSP-VO bleibt gänzlich unbestimmt, welche **Entscheidungsmöglichkeiten** dem Schwarmfinanzierungsdienstleister zustehen. Dies ist vor dem Hintergrund konsequent, dass die Sachverhalte zu vieltalig sind, um abstrakt vorab bestimmen zu können, wie auf eine Beschwerde zu reagieren ist. Feststehen dürfte jedenfalls, dass einer erkannten Pflichtverletzung oder Gesetzesabweichung abgeholfen werden muss. Soweit technische Störungen oder Mängel festgestellt werden, sind diese zu beheben. Zuständig für solche und ähnliche Maßnahmen sind

---

281 Ua ist auch vorgeschrieben, den Kunden innerhalb von zehn Arbeitstagen darüber zu informieren, ob die eingegangene Beschwerde zulässig ist oder – etwa wegen Unklarheiten – in der Form nicht bearbeitet werden kann. Soweit die Beschwerde Unklarheiten und Lücken aufweist, ist der Schwarmfinanzierungsdienstleister zur Aufklärung angehalten, bevor er die Beschwerde zurückweist (ErwGr 5, Art. 3 DelVO 2022/2117).



die jeweiligen Fachabteilungen, letztverantwortlich zeichnen sich aber die Geschäftsleiter, die aufgrund der gesellschaftsrechtlichen **Legalitätspflicht** und der externen **Pflichtenbindung** angehalten sind, ein pflichtbewusstes Handeln, Regeltreue und rechtskonformes Verhalten der Gesellschaft zu besorgen.<sup>282</sup> Die nach Möglichkeiten allumfassende Antwort auf die Beschwerdepunkte ist gemäß Art. 5 Abs. 1 DelVO 2022/2117 **ausreichend zu begründen**. Diese Begründung ist die Basis für den Kunden, darüber zu entscheiden, ob er weitere Rechtsschritte geht.

### 9. Prudentielle Anforderungen (Art. 11 ECSP-VO)

Die vom Schwarmfinanzierungsdienstleister vorzuhaltenden **aufsichtsrechtlichen Sicherheiten** betragen gemäß Art. 11 Abs. 1 ECSP-VO mindestens 25.000 EUR (lit. a) oder – falls dieser Betrag höher ist – ein Viertel der jährlich überprüften fixen (geschätzten)<sup>283</sup> Gemeinkosten des Vorjahres, einschließlich der für drei Monate anfallenden Kosten für die Verwaltung von Krediten, wenn der Schwarmfinanzierungsdienstleister auch die Gewährung von Krediten vermittelt (lit. b).

In welcher Form die Sicherheiten zu erbringen sind, regelt Art. 11 Abs. 2 ECSP-VO. In Betracht kommen sowohl Eigenmittel oder Versicherungspolice als auch Kombinationen dieser beiden Sicherheitenformen. Konkrete Anforderungen an die Versicherungspolice werden von Art. 11 Abs. 6 f. ECSP-VO gestellt. Wie die für Art. 11 Abs. 1 lit. b ECSP-VO relevanten Gemeinkosten zu berechnen sind, wird von Art. 11 Abs. 8 f. ECSP-VO normiert. Auf eine weitere Darstellung der vielfach selbsterklärenden Ausführungen wird an dieser Stelle verzichtet.

Die festgesetzten Sicherheiten fallen relativ moderat aus – § 33 KWG startet bei 75.000 EUR –, womöglich vor dem Hintergrund, dass klassische Schwarmfinanzierungsdienstleister lediglich vermittelnde Dienste erbringen.<sup>284</sup> Da die Plattformbetreiber jedoch einer nicht unerheblichen zivilrechtlichen Eigenhaftung unterliegen, ist diese Erklärung nicht gänzlich zufriedenstellend. Letztlich wird es dem europäischen Gesetzgeber darum

---

282 BGH NJW 2011, 88 Rn. 37 mwN; Koch, Aktiengesetz, 16. Auflage 2022, § 93 Rn. 9 ff. mwN.

283 Vgl. Art. 11 Abs. 5 ECSP-VO für Schwarmfinanzierungsdienstleister, die seit weniger als 12 Monaten tätig sind.

284 So die Erklärung bei Rennig ZBB 2020, 385, 388.

gegangen sein, hohe, innovationshemmende Zugangshürden zum Markt der Schwarmfinanzierungsdienste zu vermeiden.

## V. Anlegerschutz- und Marketinganforderungen

Die Kapitel *vier* und *fünf* der ECSP-VO regeln mit „Anlegerschutz“ und „Marketingmitteilungen“ Kernaspekte des Kundenschutzes, wobei die Bestimmungen überwiegend dem Schutz und der Information des „nicht kundigen Anlegers“ dienen, mithin die Projektträgerseite ausklammern. Im Verhältnis zwischen Projektträger und Plattformbetreiber bleibt insofern primär das Vertragsverhältnis maßgeblich.<sup>285</sup> Zentrales Vehikel des Anlegerschutzes ist die Information des Anlegers, damit dieser informierte Entscheidungen treffen kann. Da der Betreiber der Schwarmfinanzierungsplattform als Informationsintermediär agiert,<sup>286</sup> steht dieser im Zentrum der Informationspflichten. Kapitel *vier* regelt allerdings auch Informationspflichten, die den Projektträger betreffen; der Abschnitt geht mithin über den reinen Anlegerschutz hinaus.

### 1. Allgemeine Informationspflichten (Art. 19 ECSP-VO)

Als übergeordnete Kundenschutznorm fungiert Art. 19 ECSP-VO; sie stellt den **Grundkanon** des Informationsmodells auf. Alle Informationen des Schwarmfinanzierungsdienstleisters müssen sich demnach an den hier niedergelegten Kriterien messen.

#### a) Grundlagen

Gemäß Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO müssen sämtliche Informationen, die dem „Kunden“ erteilt werden, „**fair, klar und nicht irreführend** sein“. Systematisch unglücklich wird durch die Anknüpfung an den Kundenbegriff<sup>287</sup> im Kapitel *Anlegerschutz* nicht nur eine Pflicht formuliert, die der Investorenseite dient, sondern auch dem Projektträger. Wie dies auch von Art. 63 Abs. 6 WpHG bekannt ist, beziehen sich die Anforderungen

---

285 Zur Qualifizierung dieser Vertragsbeziehung Winde, Internet-Plattformen, 2019, S. 91 ff.

286 Siehe Ziff. I.

287 Siehe oben Ziff. II. 2. b).

sowohl auf Bestandskunden als auch auf Kunden, mit denen noch keine Kundenbeziehung besteht.<sup>288</sup>

Inhaltlich enthält Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO neben den aus der MiFID II bekannten Mindeststandards<sup>289</sup> eine **demonstrative Enumeration**. Genannt werden Eigenangaben, Kosteninformationen, Informationen über Risiken von und Auswahlkriterien für Schwarmfinanzierungsprojekte etc. Bei der näheren Bestimmung der exakten Mindestanforderungen an die Informationsbereitstellung kann auf die Regel des § 63 Abs. 6 WpHG (iVm Art. 44 DelVO 2017/565) zurückgegriffen werden. Beide Grundregeln verankern die zivilrechtlichen Sorgfaltspflichten eines Kaufmanns im öffentlichen Recht und ermöglichen die aufsichtsrechtliche Kontrolle ihrer Einhaltung;<sup>290</sup> sie teilen einen gemeinsamen Zweck, der darin besteht, dem Informationsberechtigten eine eigenverantwortliche und sachgerechte Entscheidung zu ermöglichen.<sup>291</sup> **Intensität und Umfang** der Informationen ist nach der jeweiligen Art des Kunden unterschiedlich bestimmt. Abzustellen ist hierbei auf einen durchschnittlichen Angehörigen der Gruppe, die der Verpflichtete mit seiner Information adressiert oder die wahrscheinlich betroffen sein wird (vgl. Art. 44 Abs. 2 lit. d DelVO 2017/565).

Eine besondere Form der Informationspflichten sind die **Warnpflichten**. Diese werden sprachlich von Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO nicht aufgegriffen, sind jedoch als zentrales anlegerschützendes Instrument der ECSP-VO mitzudenken. Kennzeichnend für Warnpflichten ist die **Information mit Gefahrenbezug**.<sup>292</sup> Entsprechende Warnungen sind insbesondere im Zusammenhang mit der Kenntnissprüfung und Risikotragfähigkeitssimulation (Art. 21 Abs. 4, 7 ECSP-VO) sowie in den Anlagebasisinformationsblättern (Art. 23 Abs. 6 ECSP-VO) vorgesehen.

Problematisch an weitreichenden Informationspflichten, die wie hier kleinvolumige Emissionen betreffen, sind die mit der Informationserstellung und Offenlegung

---

288 Vgl. Rothenhöfer in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 63 Rn. 157.

289 Siehe zur Unterscheidung zwischen Mindestinhalt und -standard Rothenhöfer in Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2022, Rn. 13.24.

290 Treffend Rothenhöfer in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 63 Rn. 8 mwN.

291 Zu § 63 Abs. 6 WpHG siehe BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Poelzig, 15.5.2022, WpHG § 63 Rn. 125.

292 Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und *Behavioral Finance*, 2006, S. 188; Assmann/Sethe, FS H.P. Westermann, 2008, S. 67, 77; anknüpfend daran Oppenheim in Linardatos, Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 10 Rn. 1.

verbundenen Kosten, welche schnell prohibitiv werden und wohlfahrtserhöhende Finanztransaktionen faktisch unterbinden können.<sup>293</sup> Um dies zu verhindern, sind die Informationspflichten der ECSP-VO in weiten Teilen als **Deregulierung durch Standardisierung und Harmonisierung** zu interpretieren. Folglich kommt es nicht darauf an, was der individuelle Anleger als „fair, klar und nicht irreführend“ ansieht, sondern es ist auf ein typisiertes Anlegerbild abzustellen. Freilich lässt sich angesichts des Detailgrades der Informations- und Transparenzpflichten, welche von den Artt. 19 ff. ECSP-VO – teils mit zahlreichen Level-2-Vorgaben – aufgestellt werden, kritisch fragen, ob das ökonomisch sinnvolle Ziel der Deregulierung durch Standards erreichbar ist.

## b) Spezifische Informationen

Gesetzlich vorgeschrieben ist ua die Pflicht des Schwarmfinanzierungsdienstleisters, gemäß Art. 19 Abs. 2 ECSP-VO darüber zu informieren, dass die Kundeninvestitionen **nicht über das Einlagensicherungssystem** nach der Richtlinie 2014/49/EU und übertragbare Wertpapiere oder für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente **nicht nach dem Anlegerentschädigungssystem** nach der Richtlinie 97/9/EG geschützt sind. Mit anderen Worten: Der Anleger muss klar wissen, dass ein Rückzahlungs- bzw. Erfüllungsanspruch nicht gesichert ist, sondern unwiederbringlich ein Totalverlust der Investition drohen kann.

Weiterhin sind die Kunden gemäß Art. 19 Abs. 3 ECSP-VO über die nach Art. 22 ECSP-VO angeordnete **vorvertragliche Bedenkzeit** zu informieren,<sup>294</sup> und dies abhängig vom kundenseitigen Endgerät – das ist insbesondere im Verhältnis zum Anleger relevant – „an gut sichtbarer Stelle des Mediums“. Dies erinnert an eine Diskussion im deutschen Recht über die wirksame Einbeziehung von Allgemeinen Geschäftsbeziehungen bei Vertragsabschlüssen über mobile Endgeräte: Während manche Stimmen etwaige Darstellungsmängel dem Risikobereich des Kunden zuweisen,<sup>295</sup> betonen andere Autoren, es sei Sache desjenigen, der einen bestimmten Vertriebskanal eröffnet, technische Wege zu finden, um das vom Vertragspartner verwendete (mobile) Endgerät zu identifizieren und bezogen auf die Spezifika dieses Geräts die Darstellung seiner Internetpräsenz anzupas-

---

293 Näher dazu Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 322 f.; zustimmend Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 242.

294 Dazu unten bei Ziff. V. 4. b).

295 Janal NJW 2016, 3201, 3202; Schirnbacher/Engelbrecht ITRB 2014, 89, 90.

sen.<sup>296</sup> Praktisch wird diese Anforderung durch Abfrage des User Agents, des verwendeten Medientyps (Media Queries) etc. erreicht.<sup>297</sup> Der Verordnungsgeber entscheidet sich klar für eine Risikozuweisung an den Plattformbetreiber: Er eröffnet den Vertriebskanal, er muss mithin die **geeignete Darstellung seiner Informationen** technisch und praktisch gewährleisten. Dieser Grundsatz gilt nicht nur für die spezifischen Informationen, die der Schwarmfinanzierungsdienstleister nach Art. 19 Abs. 3 ECSP-VO schuldet, sondern für alle, denn die Grundregel des Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO lautet: „klar“ informieren. Dieses Verständnis unterstreicht Art. 19 Abs. 5 ECSP-VO.

#### c) Zeitpunkt der Bereitstellung

Der **Informationszeitpunkt** ist gemäß Art. 19 Abs. 4 ECSP-VO zweckmäßig zu wählen, jedenfalls vor Abschluss einer „Schwarmfinanzierungstransaktion“. Gemeint ist damit, dass die Informationen vor der endgültigen Annahme eines Schwarmfinanzierungsangebots zu erteilen sind.<sup>298</sup> Dies gilt vor allem für die Informationen über Kosten, Gebühren, Auswahlkriterien, Risiken etc. Über diesen Zeitpunkt hinaus sind freilich – anlassbezogen – weitere Informationen zu übermitteln. Davon betroffen sein können beispielsweise Veränderungen hinsichtlich der Dienstleistungen, eine konjunkturrell bedingte Neujustierung der Auswahlkriterien oder der Risikoeinschätzung etc. Damit ist letztlich gesagt, dass die Schwarmfinanzierungsdienstleister laufend Aufklärungs- und Schutzpflichten unterliegen.

#### d) Kreditbewertungsdaten und Preisermittlung

Sollten Schwarmfinanzierungsdienstleister „credit scores“ auf Projekte anwenden, haben sie nach Art. 19 Abs. 6 ECSP-VO eine **Beschreibung über die Berechnungsmethodik dieser Kreditbewertungspunkte** zur

---

<sup>296</sup> Linardatos JZ 2020, 1097, 1103; mit insgesamt ablehnender Stellungnahme McColgan JZ 2021, 827, der die Gegenposition verschiedentlich unzureichend wiedergibt. Instruktiv zum Grundsatz, dass der Informationsaufwand des Verbrauchers durch die Gestaltung der AGB-Werke nicht erhöht werden darf siehe J. Hoffmann/Bierlein JZ 2022, 745, 752 (zuf.).

<sup>297</sup> Zu den technischen Hintergründen [https://wiki.selfhtml.org/wiki/CSS/Media\\_Queries/Mediaqueries\\_einbinden](https://wiki.selfhtml.org/wiki/CSS/Media_Queries/Mediaqueries_einbinden).

<sup>298</sup> BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 5.

Verfügung zu stellen. Es handelt sich insbesondere um die Parameter, die dem *Rating*<sup>299</sup> des Schwarmfinanzierungsprojekts unterliegen. Eine Beschreibung ist auch geschuldet, wenn der Schwarmfinanzierungsdienstleister auf seiner Plattform einen Preis für das jeweilige Schwarmfinanzierungsangebot vorschlägt.<sup>300</sup> Diesfalls hat er die **angewandte Methode zur Berechnung des Preisvorschlags bereitzustellen**. Wenn die Berechnung nicht auf geprüften Rechnungslegungsunterlagen beruht, so ist dies in der Beschreibung der Methode klar und deutlich anzugeben.

Die Verpflichtungen nach Art. 19 Abs. 6 ECSP-VO sind im Zusammenhang mit den Pflichten der Geschäftsleiter gemäß Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO bei der „Bewertung des Kreditrisikos des Schwarmfinanzierungsprojekts oder Projektträgers“ zu sehen. Zwar bezieht sich Art. 19 Abs. 6 ECSP-VO auf *Preisvorschläge*, während Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO von einer *Preisbestimmung* spricht. Da indes Art. 19 Abs. 7 ECSP-VO, der sich auf den Absatz 6 der Norm bezieht, in lit. b–d auch einen Bezug zu Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO herstellt, wird deutlich, dass Preisvorschläge wie auch -festsetzungen nach den gleichen Standards zu ermitteln sind.

Wie bereits im Zusammenhang mit der Beschreibung der Kreditrisikobewertungsmethode ausgeführt,<sup>301</sup> stellt ErwGr 41 ECSP-VO in Bezug auf die geforderte **Detailtiefe der offenzulegenden Informationen** noch klar, dass keine sensiblen Geschäftsinformationen offenzulegen sind bzw. keine Innovationen behindert werden sollten. Diese Wertung sollte gerade im Hinblick auf Art. 19 Abs. 7 lit. a ECSP-VO Berücksichtigung finden, demzufolge das Format wie auch die Elemente der geforderten Informationen auf **Level 2** näher zu spezifizieren sind.<sup>302</sup> Im Einklang mit den Ausführungen zur Kreditportfolio-Verwaltung wird dabei besonderes Augenmerk auf die Verständlichkeit der Anlegerinformationen zu legen sein.

Etwas im Widerspruch dazu steht der von der EBA veröffentlichte Final Report,<sup>303</sup> der einesteils in Kapitel 1 äußerst detailliert vorgibt, dass über die Verwendung von Modellen (Art. 2), über deren Input (Art. 4) sowie den Output der Scoring-Modelle (Art. 5) zu informieren ist; andernteils sind nach Kapitel 2 des RTS-Entwurfes die

---

299 Siehe Ziff. IV. 3. zum Rating hinsichtlich des Projektträgers.

300 Zum Preisbegriff näher bei Ziff. IV. 2. c).

301 Dazu Ziff. IV. 4. b).

302 Im Gegensatz zu anderen delegierten Rechtsakten der ECSP-VO liegt zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Werkes jedoch noch kein finaler Verordnungstext oder Entwurf der Kommission vor, so dass die exakten Anforderungen abzuwarten sind.

303 Siehe hier nur den Entwurf des technischer Regulierungsstandards: EBA/RTS/2022/05.

Elemente der Preisstrategie (Art. 8) und die Preisgestaltung eines Crowdfunding-Angebots bei und nach der Kreditvergabe (Art. 9 f.) offenzulegen.

e) Informationsgeeignete Gestaltung der Kundenschnittstelle

Zunehmend Aufmerksamkeit erfahren im Onlineverkehr sog. *Dark Patterns*.<sup>304</sup> Gemeint sind **geheime** oder **verdeckte Designmuster in der Online-Kundenstrecke**, die in erster Linie das Ziel haben, den Kunden zu unerwünschten Verhaltensweisen oder ungewollten Entscheidungen zu bewegen, die negative Folgen für ihn haben. Vereinfacht kann man sagen: Der Kunde soll zu einem bestimmten Konsumverhalten animiert werden, das vornehmlich – wenn nicht sogar ausschließlich – dem Anbieter nützt. Verwendet werden dabei Praktiken, die darauf abzielen, Rationalitätsdefizite der Kunden auszunutzen. Wie ErwGr 67 des DSA deutlich macht, **beeinträchtigen Dark Patterns die Fähigkeit** der Kunden, eine **autonome und informierte Entscheidung** oder Auswahl zu treffen. Da das zentrale Regelungsziel des Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO darin besteht, informierte Entscheidungen sicherzustellen, dürfen *Dark Patterns* von den Schwarmfinanzierungsdienstleistern nicht verwendet werden. Von Vorbildfunktion ist insoweit die jüngst von der BaFin in Bezug auf Trading Apps und Tradingportalen bekanntgegebene und auf das **Gebot der Redlichkeit** des § 63 Abs. 6 S. 1 WpHG gestützte Auslegungsentscheidung.<sup>305</sup> Danach sind Gestaltungsmuster der Anbieter unzulässig, die bewirken, dass einzelne Schaltflächen der Internetpräsenz im Vergleich zu anderen schlechter wahrnehmbar sind; das Gleiche gelte, wenn Schaltflächen für relevante und wichtige Entscheidungsalternativen weggelassen werden. Bei solchen Designgestaltungen bestünde nämlich die Gefahr, dass ein Verbraucher verleitet werde, Handlungsoptionen nicht umfassend wahrzunehmen oder abzuwägen, und dies könne wiederum zu Entscheidungen führen, die nicht in seinem Eigeninteresse stehen.

---

304 Siehe dazu Denga ZfDR 2022, 229; Kühling/Sauerborn CR 2022, 226 ff. und 295 ff.; Martini/Drews/Seeliger/Weinzierl ZfDR 2021, 47.

305 BaFin, Dark Patterns in Trading Apps unzulässig, 21.11.2022 (<https://kurzelink.s.de/mlpt>) und FAQ zu MiFID II-Wohlverhaltensregeln nach §§ 63 ff. WpHG, WA 31-Wp 2002–2018, 04.05.2018, geändert am 21.11.2022, Ziff. K 1 und 2.



## 2. Offenlegung von Ausfallquoten (Art. 20 ECSP-VO)

Soweit vom Plattformbetreiber die Kreditvermittlung betrieben wird, ist er gemäß Art. 20, ErwGr 40 ECSP-VO verpflichtet, Ausfallquoten – regelmäßig soweit möglich der letzten 36 Monate – offenzulegen (Art. 20 Abs. 1 lit. a ECSP-VO). Dabei müssen den prognostizierten Ausfallquoten die tatsächlichen gegenübergestellt werden, Art. 20 Abs. 1 lit. b Ziff. i ECSP-VO; entsprechendes kann nach Art. 20 Abs. 1 lit. b Ziff. iii ECSP-VO für kommunizierte Zielrenditen gelten. Gemäß Art. 6 Abs. 4 lit. h Ziff. iv ECSP-VO sind solche Informationen bei der individuellen Verwaltung von Kreditportfolios obligatorisch. Im Übrigen ist eine Zusammenfassung der Annahmen, die bei der Bestimmung der erwarteten Ausfallquoten verwendet wurden, offenzulegen (Art. 20 Abs. 1 lit. b Ziff. ii ECSP-VO).

Nach Art. 20 Abs. 2 ECSP-VO sind die Ausfallquoten an gut sichtbaren Stellen auf der Internetseite des Schwarmfinanzierungsdienstleisters zu veröffentlichen. Die **Ausfallquoten** sind ein **Indiz über die Qualität der Arbeit des Plattformbetreibers als Gatekeeper**, so dass der Anleger ein veritables Interesse daran hat, einen Einblick in diese Statistikdaten zu erlangen. Prinzipiell hat aber auch der Schwarmfinanzierungsdienstleister ein großes Interesse daran, über die Ausfallquoten zu informieren, da positive Ausfallstatistiken als Werbemittel einsetzbar sind. Dadurch verschwimmen aber die Grenzen zwischen Marketingmitteilungen und gesetzlich geschuldeten Informationen. Deshalb gilt auch hier das oben dargelegte anlegerschützende Prinzip des Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO, wonach Informationen „fair, klar und nicht irreführend“ sein müssen.

Wie die Ausfallquoten zu berechnen sind, damit die beschriebenen Vorgaben eingehalten werden können, kann den Schwarmfinanzierungsdienstleister praktisch gesehen vor erhebliche Schwierigkeiten stellen. Deshalb ist auf Basis des Art. 20 Abs. 3 ECSP-VO von der ESMA in Zusammenarbeit mit der EBA die **DelVO 2022/2115** ausgearbeitet worden. Konkretisiert wird darin, wann ein Ausfall als gegeben anzusehen ist (Art. 1 DelVO 2022/2115). Weiterhin werden für die Zwecke der Offenlegung nach Art. 20 Abs. 1 lit. a und lit. b Ziff. ii ECSP-VO detaillierte Anforderungen aufgestellt (siehe Artt. 2–5 DelVO 2022/2115). In der besonderen Verantwortung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters steht es zuletzt, gemäß Art. 6 DelVO 2022/2115 für allfällige Berechnungen eine **geeignete Datenbasis** zusammenzutragen.

### 3. Kenntnisprüfung und Risikotragfähigkeitssimulation (Art. 21 ECSP-VO)

Produkte, die über Schwarmfinanzierungsdienstleister erworben werden können, sind nach Ansicht des Vorordnungsgebers keine traditionellen Anlage- oder Sparprodukte.<sup>306</sup> Deswegen ist im Sinne des Anlegerschutzes vorgesehen, dass ein Anleger, bevor „uneingeschränkter Zugang zu Anlagen“ in die angebotenen Schwarmfinanzierungsprojekte gewährt wird, einen **abstrakten Investorentest** zu durchlaufen hat. Der Test soll ua verhaltensökonomisch bekannten Phänomenen wie *overoptimism* und *overconfidence* entgegenwirken.<sup>307</sup>

Dieser Test ist gemäß Art. 21 Abs. 3 ECSP-VO alle zwei Jahre zu wiederholen und besteht *summa summarum* aus verschiedenen Elementen: aus (i) einer Kundenexploration zur Feststellung der Anlageziele und der finanziellen Situation des potenziellen Anlegers, (ii) einer Erfahrungs- und Kenntnisfeststellung sowie (iii) einer Risikotragfähigkeitssimulation. Alle drei Elemente münden schließlich, ohne dass dies in der Verordnung sprachlich ausreichend ausgedrückt wird, nach hiesigem Verständnis in die **Geeignetheitsfeststellung**. Trotz der Nähe zu § 64 WpHG darf eine Eignungsprüfung nach der MiFID II nicht für die Zwecke der ECSP-VO verwendet werden, doch können etwaige gemäß MiFID II gesammelten Informationen bei Aktualität einbezogen und noch nicht abgedeckte Informationen mittels Zusatzfragebogen abgefragt werden.<sup>308</sup>

#### a) Anforderungen an die Kundenexploration

Der Schwarmfinanzierungsdienstleister muss gemäß Art. 21 Abs. 1 ECSP-VO feststellen, welche **Schwarmfinanzierungsangebote** für den Anleger geeignet sind. Der Normtext<sup>309</sup> spricht zwar von der Geeignetheit der angebotenen Schwarmfinanzierungsdienstleistungen, doch erscheint dies zu eng, denn gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. a ECSP-VO sind aus Anlegersicht darunter zwei Varianten zu verstehen: die Vermittlung von Krediten und die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen im Zusammenhang

---

306 Vgl. ausdrücklich ErwGr 43 ECSP-VO.

307 In diese Richtung bereits Klöhn/Hornuf/Schilling, The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act, S. 15 f.

308 Entsprechendes gilt auch *vice versa*; siehe ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.14.

309 Denselben Bezugspunkt hat auch die den Art. 21 ECSP-VO konkretisierende DelVO 2022/2114.

mit der Platzierung von übertragbaren Wertpapieren. Manche Plattformen bieten allerdings nur eine der beiden Varianten an. Daher hätte ein dem Wortlaut verhaftetes Verständnis des Art. 21 Abs. 1 ECSP-VO nur einen sehr engen Anwendungsbereich. Diese Auslegung kann mit Blick auf die zentrale Rolle des Investorentests für den Anlegerschutz nicht überzeugend sein. Es muss daher im Rahmen der Exploration geprüft werden, inwieweit die konkreten Finanzierungsprojekte für den potenziell nicht kundigen Anleger geeignet erscheinen.

Die Prüfung nach Maßgabe des Art. 21 Abs. 1 ECSP-VO hat zu einem sehr frühen Zeitpunkt stattzufinden, insbesondere noch bevor der Anleger sein Interesse an ein konkretes Schwarmfinanzierungsangebot bekundet oder eine Investitionserklärung abgegeben hat; das macht der Gegenschluss zum Wortlaut des Art. 21 Abs. 7 ECSP-VO deutlich, da dort – im Gegensatz zu Absatz 1 – vom *einzelnen* Schwarmfinanzierungsangebot die Rede ist. Diese „Vorprüfung“ hat ua das Ziel, zu bestimmen, ob der (potenzielle) Anleger als kundig oder nicht kundig einzustufen ist.<sup>310</sup> Dies hat Einfluss auf die Informationspflichten, da zahlreiche der in der ECSP-VO vorgesehenen Informationen nur gegenüber nicht kundigen Anlegern geschuldet sind.

Einer Geeignetheitsfeststellung geht denkotwendig eine **Kundenexploration** voraus; die Anforderungen hierfür sind in Art. 21 Abs. 2 ECSP-VO und Artt. 1 f. DelVO 2022/2114 niedergelegt. Ermittelt werden ua die finanziellen Verhältnisse des Kunden, seine Vorerfahrungen in Geschäften mit übertragbaren Wertpapieren und Schwarmfinanzierungsinstrumenten (inkl. Häufigkeit, Volumen, Haltedauer etc.) sowie mit Finanzierungsdienstleistungen und sonstigen Investitionsformen. Auch sind die beruflichen und persönlichen Vorbildungen des potenziellen Anlegers mit Blick auf Schwarmfinanzierungsdienstleistungen festzustellen und es ist zu ergründen, inwieweit er die Risiken versteht, die mit den auf der Plattform möglichen Investitionen einhergehen. Das Kundenbild wird schließlich abgerundet, indem auch festgestellt wird, welche Anlageziele der Kunde verfolgt, was sein zeitlicher Anlagehorizont ist und inwieweit er spezielle Präferenzen hat (inkl. Nachhaltigkeits Themen, vgl. Art. 2 Abs. 2 lit. b DelVO 2022/2114).

Der Schwarmfinanzierungsdienstleister hat im Rahmen der Kundenexploration gemäß Art. 2 Abs. 1 DelVO 2022/2114 den **Proportionalitätsgrundsatz** zu achten: Zu bestimmen ist der Umfang der eingeholten Informationen abhängig von der Art und der Komplexität der anvisierten

---

310 In diese Richtung auch Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 186.

Schwarmfinanzierungsdienstleistungen und Investitionen. Daneben ist das **Prinzip der Datensparsamkeit** relevant, wonach nur notwendige, für die Zwecke der Exploration angemessene Informationen abzufragen sind.<sup>311</sup>

Grundsätzlich sind die Schwarmfinanzierungsdienstleister berechtigt, sich auf die Informationen des (potenziellen) Anlegers zu verlassen, es sei denn, dem Dienstleister ist bekannt oder müsste bekannt sein, dass die Informationen offensichtlich veraltet, unzutreffend oder unvollständig sind. Dieser Grundsatz ist für die Dienste von Wertpapierfirmen entwickelt worden (vgl. Art. 55 Abs. 3 DelVO 2017/565) und gilt hier auch. Gemäß Art. 3 DelVO 2022/2114 besteht die Pflicht, Maßnahmen zu ergreifen, die sicherstellen, dass die eingeholten Kundeninformationen **verlässlich** und konsistent sind; eine ähnliche Vorgabe findet sich für Wertpapierfirmen bereits in Art. 54 Abs. 7 DelVO 2017/565. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister hat den Kunden gemäß Art. 3 Abs. 2 DelVO 2022/2114 über die Bedeutung aktueller und akkurater Informationen (lit. a) aufzuklären und gleichzeitig sicherzustellen, dass er geeignete Tools für die Informationsabfrage einsetzt (lit. b) sowie verständliche und präzise Fragen formuliert (lit. c). Von Art. 3 DelVO 2022/2114 werden nicht alle bewährten finanzmarktrechtlichen Wohlverhaltenspflichten im Rahmen der Exploration genannt. So fehlt etwa die aus Art. 54 Abs. 7 lit. d DelVO 2017/565 bekannte Pflicht, Maßnahmen zu ergreifen, um die **Kohärenz** der Kundeninformationen und -antworten sicherzustellen.<sup>312</sup> Hiernach müssen mittels standardisierter (algorithmischer) Verfahren<sup>313</sup> klare Input-Fehler und Widersprüche in den Kundenangaben aufgedeckt<sup>314</sup> und entsprechend möglichst beseitigt werden. Darüber hinaus sollte der Schwarmfinanzierungsdienstleister an geeigneter Stelle taugliche Hürden einbauen, die es dem Kunden erschweren, Antworten anpassen zu können, um ein von ihm gewünschtes Ergebnis zu erzielen, welches allerdings im Widerspruch zum

---

311 Vgl. zur parallelen Situation im Kapitalanlagegeschäft nach der MiFID II Art. 54 Abs. 2 DelVO 2017/565; dazu auch Linardatos in ders., Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 4 Rn. 85 f.

312 Siehe dazu etwa Müssig in Linardatos, Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 5 Rn. 53 ff.

313 Spoerr in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Auflage 2019, WpHG § 120 Rn. 201.

314 Madel, Robo Advice, 2019, S. 182; Müssig in Linardatos, Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 5 Rn. 45; Waldkirch in Linardatos, Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 18 Rn. 41.

zutreffenden Bild über die persönlichen und finanziellen Verhältnisse des Kunden stünde.<sup>315</sup>

b) Rechtsfolgen bei negativer Kundenexploration

Die Konsequenzen einer nicht ordnungsgemäßen oder negativen Kundenexploration bei (potenziell) nicht kundigen Anlegern folgen aus Art. 21 Abs. 4 ECSP-VO. Die Vorschrift bezieht sich dabei auf *zwei völlig verschiedene Sachverhalte*: In der einen Variante wird festgestellt, dass der potenzielle Anleger nicht über ausreichende Kenntnisse, Fähigkeiten oder Berufserfahrungen verfügt, um eine Investition in ein Projekt der Plattform zu tätigen; in der anderen werden die erforderlichen Informationen vom Kunden nicht bereitgestellt.

Auf beide Varianten hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister mit einem Hinweis und einer **Risikowarnung** zu reagieren: Der potenzielle Anleger wird in Kenntnis gesetzt, die von der Plattform angebotenen Dienstleistungen (!) *könnten* ungeeignet sein und die Warnung weist noch einmal eindeutig auf das Risiko eines Totalverlustes hin. Leider bleibt der Warntext<sup>316</sup> hinter den Erkenntnissen der Verhaltensökonomik zurück, indem er recht allgemein und ohne direkter Anrede bleibt.<sup>317</sup>

Obgleich der Normtext hinsichtlich der Risikowarnung bewusst den Bezug (ausschließlich) zu den Schwarmfinanzierungsdienstleistungen herstellt, ist Art. 21 Abs. 4 ECSP-VO teleologisch dahingehend erweitert auszulegen, dass sich die Warnung auf die Schwarmfinanzierungsprojekte (mit-)beziehen muss. Schließlich ist es die Risikostruktur dieser Projekte, die sich auf das Vermögen des Anlegers auswirken kann, nicht allein die Plattformdienstleistung. Der Warnhinweis sollte, gemäß Art. 4 Abs. 3 DelVO 2022/2114, **prominent und gut lesbar** auf der Webseite angezeigt werden, etwa in Form eines PopUp-Fensters. Die im Zusammenhang mit dieser Warnung stehende Kundenstrecke muss im Übrigen auf eine Weise gestaltet sein, die den potenziellen Anleger nicht ermuntert, sondern eher hemmt, den Investitionsprozess fortzusetzen (Art. 4 Abs. 1 DelVO

---

315 In diesem Sinne Müssig in Linardatos, Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 5 Rn. 56.

316 Der konkrete Text wird von Art. 4 Abs. 2 DelVO 2022/2114 vorgegeben: „Eine Anlage in ein Schwarmfinanzierungsprojekt beinhaltet das Risiko eines Verlusts der gesamten angelegten Mittel.“

317 Näher dazu Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und *Behavioral Finance*, 2006, S. 190 ff.

2022/2114). Es dürfen zB nicht im Widerspruch zum Risikohinweis stehende, prominent das gegenteilige Verhalten fördernde Texte – etwa „Setzen Sie hier Ihre Investition fort!“ – auf der Webseite zu finden sein.

Gemäß Art. 21 Abs. 4 S.3 ECSP-VO hat der Anleger, an den die Risikowarnung adressiert ist, zu bestätigen, die Warnung „erhalten und verstanden“ zu haben.<sup>318</sup> Gemäß Art. 4 Abs. 4 DelVO 2022/2114 bleibt diese Risikowarnung bis zur Bestätigung der Kenntnisnahme sichtbar. Solange der Anleger die Kenntnisnahme nicht bestätigt, ist er vom Zugang zur Kapitalanlage auszuschließen.

Entgegen der teils im Schrifttum vertretenen Auffassung<sup>319</sup> ist es dem Plattformbetreiber unbenommen, einen Anleger bei negativer Kundenexploration von jeglicher Investition auszuschließen und nicht den formellen Ermöglichungsweg über Risikowarnung und Kenntnisnahmebestätigung zu wählen. Dies folgt aus dem zivilrechtlichen **Grundsatz der Privatautonomie**, der von der ECSP-VO nicht berührt wird.<sup>320</sup> Auch verhaltensökonomisch gesehen ist diese Auslegung sinnvoll: Allgemein gehaltene Warnhinweise werden von übermäßig optimistischen Anlegern häufig nicht ernst genommen,<sup>321</sup> wodurch sie nur einen geringen anleger-schützenden Effekt haben. Kommen die Plattformen ihrer Rolle als Garanten überobligatorisch nach, dann ist das schon vor dem Hintergrund eines effektiven Anlegerschutzes zu begrüßen.

### c) Risikotragfähigkeitssimulation und Datengrundlage

Ein wesentliches anlegerschützendes Element der ECSP-VO ist die gemäß Art. 21 Abs. 5 obligatorische **Simulation der Verlusttragsfähigkeit**. Die nicht kundigen Anleger müssen die Fähigkeit aufweisen können, „einen als 10 % ihres Reinvermögens berechneten Verlust zu tragen“. Für die allfällige Berechnung sind gemäß Art. 21 Abs. 5 ECSP-VO Informationen über das Einkommen (lit. a iVm Art. 8 DelVO 2022/2114), über die verfügbaren Vermögenswerte (lit. b iVm Art. 9 DelVO 2022/2114) und

---

318 Prinzipiell befürwortend Klöhn/Hornuf/Schilling, The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act, S. 14 ff., die aber auch einen verhaltensökonomisch eingeschränkten Nutzen aufzeigen.

319 Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187.

320 Im Ergebnis ebenso Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 209; aM wohl Will/Quarch WM 2018, 1481, 1489.

321 Siehe zum Nachfolgenden nur Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und *Behavioral Finance*, 2006, S. 189 und Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 265 f.

über bestehende oder zukünftige Verpflichtungen (lit. c iVm Art. 10 DelVO 2022/2114) einzuholen. Auf Basis dieser Informationen wird das Reinvermögen des potenziellen Anlegers nach Maßgabe des Art. 7 DelVO 2022/2114 berechnet.<sup>322</sup>

Welche Stichtage oder Kalenderjahre für die jeweilige Bewertung eine Rolle spielen, stellt Art. 11 DelVO 2022/2114 klar. Die Simulation der Verlusttragfähigkeit ist **jährlich zu wiederholen** gemäß Art. 21 Abs. 6 ECSP-VO.

Prinzipiell ist für die Simulation ein **Online-Berechnungstool** zu verwenden,<sup>323</sup> das jeder Anleger einfach nutzen kann und keinem anderen Zweck als der Abfrage und Erfassung von Kundeninformationen dient (siehe näher dazu Art. 5 Abs. 3 DelVO 2022/2114). Die Ergebnisanzeige muss einfach und klar gestaltet sein; Art. 5 Abs. 4 DelVO 2022/2114.

Eine negative Bewertung hat **keine plattformseitige Untersagung der Investition** zur Folge (Art. 21 Abs. 6 UAbs. 2 ECSP-VO). Nach einer entsprechenden Bestätigung des Anlegers, das Ergebnis der Simulation zur Kenntnis genommen zu haben, bleibt eine Investition möglich.<sup>324</sup> Der Anlegerschutz wird letztlich über eine *implizite* Risikowarnung im Sinne einer weichen paternalistischen Lösung verwirklicht. Anders als von der ESMA angenommen,<sup>325</sup> ist es dem Plattformbetreiber mit Blick auf die Vertragsfreiheit aber auch hier unbenommen, den Abschluss eines Plattformnutzungsvertrags – mit Verweis auf das Simulationsergebnis – zu verweigern.<sup>326</sup>

---

322 Reinvermögen = jährliches Nettoeinkommen (lit. a) + Summe der Vermögenswerte (lit. b) – Verbindlichkeiten (lit. c).

323 Eine Öffnungsklausel zugunsten anderer *ergänzender* Methoden enthält Art. 6 DelVO 2022/2114, wobei allerdings offen bleibt, an was dabei gedacht wurde und wie ein unerwünschter Medienbruch in der Kundenstrecke verhindert wird.

324 In ihrem Q&A hat die ESMA die Frage, ob ein Schwarmfinanzierungsdienstleister einem (potenziellen) nicht kundigen Anleger, der sich weigert, das Ergebnis seiner Simulation zu teilen, uneingeschränkten Zugang zu seiner Plattform gewähren kann, bejaht (ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.11). Wie diese Antwort genau gemeint ist, ist unklar. Sie scheint sich auf die seltsam anmutende Situation zu beziehen, in der ein Plattformbetreiber mit seinem Tool ein Simulationsergebnis zwar ermittelt, dieses Ergebnis aber im Übrigen nicht kennt.

325 Dazu ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.10. Vgl. ferner ESMA35–42–1088, Frage bei 5.1: (arg. „perimeter of this prohibition“).

326 Näher zum Plattformnutzungsvertrag Polke, Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe, 2017, S. 43 ff.; Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 230 ff.



Abweichend zu der Grundregel des Art. 21 Abs. 1 ECSP-VO wird gemäß Absatz 7 lit. a iVm b eine konkrete Risikowarnung gegenüber einem nicht kundigen Anleger notwendig, die der Bestätigung des Anlegers unterliegt, sofern er einen **Betrag** anlegen möchte, der **über 1.000 EUR liegt oder 5 % des** nach Maßgabe des Absatzes 5 berechneten **Reinvermögens** ausmacht. Hintergrund dieser Pflicht sind die Eigenheiten der Schwarmfinanzierungsinstrumente, die insbesondere als Sparprodukte nicht geeignet sind und somit per se eine höhere Risikostruktur aufweisen als andere Anlageinstrumente. Bis zur Bestätigung der Kenntnisaufnahme ist der Zugang zur Kapitalanlage versperrt. Hinzu kommt nach Art. 21 Abs. 7 lit. c ECSP-VO, dass ein Anleger gegenüber dem Schwarmfinanzierungsdienstleister nachweisen muss, er habe die Anlage und die damit verbundenen Risiken verstanden. Widrigenfalls muss ein Dienstleister den Anleger **von der Investition abhalten**.<sup>327</sup> Der geforderte Nachweis kann dabei auch anders als im Wege einer Bewertung nach Art. 21 Abs. 1 ECSP-VO erbracht werden.<sup>328</sup>

#### 4. Angebotsbindung und vorvertragliche Bedenkzeit (Art. 22 ECSP-VO)

Eine weitere in Kapitel IV der ECSP-VO vorgesehene anlegerschützende Maßnahme ist die Gewährung einer vorvertraglichen Bedenkzeit. Bei näherer Betrachtung umfasst Art. 22 ECSP-VO allerdings nicht nur die in der Überschrift betonte und in Abs. 2 ff. näher geregelte Bedenkzeit, sondern normiert mit Art. 22 Abs. 1 ECSP-VO in Bezug auf den Projektträger noch eine zivilrechtliche Bindung des Angebots. Rechtsdogmatisch handelt es sich bei Art. 22 ECSP-VO insofern um eine Kombination aus privatrechtlicher (Abs. 1) und hoheitlicher Regulierung (Abs. 2 ff.).

---

327 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.12, wonach Anleger deutlich darauf hinzuweisen sind, dass dies auf Grundlage der geltenden Rechtsvorschriften zum Schutz der Anleger erfolgt.

328 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.13. Wie bereits angedeutet, kann laut ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.14 eine bereits durchgeführte Eignungsprüfung nach der MiFID II zum Nachweis herangezogen werden.



a) Angebotsbindung des Projektträgers

Nach Art. 22 Abs. 1 ECSP-VO müssen die „**terms and conditions**“<sup>329</sup> eines Schwarmfinanzierungsangebots **mit Plattformveröffentlichung verbindlich** bleiben. Eine Bindungswirkung besteht für den Projektträger *ex lege* entweder (i) bis zum angekündigten Ablaufdatum des Angebots (lit. a) oder (ii) bis zum Erreichen des (maximal) angestrebten Finanzierungsziels (lit. b). Dabei ist der frühere der zwei bzw. drei Zeitpunkte entscheidend. Im Unterschied zu der im Zentrum von Art. 22 ECSP-VO stehenden vorvertraglichen Bedenkzeit, die sich unmittelbar nur an Schwarmfinanzierungsdienstleister richtet,<sup>330</sup> regelt Abs. 1 direkt das Rechtsverhältnis zwischen Projektträger und Anleger, weshalb es – wie bereits angedeutet – als **zivilrechtlicher Einschub**<sup>331</sup> in die ansonsten regulatorische Norm zu qualifizieren ist.

b) Viertägige Bedenkzeit mit Widerrufsrecht

Im Fokus von Art. 22 ECSP-VO steht Abs. 2, wonach ein Schwarmfinanzierungsdienstleister eine vorvertragliche Bedenkzeit vorzusehen hat, während der ein Anlageangebot oder Interessensbekundung **widerrufen** werden kann. Wie noch näher auszuführen ist, hat der europäische Gesetzgeber im Vergleich zu anderen Widerrufsrechten konzeptionell Neuland betreten.<sup>332</sup> Vertraute Wege werden mit dem **Zweck der Norm** besritten, der nach ErwGr 47 S. 1 ECSP-VO darin besteht, den Anlegerschutz für nicht kundige Anleger zu erhöhen. Nichtsdestotrotz können sich auch hier, wie nachstehend im Zusammenhang mit dem Widerrufsrecht nach § 312g BGB zu sehen ist (unten c), diffizile Fragen nach der Reichweite dieses Ziels im Lichte anderer Zwecke (insbesondere Markteffizienz und Schaffung einer Kapitalmarktunion<sup>333</sup>) stellen. – Für den **Sonderfall der individuellen Verwaltung eines Kreditportfolios** gilt die Bedenkzeit

---

329 In der deutschen Sprachfassung etwas unglücklich formuliert als „Modalitäten und Bedingungen“.

330 Dazu sogleich b) aa).

331 Freitag/Wolf WM 2021, 657, 662: eindeutig dem Zivilrecht zuzurechnen; ebenso Burchardi EuZW 2021, 1013, 1017: zivilrechtliche Bindung.

332 Vgl. Möslin/Rennig in Möslin/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 21 Rn. 37: neuartiges Konstrukt; auch Rennig BKR 2022, 562, 564: „ein gänzlich neues Anlegerschutzinstrument“.

333 Vgl. dazu ErwGr 74 ECSP-VO.

nur für das anfängliche Anlagemandat, aber nicht für die im Rahmen des Mandats getätigten Anlagen in spezifische Kredite (vgl. Art. 22 Abs. 7 ECSP-VO).

#### aa) Plattformseitige Verankerung der Bedenkzeit

Bei der einzuführenden Bedenkzeit handelt es sich rechtsdogmatisch um eine **hoheitliche Plattformregulierung**,<sup>334</sup> die nach hM keinen zivilrechtlichen Charakter hat;<sup>335</sup> nur die Rechtsfolge ist zivilrechtlich eingekleidet (Widerrufsrecht). Art. 22 Abs. 2 ECSP-VO enthält nach diesem Verständnis die einseitige Pflicht des Schwarmfinanzierungsdienstleisters, den Anlegern ein solches Widerrufsrecht im Rahmen seiner Plattformregeln einzuräumen.<sup>336</sup> Ein solcher Regelungsansatz ist nicht neu, sondern mit jenen Pflichten vergleichbar, denen Betreiber multilateraler Handelssysteme nach der MiFID II unterliegen und in ihren AGB umzusetzen haben. Unbeschadet der Einordnung als „bloße“ plattformseitige Verpflichtung ist das Instrument der vorvertraglichen Bedenkzeit zur Operationalisierung in die jeweilige mitgliedstaatliche Vertragsrechtsdogmatik einzupassen.<sup>337</sup> Im System des BGB wird es nach überzeugender Ansicht als *aufschiebende Bedingung* iSd § 158 Abs. 1 BGB für das wirksame Zustandekommen des Vertrags zwischen Projektträger und Anleger aufzufassen sein.<sup>338</sup>

Gemäß Art. 22 Abs. 3 ECSP-VO hat die vorvertragliche Bedenkzeit **vier Kalendertage** zu betragen. Hiervon erfasst sind nach Abs. 2 *expressis verbis* nur „potenzielle nicht kundige Anleger“.<sup>339</sup> Des Weiteren ist vorgesehen, dass ein nicht-kundiger Anleger sein Anlageangebot oder die Bekundung seines Interesses<sup>340</sup> am Schwarmfinanzierungsangebot „jederzeit“ widerru-

---

334 Siehe allgemein schon zu Regulierungsvorschriften im Zivilrecht Köndgen AcP 206 (2006), 477, 515.

335 Vgl. Freitag/Wolf WM 2021, 657, 662; darauf verweisend Buck-Heeb BKR 2022, 169, 170.

336 Freitag/Wolf WM 2021, 657, 662.

337 Möslein/Rennig in Möslein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 21 Rn. 37; vgl. auch Freitag/Wolf WM 2021, 657, 662, die davon ausgehen, dass die Einräumung im Rahmen der Plattformordnung auf Vertragsbasis erfolgen wird.

338 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 15 sowie ders. BKR 2022, 562, 564.

339 Damit wird freilich keine weitere Kundengruppe geschaffen; dies diskutierend Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187; iE wie hier Rennig BKR 2022, 562, 564.

340 Was damit gemeint ist und wie sich die zwei Arten unterscheiden, bleibt unklar; vgl. bereits Rennig BKR 2022, 562, 564. ErwGr 47 S. 3 ECSP-VO betont

fen können muss, und zwar ohne Begründung sowie ohne Gefahr einer Vertragsstrafe. Der **Fristenlauf** der Bedenkzeit beginnt gemäß Abs. 3 mit dem Zeitpunkt, zu dem das Anlageangebot oder die Interessenbekundung des potenziellen nicht kundigen Anlegers erfolgte. Nicht weiter spezifiziert werden die **Widerrufsmodalitäten**. Sie müssen nach Art. 22 Abs. 5 ECSP-VO allerdings *mindestens dieselben* sein, mit denen ein Anleger sein Anlageangebot oder seine Interessensbekundung abgegeben hat.

#### bb) Flankierende Pflichten

Ergänzend zur Verankerung der Bedenkzeit in Art. 22 Abs. 2, 3 ECSP-VO ist in Abs. 4 vorgesehen, dass ein Dienstleister einer **Aufzeichnungspflicht** über die Anlageangebote und Interessenbekundungen unterliegt. Dies umschließt ausdrücklich den Zeitpunkt des Erklärungsingangs. Weiterführende Anforderungen an den Zugang zu Aufzeichnungen macht Art. 26 ECSP-VO.<sup>341</sup> Nach Art. 22 Abs. 6 ECSP-VO besteht zudem eine **Belehrungspflicht**. Es sind „genaue, klare und rechtzeitige Informationen“ über die Bedenkzeit und die Modalitäten für den Widerruf zur Verfügung zu stellen. Dabei sind zwei Zeitpunkte zu trennen:

*Unmittelbar bevor der potenzielle Anleger ein Angebot bzw. Interessenbekundung übermitteln kann* (Abs. 6 lit. a), hat der Plattformbetreiber zumindest auf das Vorhandensein und die Dauer der vorvertraglichen Bedenkzeit (i, ii) sowie auf die Modalitäten des Widerrufs hinzuweisen (iii). Gemäß Art. 22 Abs. 6 lit. b ECSP-VO hat er sodann *unmittelbar nach Erhalt des Anlageangebots oder der Interessensbekundung* zu informieren, dass die Bedenkzeit begonnen hat (etwa durch PopUp). – Inwiefern eine Verletzung der Belehrungspflicht einen Schadensersatzanspruch nach sich ziehen kann,

---

noch, dass „(d)ie Bedenkzeit (...) nicht erforderlich [ist], wenn ein potenzieller nicht kundiger Anleger Interesse an einem bestimmten Schwarmfinanzierungsangebot bekunden kann, ohne sich dadurch vertraglich zu binden, es sei denn dieses Anlageangebot wird zu einem Zeitpunkt unterbreitet oder diese Interessensbekundung erfolgt zu einem Zeitpunkt, der nahe beim Ablauf des geplanten Gültigkeitsdatums des Angebots oder dem Zeitpunkt, zu dem das angestrebte Finanzierungsziel erreicht ist, liegt.“

341 Dazu unten Ziff. V. 7.

ist fraglich.<sup>342</sup> Schließlich sind Anleger auch nach Art. 19 Abs. 3<sup>343</sup> sowie im Anlagebasisinformationsblatt gemäß Art. 23 Abs. 6 lit. a iVm Anhang I, Teil B lit. g<sup>344</sup> und Abs. 12 UAbs. 3 ECSP-VO über die vorvertragliche Bedenkzeit zu informieren.<sup>345</sup>

Nur aus den Erwägungen ergibt sich zusätzlich die **organisatorische Pflicht** des Schwarmfinanzierungsdienstleisters sicherzustellen, dass vor Ablauf der Bedenkzeit keine Mittel von dem Anleger eingezogen oder an den Projektträger transferiert werden (ErwGr 47 S. 4 ECSP-VO). Während Letzteres auf die beiderseitige Interessenwahrungspflicht in Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO zurückgeführt werden kann, erscheint ein Verbot des Abzugs von Mitteln in eine neutrale Sphäre (etwa auf das Verrechnungskonto beim Zahlungsdienstleister) nicht vom Wortlaut der Verordnung gedeckt. Es ist auch teleologisch nicht überzeugend: Zwar könnten Solvenzerwägungen ein solches Verbot *prima facie* rechtfertigen, im Ergebnis ist es dennoch kontraproduktiv, denn es ist aus Anlegerschutzgründen sinnvoll, dem potenziellen Anleger den Mittelabfluss bereits während der Bedenkzeit tatsächlich vor Augen zu führen.

#### cc) Rechtsfolgen bei fehlender Compliance

Mit Blick auf die obige Qualifizierung als regulatorische Pflicht erklärt sich auch die rechtsfolgenseitige Einordnung der vorvertraglichen Bedenkzeit. Für den Schwarmfinanzierungsdienstleister ist die Einführung der viertägigen Bedenkzeit mit Widerrufsrecht nur **verwaltungs- bzw. bußgeldrechtlich sanktionsbewehrt**.<sup>346</sup> So handelt gemäß § 120b Abs. 2 Nr. 24 WpHG ordnungswidrig, wer gegen die ECSP-VO verstößt, indem er vorsätzlich oder fahrlässig trotz Art. 22 Abs. 2, 3 ECSP-VO keine vorvertragliche Bedenkzeit vorsieht. Versäumt es der Plattformbetreiber, eine vorvertragliche Bedenkzeit (konform) einzuräumen, so soll dies keine unmittelbare Verpflichtung des Projektträgers gegenüber Anlegern begrün-

---

342 Näher BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 16.

343 Dazu schon oben Ziff. V. 1. b). Auf diese Doppelung hinweisend auch Mösllein/Rennig in Mösllein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 21 Rn. 37.

344 Siehe auch Annex zu DelVO 2022/2119.

345 AA offenbar Rennig BKR 2022, 562, 565, demzufolge Art. 22 Abs. 12 UAbs. 3 ECSP-VO iZm dem Widerrufsrecht nach der Fernabsatz-Finanzdienstleistungs-RL zu sehen ist. Dazu aber sogleich noch Ziff. V. 4. c).

346 Vgl. dazu und zum Folgenden auch Buck-Heeb BKR 2022, 169, 170.

den – auch nicht im Wege einer ergänzenden Vertragsauslegung.<sup>347</sup> Etwaige vertragliche Einwendungen oder Einreden seien ebenfalls abzulehnen.<sup>348</sup> Angesichts der Interessenwahrungspflichten des Plattformbetreibers erscheint es indes fraglich,<sup>349</sup> ob ein so eindeutiger Verstoß gegen zwingende Vorgaben der ECSP-VO vertragsrechtlich überhaupt nicht relevant sein sollen. Zu denken wäre etwa an einen Befreiungsanspruch aus §§ 280 Abs. 1, 249 Abs. 1 BGB.

c) Verhältnis der Bedenkzeit zum Widerrufsrecht aus § 312g BGB

Weitere Fragen erheben sich im Zusammenspiel mit dem nach § 312g Abs. 1 Alt. 2 BGB bestehenden 14-tägigen nachvertraglichen Widerrufsrecht. Nach wohl überwiegender Ansicht in der Literatur ist von einem **Nebeneinander** auszugehen, wobei dies im Schrifttum in unterschiedlicher Weise mit einem Anwendungsfall der Fernabsatz-FinanzdienstleistungsRL<sup>350</sup> oder einem der VR-RL<sup>351</sup> begründet wird. Aus rechtspraktischer Sicht wäre das Hinzutreten eines weiteren Widerrufsrechts nicht nur mit erhöhten Unsicherheiten bei der Schwarmfinanzierung verbunden,<sup>352</sup> sondern es stünden auch Nachteile zu befürchten, die den Interessen der Anlegergemeinschaft zuwiderlaufen:<sup>353</sup> Der Aufwand für Projektträger und Plattform steigt (und dies zehrt das eingesammelte Kapital auf), die Liquidität des Projektträgers kann nachträglich bedroht sein und – etwa

---

347 So Freitag/Wolf WM 2021, 657, 664.

348 Vgl. Freitag/Wolf WM 2021, 657, 662.

349 Siehe oben Ziff. IV. 1. a).

350 Vgl. Rusch ZBB 2020, 217, 224, wonach Anleger eine „doppelte Widerrufsbelehrung“ erhalten müssen; vgl. auch Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 399; ausdrücklich mit Verweis auf Art. 6 Fernabsatz-FinanzdienstleistungsRL Riethmüller in Möslein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 22 Rn. 190: „klärungsbedürftig“; ebenso Freitag/Wolf WM 2021, 657, 664.

351 Ausdrücklich für Österreich Majcen ÖBA 2020, 868, 875. Ohne Bezugnahme auf die unionsrechtliche Grundlage, aber wohl auch in diesem Sinne Rennig BKR 2022, 562, 565 ff.; ferner Möslein/Rennig in Möslein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 21 Rn. 37, wonach Art. 22 ECSP-VO ins Leere laufen könne; differenzierend Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187.

352 Vgl. etwa Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187, die anmerken, dass zwei Widerrufsrechte zu Verwirrung beim Anleger und zusätzlichem Aufwand für den Plattformbetreiber führen würden; Majcen ÖBA 2020, 868, 875; ferner Freitag/Wolf WM 2021, 657, 664; aA Rennig BKR 2022, 562, 569: überzeugend.

353 Siehe dazu D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 170, 215 ff.

bei Funding-Schwellen – entsteht (zeitweise) eine Unsicherheit, ob die Dispositionsentscheidung endgültig ist. Deshalb ist eine kritische Überprüfung der Position vom Nebeneinander verschiedener Widerrufsrechte angezeigt.

(1) An der aus der **Fernabsatz-FinanzdienstleistungsRL** folgenden Argumentationslinie bestehen bei methodischer Auslegung erhebliche Zweifel. Bei den von der Richtlinie erfassten Fernabsatzverträgen muss es sich um Verträge mit Dienstleistern handeln, die Finanzdienstleistungen im Rahmen ihrer gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit erbringen (vgl. Art. 2 lit. a, c Fernabsatz-FinanzdienstleistungsRL). Das ist bei Investments in Schwarmfinanzierungsprojekte im Verhältnis zwischen Anleger und Projektträger – jedenfalls im Wortsinne – nicht der Fall.<sup>354</sup> Die im Schrifttum teilweise befürwortete weite Auslegung des Finanzdienstleistungsbegriffs<sup>355</sup> verletzt die Wortlautgrenze. Für eine solche Wortlauterstreckung fehlt es am teleologischen Anlass. Das nachträgliche Widerrufsrecht wird im Zusammenhang mit Kapitalanlagen als anleger- und verbraucherschützendes Instrument vor allem aus zwei Gründen bemüht: Sofern dem Anleger wenige Informationen wegen fehlender Prospektpflicht zur Verfügung stehen, soll ihm für die „reduzierte Entscheidungsgrundlage“ ein Widerrufsrecht eingeräumt werden.<sup>356</sup> Zudem soll das Widerrufsrecht ein *cooling off* bewirken,<sup>357</sup> welches es dem Anleger ermöglicht, sich ohne Beeinflussung die tatsächlichen Risiken der Investition (nochmals) zu vergegenwärtigen.<sup>358</sup> Dies wird insbesondere in Situationen als essentiell empfunden, die von Informationsasymmetrien geprägt sind. Beide Aspekte sind vor dem Hintergrund des Art. 22 ECSP-VO und der zentralen Rolle des Anlagebasisinformationsblattes nach Artt. 23 f. ECSP-VO nicht mehr relevant. Denn der Anleger agiert gerade nicht mehr auf „reduzierter Entscheidungsgrundlage“ – etwaige Informationsasymmetrien baut ja das Anlagebasisinformationsblatt ab –, und es existiert dank Art. 22 ECSP-

---

354 In diesem Sinne auch Winde, Internet-Plattformen, 2019, S. 327. Davon zu unterscheiden ist freilich der Vertragsschluss mit dem Schwarmfinanzierungsdienstleister.

355 So etwa D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 264 f., der von einer „denkbar“ weiten „richtlinienkonformen“ Begriffsauslegung gilt.

356 BT-Drs. 18/4708, S. 64 zum spezialgesetzlichen § 2d VermAnlG.

357 Die Relevanz einer solchen Abkühlungsperiode bei der Investition von kleinen Beträgen wird bisweilen bezweifelt: Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 193; allgemein kritisch Dornis ZfPW 2022, 310, 340.

358 Siehe D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 163 f., 190, 202, 223, 244, 263.

VO auch eine *cooling-off-period*. Diese ist im Vergleich zu jener, die über ein nachträgliches Widerrufsrecht gewährt wird, deutlich effektiver: Im Zeitfenster des Art. 22 ECSP-VO verfügt der Anleger über umfassende, spezialgesetzlich durch die ECSP-VO vorgeschriebene Informationen, die er im Rahmen der Selbstverantwortung<sup>359</sup> in Ruhe studieren kann. Im *tradierten* Anwendungsbereich des § 312g BGB findet sich hingegen eine Situation vor, in der ein Anleger eigeninitiativ die Suche zusätzlicher Entscheidungsinformationen betreiben muss. Diese Situation beseitigt nun Art. 22 ECSP-VO, insbesondere iVm Artt. 22, 23 ECSP-VO. Deshalb ist den Interessen des Anlegers mit der vorvertraglichen Bedenkzeit ausreichend Genüge getan und § 312g BGB sollte als spezialgesetzlich verdrängt angesehen werden.

Noch darauf hingewiesen sei, dass die Kommission am 11. Mai 2022 einen Vorschlag für eine überarbeitete Fernabsatz-FinanzdienstleistungsRL<sup>360</sup> vorgelegt hat. In Bezug auf das Verhältnis zu Crowdfunding wurde im Impact Assessment der Kommission allerdings nur (widersprüchlich) betont, dass der Begriff der Finanzdienstleistung sehr weit gefasst ist und nicht nur traditionelle Finanzprodukte umfasse;<sup>361</sup> indes würden ua die ECSP-VO dazu führen, dass die Fernabsatz-FinanzdienstleistungsRL weiter an Bedeutung gegenüber anderen Finanzprodukten verliere.<sup>362</sup> Die letztgenannte Bemerkung scheint vorstehende Ausführungen zu unterstützen. Es bleibt abzuwarten, ob im weiteren Gesetzgebungsverfahren noch klarere Regelungen getroffen werden.

(2) Offen bleibt die Zulässigkeit eines Widerrufs gemäß § 312g BGB, der unionsrechtlich durch die **VR-RL** vordeterminiert wird. Nach einer Ansicht dürfte der sachliche Anwendungsbereich zumindest bei der kreditbasierten Schwarmfinanzierung nicht eröffnet sein, weil es sich um eine reine Kapitalaufnahme und nicht um eine Dienstleistung handele.<sup>363</sup> Die besseren Argumente sprechen jedoch gegen eine solche Differenzierung.<sup>364</sup> Nichtsdestotrotz ist es auch hier nicht überzeugend, den Anlegern eine Widerrufsmöglichkeit einzuräumen. Das Widerrufsrecht bei Fernab-

---

359 Verstanden als die Obliegenheit, sich der bereitgestellten Informationen zu bedienen und somit bei abweichender Entscheidung etwaige Nachteile selbst zu tragen; vgl. Dornis ZfPW 2022, 310, 335 f.

360 2022/0147(COD).

361 SWD(2022) 141 final, 5 f., wonach die Richtlinie auch Verbraucher erfasst, die einen Kredit über eine Crowdfunding-Plattform aufnehmen. Vgl. aber zum persönlichen Anwendungsbereich der ECSP-VO oben Ziff. II. 2. b).

362 SWD(2022) 141 final, 11.

363 Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187.

364 Näher Rennig BKR 2022, 562, 566.



satzverträgen soll die spezifischen Gefahren „aus der Unsichtbarkeit des Vertragspartners und des Produkts“<sup>365</sup> ausgleichen; etwaige Informationsasymmetrien werden abgebaut, indem der Aspekt der „sinnlichen Wahrnehmbarkeit“ hergestellt wird.<sup>366</sup> Für Finanzprodukte ist dieser Aspekt offensichtlich nicht relevant, da es sich um „abstrakte Rechtsprodukte“ handelt, die ohnehin nicht „physisch erfahrbar“ sind – mithin entstehen hier allein durch den Abschluss des Vertrages im Fernabsatz, indem das Produkt nicht „untersucht“ oder „ausprobiert“ werden kann (vgl. ErwGr 37 VR-RL), keine spezifischen Nachteile.<sup>367</sup> Entsprechend konsequent enthält Art. 3 Abs. 3 lit. d VR-RL für „Finanzdienstleistungen“ eine umfassende Ausnahme.<sup>368</sup> Nach der Legaldefinition in Art. 2 Nr. 12 VR-RL ist darunter „jede Bankdienstleistung sowie jede Dienstleistung im Zusammenhang mit einer Kreditgewährung, Versicherung, Altersversorgung von Einzelpersonen, Geldanlage oder Zahlung“ zu verstehen. Mit Blick auf den weiten Wortlaut wie auch aus intra-instrumentaler Sicht<sup>369</sup> sprechen die besseren Argumente insofern dafür, jene von der ECSP-VO erfassten Schwarmfinanzierungen aus dem Anwendungsbereich der VR-RL auszuschneiden.<sup>370</sup>

Im **Ergebnis** besteht entgegen der hA **keine Parallelität** zwischen der vietägigen Bedenkzeit mit Widerrufsrecht gemäß Art. 22 ECSP-VO einer-

---

365 Martinek NJW 1998, 207; anknüpfend hieran D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 261.

366 Hacker, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 873 f.

367 D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 261.

368 So zB für Österreich Krejci in Rummel ABGB, 3. Auflage, § 5i KSchG (1.1.2002, rdb.at) Rn. 8.

369 Vgl. ErwGr 48 ECSP-VO, wonach die Kommission im Rahmen ihres Berichts nach Art. 45 Abs. 2 lit. x ECSP-VO bewerten sollte, „ob die Bedenkzeit im Interesse eines effizienteren Kapitalbeschaffungsverfahrens verkürzt werden sollte, jedoch ohne dadurch den Anlegerschutz zu beeinträchtigen.“

370 Davon ausgehend – und anders als beim „reward-based crowdfunding“ – auch Biemans ERPL 2020, 51, 63. Im Ergebnis wohl auch Wick VuR 2018, 49, 50, der festhält, dass „es sich beim pre-prurchase Crowdfunding, anders als beim Crowdfunding, nicht um eine Kreditgewährung oder Geldanlage des Unterstützers handeln [kann].“ AA vor Erlass der ECSP-VO D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 262 mit den Argumenten: die Seriosität des Vertragspartners könne schlechter abgeschätzt werden und der Anleger müsse vor Übereilung geschützt werden; anders als hier auch Möslein/Rennig in Möslein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 21 Rn. 50 bei Fn. 71 mit Verweis auf Wick. Von Wick (VuR 2018, 49, 55) wird allerdings noch betont, dass „der Kaufvertragsbegriff der Verbraucherrechterichtlinie insoweit teleologisch reduziert werden [sollte], dass Projektfinanzierungskäufe davon ausgenommen sind.“



seits und dem 14-tägigen nachvertraglichen Widerrufsrecht nach § 312g BGB andererseits.

##### 5. Anlagebasisinformationsblatt (Artt. 23f. ECSP-VO)

Wie schon an anderer Stelle erläutert,<sup>371</sup> ist die ECSP-VO dem **Informationsmodell**<sup>372</sup> verschrieben.<sup>373</sup> Ein signifikantes Ungleichgewicht bei der Informationsverteilung zum Nachteil des Anlegers wird nicht nur in Bezug auf den Projektträger und auf das Schwarmfinanzierungsinstrument identifiziert, sondern auch hinsichtlich des Plattformbetreibers und seiner Dienste (Fähigkeiten). Eine wesentliche Rolle beim **Abbau dieser anlegerseitigen Informationsasymmetrien** misst die ECSP-VO dem Anlagebasisinformationsblatt zu, das – je nach Ausgestaltung der Plattformdienste<sup>374</sup> – entweder vom Projektträger oder vom Plattformbetreiber zu erstellen ist. Funktional wird das Anlagebasisinformationsblatt mit einem Prospekt nach der ProspektVO und einem Informationsblatt nach dem VermAnlG oder dem WpPG verglichen, obgleich es sich hinsichtlich seines Umfangs und teils im Hinblick auf die Zielrichtung von den jeweiligen Dokumenten (deutlich) unterscheidet.

##### a) Anwendungsbereich

Das Anlagebasisinformationsblatt ist vom Projektträger oder vom Plattformbetreiber nur bei Eröffnung des Anwendungsbereichs der ECSP-VO zu erstellen.<sup>375</sup> Ist nur nationales Recht anwendbar, dann ist typischerweise<sup>376</sup> ein Wertpapier-Informationsblatt (§ 4 WpPG) oder ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (§ 13 VermAnlG) geschuldet. Dieses Nebeneinander verschiedener Informationsdokumente mit unterschiedlichem Umfang

---

371 Oben Ziff. V. (eingangs).

372 Im Überblick dazu in historischer und verhaltenstheoretischer Perspektive Hacker, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 395 ff.

373 Kritisch mit dem Argument des „information overload“ Will/Quarch WM 2018, 1481, 1489.

374 Dazu noch unten Ziff. V. 5. d).

375 Ausführlich oben Ziff. II. 2.

376 Etwas anderes gilt nur, wenn die Privilegierungstatbestände des jeweiligen Gesetzes nicht greifen; dann ist ein Verkaufsprospekt zu erstellen. Für Crowdfunding-Projekte ist dies freilich die Ausnahme.

und unterschiedlicher Gestaltung ist dem Anlegerschutz abträglich.<sup>377</sup> Folglich muss man sich zwangsläufig die Frage vorlegen, ob es den Dienstleistern erlaubt sein kann, anstelle der nationalen Standards stets die (höhere) Schutzstufe des unionalen Rechts zu wählen. Ohne hier etwaige Methodenargumente bemühen zu müssen, wird man gegen eine solche erweiterte Verwendung des unionalen Anlagebasisinformationsblatts schon die Gefahr der Irreführung anführen können: Es bestünde die Gefahr, dass der Anleger den falschen Eindruck bekommt, das betreffende Finanzierungsprojekt sei unter Beachtung des Kriterienkatalogs der ECSP-VO zustande gekommen, was zutreffen kann, indes nicht zutreffen muss. Um eine solche Fehlvorstellung zu vermeiden, wird man die Verwendung der Anlagebasisinformationsblätter iSd Artt. 23, 24 ECSP-VO nur zulassen können, wenn der Anwendungsbereich der Verordnung eröffnet ist.

b) Anlagebasisinformationsblatt des Projektträgers (Art. 23 ECSP-VO)

Beim gewöhnlichen Crowdfunding ist das Anlagebasisinformationsblatt vom Projektträger zu erstellen. Dabei unterliegt das Anlagebasisinformationsblatt des Projektträgers gemäß Art. 23 Abs. 14 S. 2 ECSP-VO **keiner Vorabgenehmigung durch die zuständige Aufsichtsbehörde**. Zweck dieser Entscheidung ist ua, die Finanzierungskosten des Projektträgers gering zu halten (vgl. ErwGr 54 ECSP-VO). Dafür findet eine Indienstnahme Privater<sup>378</sup> statt, indem manche der behördlichen Vorabprüfungsmaßnahmen ersatzweise auf den Plattformbetreiber verlagert werden.<sup>379</sup> Die zuständige Behörde kann immerhin die Vorabmitteilung des Dokuments mit einer Vorlaufzeit von sieben Tagen vor Bereitstellung an die potenziellen Anleger verlangen (vgl. Art. 23 Abs. 24 S. 1 ECSP-VO). Welche Konsequenzen diese Vorabmitteilung nach sich ziehen kann, bleibt offen. Jedenfalls anwendbar dürfte § 4 Abs. 1a FinDAG sein.

---

377 Kritisch wegen der Unübersichtlichkeit der „Informationsblätterlandschaft“ Aschenbeck/Drefke RdF 2019, 12, 16.

378 Grundlegend dazu Leyens, Informationsintermediäre des Kapitalmarkts, 2017, S. 205 ff.

379 Siehe sogleich Ziff. V. 5. b) aa) (2).

aa) Abgrenzung der Verantwortungsbereiche

Art. 23 ECSP-VO definiert verschiedene Zuständigkeitskreise: Der *Projektträger* hat gemäß Art. 23 Abs. 2 ECSP-VO ein Anlagebasisinformationsblatt nach Maßgabe der Absätze 6 und 7 in einer der Amtssprachen des Mitgliedstaates zu **erstellen** (zur Ratio ErwGr 51 S. 3 ECSP-VO), in dem die Zulassung gemäß Art. 12 ECSP-VO erteilt wurde. Darüber hinaus hat er die **Aktualität** der Angaben sicherzustellen (*arg. e contr.* Art. 23 Abs. 8 ECSP-VO). Das Anlagebasisinformationsblatt muss im Lichte des Art. 1 Abs. 2 DelVO 2022/2119<sup>380</sup> spätestens zur Veröffentlichung des Schwarmfinanzierungsangebots vorliegen, denn der Plattformbetreiber darf ohne abrufbares Informationsdokument – schon aus Anlegerschutzgründen – keine Projekte auf seiner Plattform bewerben. Wie von der Kommission festgestellt, kann ein Projektträger bei der Erstellung des Anlagebasisinformationsblatts die Unterstützung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters in Anspruch nehmen,<sup>381</sup> womit eine Abgrenzung der Verantwortungsbereiche (im Innenverhältnis) aber natürlich erschwert wird.

Das so erstellte Anlagebasisinformationsblatt wie auch alle anderen in Art. 23 ECSP-VO genannten Informationen werden vom *Schwarmfinanzierungsdienstleister* gemäß Absatz 1 und 2 der Norm dem potenziellen Anleger **zur Verfügung gestellt**. Dies bedeutet, dass es nicht genügt, es bei der Abrufbarkeit des Anlagebasisinformationsblatts auf der Webseite des Plattformbetreibers zu belassen, sondern dem *potenziellen* Anleger muss das Dokument aktiv – etwa per E-Mail – **übermittelt** werden.<sup>382</sup> Der **Zeitpunkt** der Übermittlung ist in Art. 23 ECSP-VO nicht geregelt, maßgeblich ist deshalb die allgemeine Regel des Art. 19 Abs. 4 ECSP-VO.<sup>383</sup> Zu wählen ist ein zweckmäßiger Zeitpunkt. Aus Praktikabilitätsgründen – und mit Blick auf die Bedeutung der vorvertraglichen Bedenkzeit – ist auf den Moment der Interessenbekundung abzustellen.<sup>384</sup> In diesem Sinn hat

---

380 Die Stoßrichtung von Art. 1 DelVO 2022/2119 ist insgesamt weiter, indem explizit auch Pflichten des Schwarmfinanzierungsdienstleisters formuliert werden, die in dieser Form allerdings von der Befugnisübertragung des Art. 23 Abs. 16 ECSP-VO inhaltlich nicht gedeckt sind.

381 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.9.

382 Vgl. schon oben bei Fn. 238.

383 Näher dazu Ziff. V. 1. c).

384 Siehe dazu oben Ziff. V. 4. b) aa), wo näher erläutert ist, dass die Erklärung des Anlageinteressenten als aufschiebende Bedingung iSd § 158 Abs. 1 BGB für das wirksame Zustandekommen des Vertrags mit dem Projektträger zu qualifizieren und er insoweit *potenzieller* Anleger ist.

auch die ESMA zuletzt klargestellt, dass ein Anlagebasisinformationsblatt einem potenziellen Anleger zumindest vor Angebotsbindung zur Verfügung zu stellen ist, damit er ein Angebot zu einem Crowdfunding-Projekt in voller Kenntnis der Sachlage bewerten kann.<sup>385</sup> Da der potenzielle Anleger diese Erklärung in der Regel erst abgeben kann, nachdem er sich auf der Plattform registriert hat, verfügt der Schwarmfinanzierungsdienstleister über die E-Mail-Adresse, um das Anlagebasisinformationsblatt zu versenden.

Der Schwarmfinanzierungsdienstleister kann darüber hinaus **weitere Informationen** (ErwGr 52 ECSP-VO) und insbesondere **Übersetzungen** des Anlagebasisinformationsblatts erstellen (Art. 23 Abs. 4 ECSP-VO), was relevant wird, wenn er vom potenziellen Anleger gemäß Art. 23 Abs. 13 UAbs. 1 ECSP-VO hierzu aufgefordert wird. Der Normtext schießt über das Ziel deutlich hinaus, wenn es heißt, die Übersetzung sei in eine „vom Anleger gewählte Sprache zu veranlassen“.<sup>386</sup> Dem Plattformbetreiber kann es nicht auferlegt sein, Übersetzungen in *allen* Weltsprachen und *unabhängig* von seinen Vertriebsaktivitäten anzubieten. Gemeint sein muss vielmehr eine Amtssprache der EU, und dies nur, sofern sich die Vertriebsaktivitäten des Schwarmfinanzierungsdienstleisters auf ein Land beziehen, in dem diese Sprache auch gesprochen, mithin Anleger tatsächlich auf diese Weise angeworben werden können. Dabei gilt nach Art. 23 Abs. 3 ECSP-VO zunächst einmal, dass wenn ein Land mehrere Amtssprachen anerkennt und dort Anleger geworben werden, wenigstens eine Amtssprache dieses Landes bedient werden muss (zB Belgien: mind. Niederländisch). Nach Art. 23 Abs. 13 ECSP-VO kann der Anleger sodann eine weitere Sprache verlangen (etwa neben Niederländisch auch Französisch). Da unionsweit die Anleger gleich zu behandeln sind, kann ein Anleger über diesen Absatz 13 eine Sprachfassung verlangen, die zwar nicht im eigenen, aber nach Art. 23 Abs. 3 ECSP-VO in einem anderen Land angeboten werden muss.<sup>387</sup>

Eine allgemeine **Übersetzungspflicht besteht nicht**. Vielmehr kann der Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäß Art. 23 Abs. 13 UAbs. 2 die angeforderte Übersetzung des Anlagebasisinformationsblatts verweigern, allerdings muss er dann dem potenziellen Anleger „unmissverständlich von der Anlage“ abraten. Kommt er dem Übersetzungsersuchen nach,

---

385 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.16.

386 Kritisch schon Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 204 f.

387 Ein Anleger aus Niederlande könnte demnach eine französische Fassung verlangen, wenn es Vertriebsaktivitäten in Belgien gibt.

so muss die Übersetzung die Originalfassung des Anlagebasisinformationsblatts „originalgetreu und korrekt wiedergeben“ (Art. 23 Abs. 13 S. 2 ECSP-VO).

Über diese Pflichten hinaus kann auf Ebene des Projektträgers als auch des Schwarmfinanzierungsdienstleisters – unter Beachtung der Voraussetzungen in Absatz 2 und 3 (dh Amtssprache oder Akzeptanz durch die zuständigen Behörden) – beschlossen werden, ein Anlagebasisinformationsblatt in **weiteren Sprachen** abzufassen.<sup>388</sup> Die von den zuständigen Behörden akzeptierten Sprachen werden auf der Webseite der ESMA publik gemacht (Art. 23 Abs. 5 ECSP-VO).<sup>389</sup>

### (1) Aktualisierungspflicht

Der *Projektträger* hat für **aktuelle Anlagebasisinformationsblätter** während der Laufzeit des Anlageangebots zu sorgen.<sup>390</sup> Aktualisierungen werden nur bei **wesentlichen Veränderungen** notwendig. Dies folgt mittelbar aus Art. 23 Abs. 8 S. 2 und 12 ECSP-VO sowie aus dem Umstand, dass der Anleger vor unnützen Informationen zu verschonen ist, da er andernfalls überfordert sein könnte und relevante Angaben in der Masse der Informationen untergehen würden.

Im Sinne seiner Gatekeeperfunktion hat der *Plattformbetreiber* daneben gemäß Art. 23 Abs. 8 ECSP-VO auf die Aktualisierung des Anlagebasisinformationsblatts hinzuwirken. Er hat daher den Projektträger aufzufordern, jede Änderung der wichtigen Informationen, die das Anlagebasisinformationsblatt enthält, während der Laufzeit des Anlageangebots mitzuteilen und entsprechend ein aktualisiertes Dokument zu übermitteln. Als Informationsintermediär ist der Schwarmfinanzierungsdienstleister sodann verpflichtet, die Anleger über relevante Änderungen zu informieren (Art. 23 Abs. 8 S. 2 ECSP-VO). Inwieweit Art. 23 Abs. 8 ECSP-VO praktisch eine Rolle spielen wird, ist fraglich, denn der Schwarmfinanzierungsdienstleister wird ohne Informationen aus der Sphäre des Projektträgers selten Umstände kennen, die ihn veranlassen, eine Aktualisierung der Dokumente aktiv einzufordern.<sup>391</sup> Sofern das Gesetz angesichts dessen meint,

---

388 Dazu auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.6.

389 Siehe Tabelle 2, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305\\_crowdfunding\\_tables.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf).

390 Kritisch Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 205: erhebliche Belastung.

391 Ähnlich Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 205 mit der Einschränkung, dies könne bei umfangreichen vertraglichen Auskunftsrechten und Mitteilungs-

die Plattform müsse erhaltene aktualisierte Informationen weiterleiten, ist dies eine Selbstverständlichkeit.

Eine echte Schutzwirkung hat die Aktualisierungspflicht nur für neue Anleger, die noch keine Investitionsbekundung abgegeben haben und selbstverständlich ein richtiges Bild vom Angebot gewinnen müssen. Die bereits investierten Anleger haben hingegen in der Regel keinen Mehrwert von der Aktualisierung, da sie an ihre Investition gebunden sind. Anders sähe es nur aus, wenn sie aus Anlass der Neuinformation die Investition abstoßen könnten. Im Crowdfunding fehlt es aber in der Gestaltung durch die ECSP-VO regelmäßig am liquiden Sekundärmarkt und das Forum gemäß Art. 25 ECSP-VO bietet nur überschaubare Möglichkeiten, die Anlage aus Anlass der neuen Informationen loszuwerden.<sup>392</sup> Die Aktualisierung des Anlagebasisinformationsblattes ist erst von Bedeutung, wenn aus den Neuangaben folgt, dass die bisherigen Angaben iSd § 32c WpHG falsch waren. Dann kommt ein Schadensersatzanspruch des Anlegers in Betracht, der gemäß § 249 BGB auch auf Vertragsaufhebung gerichtet sein kann. Darüber hinaus sind auch die allgemeinen Regeln der §§ 123, 138 und 826 BGB anwendbar.

## (2) Vollständigkeit, Richtigkeit, Korrektur

Gemäß Art. 23 Abs. 11 und 12 ECSP-VO hat der *Schwarmfinanzierungsdienstleister* auf die Vollständigkeit, Richtigkeit und Klarheit der Angaben im Dokument des Projektträgers zu achten (**Kohärenzprüfung**). Er übernimmt damit zum einen eine für die Aufsicht typische Aufgabe;<sup>393</sup> zum anderen ist es zivilrechtlich kein Novum, dass der Vermittler die von ihm weitergereichten Informationen und Dokumente jedenfalls auf Plausibilität zu überprüfen hat.<sup>394</sup> Die ECSP-VO verlangt vom Plattformbetreiber nun aber mehr als bloße Plausibilisierung: Sollte der Schwarmfinanzierungsdienstleister nämlich eine Auslassung, einen Fehler oder auch nur eine Ungenauigkeit (!) im Anlagebasisinformationsblatt feststellen, und sind „wesentliche Auswirkungen auf die erwartete Kapitalrendite“ aufgrund dieses Mangels zu erwarten, so hat er den Projektträger aufzufordern, das Anlagebasisinformationsblatt zu vervollständigen oder zu korrigieren (Art. 23 Abs. 12 ECSP-VO).

---

pfllichten anders sein – vorausgesetzt, der Projektträger hält sich an diese Vertragspflichten.

392 Näher dazu unten Ziff. V. 6.

393 Kritisch Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 205 f., da durch diese Verlagerung der Aufgaben auf einen Privaten nicht mehr die europaweit einheitliche Handhabung sichergestellt ist.

394 Uffmann JZ 2016, 928, 933.

Sprachlich ist der Tatbestand in verschiedener Hinsicht schief. Eine bloße „Ungenauigkeit“, die „wesentliche Auswirkungen“ hat, ist denklogisch nicht möglich. Zudem haben Mängel im Anlagebasisinformationsblatt selten Auswirkungen „auf die erwartete Kapitalrendite“. Bei einem Annuitätendarlehen könnte der Mangel nur bedeuten, dass der Anleger einen risikoinadäquaten Zinssatz in Kauf genommen hat. Es müsste schon ein liquider Sekundärmarkthandel existieren, um annehmen zu können, eine Fehlerhaftigkeit des Anlagebasisinformationsblatts werde sich auf die „Kapitalrendite“ – genau genommen: auf den Verkaufspreis – auswirken. Bei übertragbaren Wertpapieren ist ein solcher Sekundärmarkt denkbar, jedoch bisher nicht Realität, und von der ECSP-VO wird die Entstehung eines solchen Sekundärmarkts gezielt gehemmt.<sup>395</sup>

Die Verordnung bestimmt im Detail, wie das Verfahren des Art. 23 Abs. 12 ECSP-VO ausgestaltet sein muss: Der Schwarmfinanzierungsdienstleister setzt dem Projektträger eine **Korrekturfrist**, die höchstens 30 Kalendertage betragen darf, und zudem **setzt** er das Schwarmfinanzierungsangebot in dieser Zeit **aus** (UAbs. 2). Er informiert die (potenziellen) Anleger über die festgestellten Unregelmäßigkeiten, erläutert, welche Maßnahmen ergriffen wurden oder werden und informiert darüber, dass das Anlageangebot oder die Interessensbekundung widerrufen werden kann (UAbs. 3).<sup>396</sup> Ist dem Mangel innerhalb der gesetzten Frist nicht abgeholfen worden, so ist das Schwarmfinanzierungsangebot zu **annullieren** (UAbs. 4).

Um seinen Pflichten gebührend nachkommen zu können, hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister nach Art. 23 Abs. 11 ECSP-VO die **organisatorische Pflicht**, angemessene Verfahren einzurichten und anzuwenden. Vereinfacht gesagt: Der Schwarmfinanzierungsdienstleister muss organisatorisch und personell geeignet aufgestellt sein, um die Anlagebasisinformationsblätter einer Prüfung unterziehen zu können. **Aus zeitlicher Sicht** besteht die Überprüfungspflicht im Grundsatz *vor der Veröffentlichung* des Anlagebasisinformationsblatts auf der Plattform. Die Pflicht des Art. 23 Abs. 11 ECSP-VO ist allerdings eine dauernde. Es kann folglich ein Schwarmfinanzierungsdienstleister uU verpflichtet sein, eine weitere Überprüfung nach Veröffentlichung und während eines noch laufenden

---

395 Dazu unten Ziff. V. 6. a).

396 Durch die Brille des deutschen Zivilrechts gesehen ist die Klarstellung über die „Widerrufbarkeit“ der Interessensbekundung verwunderlich, da es einer solchen Bekundung am Rechtsbindungswillen fehlt, mithin eine Bindung an eine Willenserklärung iSd § 145 BGB gar nicht eintreten kann.

Angebots vorzunehmen. Dies ist dann der Fall, wenn neue Informationen ans Licht kommen, die hinreichend Grund zu der Annahme geben, dass das Dokument unvollständig, falsch oder unklar sein könnte.<sup>397</sup>

#### bb) Gestaltung, Aufmachung und Bereitstellung

Das Anlagebasisinformationsblatt darf einen Umfang von maximal **sechs DIN A4-Seiten** aufweisen.<sup>398</sup> Es ist damit deutlich länger als die Vermögensanlagen-Informationsblätter gemäß § 13 VermAnlG oder die Wertpapier-Informationsblätter nach § 4 WpPG. Dies ist im Schrifttum nicht ohne Kritik geblieben.<sup>399</sup> Eingewandt wurde hierbei, dass im Gesetzestext schon die Zusammenfassung der gemäß Anhang I ECSP-VO notwendigen Informationen drei Seiten umfasst und die gemäß Art. 23 Abs. 6 lit. b und c ECSP-VO obligatorischen Disclaimer und Risikowarnungen sowie die Erklärungen nach Art. 23 Abs. 9 S. 2 ECSP-VO<sup>400</sup> hinzukommen, weshalb es praktisch kaum umsetzbar erscheine, die Vorgabe von sechs Seiten in einem leserfreundlichen Druckbild umzusetzen. Davon scheint in gewissem Umfang auch das Gesetz auszugehen, weshalb es nach Art. 23 Abs. 7 S. 3 ECSP-VO zulässig ist, in bestimmten Fällen **Anlagen** zu verwenden. Im Übrigen wird dem Projektträger die Bürde abgenommen, eine eigene Gestaltungslösung zu finden, indem er sich an das **Muster** gemäß Art. 1 Abs. 1 DelVO 2022/2119 zu halten hat (siehe Annex zu DelVO 2022/2119). **Drucktechnische Hervorhebungen** sind zu verwenden, haben sie doch den Zweck, den (flüchtigen) Leser auf wesentliche Informationspunkte gezielt aufmerksam zu machen. Relevant ist dies vor allem für den vorgeschriebenen Risikohinweis, der aus der Masse der Informationen klar hervorstechen sollte. Es gilt insoweit das **Prinzip der leserfreundlichen Gestaltung** gemäß Art. 2 Abs. 1 DelVO 2022/2119. Untersagt wird deswegen „Kleingedrucktes“, so dass das Anlagebasisinformationsblatt keine Fußnoten enthalten darf (vgl. Art. 23 Abs. 7 S. 1 ECSP-VO). Dem Leser soll auf diese Weise vor Augen gehalten werden, dass alle Informationen gleichwertig und gleichermaßen relevant sind. Der Alltagssprache ist ge-

---

397 Vgl. ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.9

398 Das Gesetz bezieht sich in Art. 23 Abs. 7 S. 2 ECSP-VO auf die „gedruckte Form“, obgleich es sich im Ergebnis um ein elektronisches Dokument handeln wird; siehe dazu sogleich.

399 Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 203; kritisch iE auch BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 34.

400 Dazu noch einmal unten Ziff. V. 5. e) aa).



genüber technischen Termini der Vorzug zu geben.<sup>401</sup> **Hyperlinks** werden gemäß Art. 5 DelVO 2022/2119 explizit zugelassen und eingefordert.

Für die Information in Form des Anlagebasisinformationsblatts ist ein **dauerhafter Datenträger** iSd Art. 2 Abs. 1 lit. p ECSP-VO-VO zu verwenden. Ein solcher Datenträger zeichnet sich dadurch aus, dass die enthaltenen Informationen angesichts der Informationszwecke eine angemessene Dauer eingesehen und unverändert (!) wiedergegeben werden können. Aus dem Wertpapierrecht ist die Papierform das insoweit vertraute Medium, wie Art. 3 Abs. 1 DelVO 2017/565 deutlich macht. Im Zusammenhang mit Schwarmfinanzierungsdienstleistungen ist aber zu berücksichtigen, dass alle Geschäfte zwangsläufig über das Internet laufen, weil dies ein Wesensaspekt der Dienste ist (vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. d ECSP-VO). Deswegen wird man die Bereitstellung von Informationen auf elektronischem Wege – vornehmlich **per Datei in einer E-Mail** – als Regelfall ansehen müssen. Dies gilt schon angesichts der aus Art. 5 DelVO 2022/2119 folgenden Pflicht, Hyperlinks im Anlagebasisinformationsblatt zu verwenden, womit zugleich Papierdokumente ausgeschieden werden.

#### cc) Inhaltliche Anforderungen

In Art. 23 Abs. 6 lit. a iVm Anhang I ECSP-VO wird inhaltlich detailliert geregelt, welche **Mindestinformationen** das Anlagebasisinformationsblatt enthalten muss. Die Informationen müssen – wie es die allgemeine Regel ist – gemäß Art. 23 Abs. 7 ECSP-VO „fair, klar und nicht irreführend“ sein. Das Anlagebasisinformationsblatt dient den Interessen des Anlegers, nicht den betriebswirtschaftlichen Interessen des Projektträgers; es muss demnach klar von Marketingmitteilungen abgrenzbar sein, obgleich zu konstatieren ist, dass manche der geschuldeten Informationen zugleich auch als Marketinginstrument fungieren können.<sup>402</sup>

Die verschiedenen inhaltlichen Anforderungen, die das Anlagebasisinformationsblatt betreffen, können hier im Detail nicht nachgezeichnet werden.<sup>403</sup> Zu berücksichtigen ist jedenfalls, dass nicht alle Abschnitte des Anhangs I ECSP-VO für jedes Schwarmfinanzierungsangebot maßgeblich

---

401 Vgl. Art. 2 Abs. 2 DelVO 2022/2119 mit weiteren Vorgaben in Art. 4.

402 Dies betrifft etwa die wirtschaftlichen und bilanziellen Informationen über den Projektträger gemäß Teil A des Anhangs I ECSP-VO.

403 Für einen Überblick BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 36.

sind, da sich manche Informationen nur auf bestimmte Angebote beziehen (siehe etwa Teil D: zu übertragbaren Wertpapieren und ähnlichen Instrumenten). Herausgegriffen seien deswegen nur zwei Eckpfeiler, die für alle Schwarmfinanzierungsangebote nach Art. 23 Abs. 6 lit. b und c ECSP-VO gelten und erläuterungsbedürftig erscheinen.

#### (1) Gesetzlich vorgeschriebener Disclaimer

In das Anlagebasisinformationsblatt ist gemäß Art. 23 Abs. 6 lit. b ECSP-VO ein als „**Haftungsausschluss**“ bezeichneter Abschnitt unmittelbar unter dem Titel des Dokuments aufzunehmen, der treffender als Disclaimer zu bezeichnen ist und zwei Informationen enthält: (i) das Informationsblatt sei durch die zuständige nationale Behörde oder durch die ESMA nicht geprüft oder genehmigt worden und (ii) eine Prüfung der „Angemessenheit“ der Erfahrungen und des Wissens habe, bevor Zugang zur jeweiligen Anlage gewährt wurde, „nicht zwangsläufig“ stattgefunden; deswegen habe der Anleger „alle damit verbundenen Risiken, einschließlich des Risikos eines teilweisen oder vollständigen Verlusts des angelegten Geldes“ selbst zu tragen. Diese Informationen sind gleich mehrfach irreführend:

Der nicht kundige Anleger wird nicht verstehen, weshalb nach Maßgabe des Art. 21 ECSP-VO eine Kenntnissprüfung und eine Simulation über die Verlusttragungsfähigkeit stattgefunden hat, gleichwohl aber der Haftungsausschluss davon spricht, es habe eine Bewertung der Erfahrungen und des Wissens nicht zwangsläufig stattgefunden. Einem durchschnittlichen Anleger müsste sich hier erschließen, dass die Kenntnissprüfung durch die Plattform vorgenommen wurde, während der Projektträger nicht die Verantwortung dafür übernehmen will, dass die Plattform dieser *gesetzlichen* Pflicht nachgekommen ist. Ob der durchschnittliche, in den Worten der ECSP-VO „nicht kundige Anleger“ diese Feinheit erkennen können wird, darf bezweifelt werden. Nur kundige Anleger dürften die Unterschiede nachvollziehen können, diese sind indes auf den Disclaimer gar nicht angewiesen.

Weiterhin wird sich dem Anleger nicht erschließen, weshalb man ihm mitteilt, er habe alle Risiken der Anlage vollständig selbst zu tragen, obwohl die Verordnung eine zivilrechtliche Haftung bei fehlerhafter oder unvollständiger Anlegerinformation vorsieht (Art. 23 Abs. 9 f. ECSP-VO). Darüber hinaus kann die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung nach §§ 280 Abs. 1, 311 BGB für sonstige Informationsdokumente und andere

flüchtige Inhalte auf der Plattform eine Rolle spielen.<sup>404</sup> Auch hier müsste sich dem durchschnittlichen Anleger die Personenverschiedenheit und Verantwortungstrennung zwischen Plattform und Projektträger erschließen und er müsste erkennen, dass die Prospekthaftung iW S nach der ECSP-VO von dieser Risikozuweisung nicht erfasst ist. Da der gesetzlich vorgeschriebene Disclaimer generisch mit „Haftungsausschluss“ zu überschreiben ist, werden dem durchschnittlichen Anleger die dargestellten „Finessen“ der Gesetzgebung kaum ersichtlich sein.

## (2) Gesetzlich vorgeschriebene Risikowarnung

In das Anlagebasisinformationsblatt ist gemäß Art. 23 Abs. 6 lit. c ECSP-VO weiterhin eine – textlich bedauernswert lange<sup>405</sup> – **Risikowarnung** aufzunehmen,<sup>406</sup> die verschiedene Angaben enthält: das Fehlen eines Einlagensicherungs- oder Anlegerentschädigungssystems<sup>407</sup> oder einer Renditesicherheit, die Ungeeignetheit als Sparprodukt sowie etwaige Schwierigkeiten, die Anlage auf einem Sekundärmarkt (ohne Verluste) verkaufen zu können. Auch dieser Abschnitt ist mit dem Klarheitserfordernis des Art. 23 Abs. 7 ECSP-VO teils schwerlich vereinbar, denn beispielsweise lässt der konkrete Risikohinweis unberücksichtigt, dass es Plattformen gibt, die – jedenfalls in einem gewissen Umfang – den Anlegern über einen Notfallfonds oder über andere Gestaltungen eine Garantie stellen, um Anlegerverluste so weit wie möglich zu verhindern. Für den durchschnittlichen Anleger sind die Unterschiede zwischen gesetzlichem Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungssystem auf der einen und etwaigen plattformseitigen Notfallfonds oder Ausfallgarantien auf der anderen Seite nicht unbedingt einfach unterscheidbar. Daher wäre es aufseiten der Informationsblattersteller ratsam, einen entsprechenden Erläuterungshinweis aufzunehmen, sofern feststeht, dass die Plattform, die für den Vertrieb genutzt wird, entsprechende Sicherheiten stellen wird. Dieser Hinweis darf allerdings gemäß Art. 23 Abs. 7 S. 1 ECSP-VO nicht in einer Fußnote untergebracht sein.

---

404 Ausführlich dazu Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 283 ff.; näher dazu auch sogleich Ziff. V. 5. f) dd).

405 Siehe Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 207.

406 Zur verhaltensökonomischen Bedeutung des Warnhinweises Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 207 mwN.

407 Darüber hat gemäß Art. 19 Abs. 2 ECSP-VO auch der Schwarmfinanzierungsdienstleister nochmals zu informieren.

Wie von Art. 6 DelVO 2022/2119 klargestellt wird, dürfen die Risikoerläuterungen im Anlagebasisinformationsblatt nicht allgemeiner Natur sein, sondern sie haben sich konkret auf das jeweilige Schwarmfinanzierungsangebot und den damit verbundenen Risiken zu beziehen. Dies unterstreicht auch Anhang I Teil C der ECSP-VO. In einem gewissen Widerspruch dazu steht der allgemeine, abstrakte Risikohinweis des Art. 23 Abs. 6 lit. c ECSP-VO. Dieses Nebeneinander von abstrakten und konkreten Warnhinweisen ist aus Anlegersicht eher verwirrend. Da zudem die konkreten Risikoerläuterungen relativ detailliert ausfallen, wäre es vorzuzugswürdig und ausreichend gewesen, sich in der Risikowarnung mit dem allgemeinen Hinweis auf die Gefahr des Totalverlustes zu begnügen.<sup>408</sup>

c) Anlagebasisinformationsblatt auf Ebene der Plattform (Art. 24 ECSP-VO)

Bietet ein Schwarmfinanzierungsdienstleister eine „individuelle Verwaltung des Kreditportfolios“<sup>409</sup> an, so hat er nach Maßgabe des Art. 24 ECSP-VO ein eigenes Anlagebasisinformationsblatt zu erstellen.<sup>410</sup> Gegenstand der im Anlagebasisinformationsblatt bereitgestellten Informationen ist nicht allein das Anlageobjekt, sondern in weiten Teilen die *Dienstleistung* des Plattformbetreibers.

Das Anlagebasisinformationsblatt muss den allgemeinen Grundsätzen entsprechend „fair, klar und nicht irreführend“ sein und darf keine Fußnoten enthalten; der Umfang ist wiederum auf sechs Seiten im DIN A4-Format begrenzt (Art. 24 Abs. 3 ECSP-VO).

---

408 Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 207 mit § 12 Abs. 2 VermAnlG als Vorbild.

409 Zum Begriff oben Ziff. IV. 4.

410 Die vom Gesetz gewählte Formulierung „auf Ebene der Plattform“ ist wenig geglückt, weil sie dem unbefangenen Leser eine – tatsächlich nicht existente – Personenverschiedenheit suggeriert: Da gemäß Art. 4 Abs. 1 lit. e ECSP-VO ein Schwarmfinanzierungsdienstleister iSv lit. a der Vorschrift Schwarmfinanzierungsdienstleistungen „mithilfe einer Schwarmfinanzierungsplattform“ (lit. d) erbringt, ist dieser Dienstleister schlichtweg der Plattformbetreiber. Art. 24 ECSP-VO sagt somit lediglich aus, dass der Plattformbetreiber hinsichtlich seiner Schwarmfinanzierungsdienstleistungen ein Anlagebasisinformationsblatt zu erstellen hat.

aa) Inhaltliche Anforderungen und Ausgestaltung

Die **inhaltlichen Mindestanforderungen** folgen aus Art. 24 Abs. 1 iVm Anhang I Teile H und I der ECSP-VO. Gegenstand der Informationspflicht sind vor allem die Kosten der Verwaltung, verfügbare Informationskanäle und Rechtsmittel (Teil H) sowie verschiedene Angaben über die Portfolioverwaltung, die es dem Anleger erlauben, neben der Kenntnis über die mit der Verwaltung verbundenen Risiken auch einen qualitativen Eindruck über die Dienstleistung zu erlangen (Teil I). Diese Informationen umfassen ua:

- Mindest- und Höchstzinssatz sowie Mindest- und Höchstlaufzeit der Kredite (lit. b und c);
- Bandbreite und Verteilung der Risikokategorien (lit. d);
- Informationen über die interne Methode hinsichtlich der Kreditrisikobewertung und der Auswahl der Schwarmfinanzierungsprojekte sowie der Risikodiversifizierungsstrategien (lit. e, g und j);
- jährliche Zielrenditen und geltende Kapitalgarantien (lit. f und h).

Die Besonderheit dieser Auswahl über die geschuldeten Informationen besteht darin, dass es jeweils um Angaben geht, die von Schwarmfinanzierungsdienstleister aus Werbezwecken typischerweise auch zum Gegenstand von Marketingmitteilungen gemacht werden (können). Das Anlagebasisinformationsblatt muss sich allerdings deutlich von solchen Werbemitteilungen unterscheiden. Aus Dienstleistersicht besteht ein nachvollziehbares Interesse, Werbemitteilungen möglichst positiv zu gestalten. Da die Angaben im Anlagebasisinformationsblatt nicht irreführend sein dürfen, sind etwaige Beschönigungen zu unterlassen. Dies hat zwangsläufig zur Folge, dass auch gleichlautende Informationen in den Marketingmitteilungen nicht beschönigt sein dürfen, da ein Informationswiderspruch zu vermeiden ist und gemäß Art. 27 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO auch diese Mitteilungen „redlich, eindeutig und nicht irreführend“ sein müssen.

Teil der inhaltlichen Mindestanforderungen ist die gemäß Art. 24 Abs. 1 lit. c ECSP-VO obligatorische **Vollständigkeits- und Verantwortungserklärung**,<sup>411</sup> welche dem Anleger noch einmal vor Augen führt, dass sich bei der konkreten Investition für die bereitgestellten Informationen der Schwarmfinanzierungsdienstleister verantwortlich zeichnet. Über diesen

---

411 Der Text lautet: „Der Schwarmfinanzierungsdienstleister erklärt, dass seines Wissens keine Informationen ausgelassen wurden oder sachlich irreführend oder unrichtig sind. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister ist für die Ausarbeitung dieses Anlagebasisinformationsblatts verantwortlich.“

Aspekt hinaus kann die Erklärung einen praktisch relevanten haftungsrechtlichen Bedeutungsgehalt haben.<sup>412</sup>

Insgesamt sind die Anforderungen des Art. 24 ECSP-VO im Vergleich zu jenen, die für den Projektträger gelten, knapper gehalten. Allerdings darf dies nicht zu der Annahme verleiten, für den Plattformbetreiber gelte ein niedrigerer Standard. So sind beispielsweise die **Übersetzungsregeln** in Art. 23 Abs. 4 ECSP-VO<sup>413</sup> sinngemäß auf das Anlagebasisinformationsblatt des Plattformbetreibers anzuwenden.<sup>414</sup>

## bb) Aktualisierung

Wie es im Grundsatz vom Anlagebasisinformationsblatt des Projektträgers bekannt ist, unterliegt auch der Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäß Art. 24 Abs. 2 ECSP-VO einer **Aktualisierungspflicht**. Der Normtext ist allerdings unglücklich formuliert, da die Pflicht in Satz 1 der Vorschrift statuiert wird „während *der* Laufzeit *des* Schwarmfinanzierungsangebots“<sup>415</sup>. Die individuelle Verwaltung des Kreditportfolios, auf die sich Art. 24 ECSP-VO insgesamt bezieht, ist aber eine *Dienstleistung* des Plattformbetreibers, so dass es sinnvoller gewesen wäre, hieran anzuknüpfen und nicht am Schwarmfinanzierungsangebot. Gemäß Art. 4 Abs. 1 lit. f ECSP-VO ist nämlich der Begriff des Schwarmfinanzierungsangebots definiert als die „Mitteilung“ des Schwarmfinanzierungsdienstleisters, die ausreichend Informationen über ein Finanzierungsprojekt enthält, um den Anleger in die Lage zu versetzen, sich für eine Investition in das (konkrete) Projekt zu entscheiden. Bei der individuellen Portfolioverwaltung durch den Schwarmfinanzierungsdienstleister setzt sich der Anleger jedoch typischerweise nur in einem sehr begrenzten Umfang mit den einzelnen Angeboten auseinander. Er vereinbart mit dem Plattformbetreiber die Rahmenbedingungen der Verwaltung in Form der Anlagerichtlinien und beschäftigt sich im Übrigen nicht im Detail mit den einzelnen Projekten.

Um Art. 24 Abs. 2 ECSP-VO geeignet auslegen zu können, bietet es sich an, sich die individuelle Verwaltung des Kreditportfolios auf einem Zeitstrahl vorzustellen. Hat der Anleger noch nicht investiert und maximal ein Anlageangebot unterbreitet, dann ist es selbstverständlich, dass ihm in die-

---

412 Siehe näher dazu Ziff. V. 5. f) aa) (2).

413 Dazu oben Ziff. V. 5. b) aa).

414 Beiläufig ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.5: „mutadis mutandis“.

415 Typographische Hervorhebungen von den Verfassern.

sem Augenblick ein aktuelles Anlagebasisinformationsblatt zur Verfügung zu stellen ist; das macht – sprachlich etwas umständlich – Art. 24 Abs. 2 S. 2 ECSP-VO deutlich. Hat eine Investition bereits stattgefunden, geht es also um eine laufende Verwaltung, dann sind wesentliche Änderungen hinsichtlich der Informationen, die im Anlagebasisinformationsblatt enthalten sind, *während der gesamten Verwaltung* mitzuteilen. Die Laufzeit der einzelnen *Projekte* ist hierbei *mittelbar* von Bedeutung – etwa in dem Fall, dass ein bestimmtes Finanzierungsprojekt einer spezifischen Risikokategorie ausläuft, ein vergleichbares Projekt nicht mehr verfügbar ist und sich dadurch die Risikostruktur des Gesamtportfolios verändert.

cc) Korrekturen

Gemäß Art. 24 Abs. 7 ECSP-VO hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister festgestellte Mängel im Anlagebasisinformationsblatt zu beseitigen. Im Normtext heißt es umständlich, der Schwarmfinanzierungsdienstleister müsse einen Fehler im Anlagebasisinformationsblatt „selbst beheben“, wenn er einen solchen „auf Ebene der Plattform“ feststellt. Gemeint ist schlicht: Stellt der Dienstleister fest, dass *seine* plattform- und dienstleistungsbezogenen Angaben fehlerhaft oder unvollständig sind, so muss er diesen selbst verursachten Mangel – selbstredend – auch selbst beseitigen.

d) Verhältnis der Pflichten aus Art. 23 und Art. 24 ECSP-VO

Wie das Verhältnis der beiden Anlagebasisinformationsblätter zueinander ist, bleibt von der Verordnung unbestimmt. Sinnvoll erscheint **folgende Abgrenzung**: Ein Anlageinformationsblatt ist *nur* auf Ebene der Plattform notwendig, Verpflichteter ist also allein der Plattformbetreiber, wenn ein algorithmisches Investitionssystem die Kapitalallokation vornimmt (**Auto-Invest**). Das Gesetz knüpft hier an die individuelle Verwaltung der Anlegergelder über ein algorithmisches Auto-Invest-System an. Algorithmisch bedeutet, dass der Anleger vorab festlegt, welchen Anlagebetrag mit welchem Risikoprofil und welcher Laufzeit er anzulegen bereit ist, und die Systeme der Plattform verteilen dann nach diesen und anderen Parametern den Anlagebetrag automatisiert auf verschiedene Projektträger. Das Informationsblatt des Projektträgers ist in dieser Situation offensichtlich überflüssig, denn der Anleger beschäftigt sich gar nicht mit den einzelnen Projekten, die finanziert werden, sondern er beschäftigt sich nur mit

den Parametern, die für die automatisierte Kapitalverteilung relevant sind. Für den Anleger ist im Moment der Investitionsentscheidung nicht ausreichend ersichtlich, welche Projekte gefördert werden; insbesondere bei der Einrichtung von Sparplänen wird er nicht bestimmen können, in welche Projekte sein Geld am Ende fließen wird. Entsprechend müssen Informationsasymmetrien bloß hinsichtlich des Auto-Invest-Systems, welches vom Plattformbetreiber eingesetzt wird, abgebaut werden, nicht hingegen auch hinsichtlich der Projekte selbst. Deswegen sieht Art. 24 ECSP-VO konsequenterweise bei der Verwaltung von Krediten mittels Auto-Invest-Algorithmen einen anderen notwendigen Inhalt des Anlagebasisinformationsblattes „auf Ebene der Plattform“ vor als für das Dokument, das der Projektträger für sein Projekt ausgibt.

Sofern der Dienstleister hinsichtlich bestimmter Projekte eine diskretionäre Direktinvestition des Anlegers anbietet, die im Übrigen auch per Auto-Invest zugänglich sind, sind selbstverständlich zwei Anlagebasisinformationsblätter zu erstellen und **es obliegt dem Plattformbetreiber zu bestimmen**, welches Dokument dem (potenziellen) Anleger mit Blick auf die konkrete Anlageform zur Verfügung zu stellen ist.

Bei erstem Hinsehen unklar ist, ob der Plattformbetreiber hinsichtlich des Anlagebasisinformationsblatts des Projektträgers als „**Prospektverantwortlicher**“ mithaftender Adressat sein kann. Vor Inkrafttreten der ECSP-VO wurden dahingehende Überlegungen ua mit den Argumenten befürwortet, der Plattformbetreiber habe einen wesentlichen Einfluss bei der Initiierung des Schwarmfinanzierungsangebots, der Ausgestaltung der Anlage sowie der Aufarbeitung und Gestaltung der Unternehmensinformationen.<sup>416</sup> Eine Verantwortungszuweisung zulasten des Plattformbetreibers wäre vor dem Hintergrund, dass Art. 23 Abs. 9 S. 1 ECSP-VO verlangt, es müsse „zumindest der Projektträger“ für das nach Art. 23 Abs. 2 ECSP-VO geschuldete Anlagebasisinformationsblatt haften, mit der soeben skizzierten Argumentation theoretisch (weiterhin) möglich. Allerdings hat dies eine Vorbedingung: Der Mitgliedstaat muss von der Option des Art. 23 Abs. 9 S. 1 ECSP-VO auch tatsächlich Gebrauch gemacht und den Plattformbetreiber in die Verantwortung genommen haben, um eine solche Verantwortungserstreckung gesetzlich stützen zu können. Dies ist in den §§ 32c, 32d WpHG nicht geschehen. Damit gehen automatisch auch Auswirkungen auf die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung einher.<sup>417</sup>

---

416 Uffmann JZ 2016, 928, 935; siehe im Übrigen Danwerth ZBB 2016, 20, 34; Nietsch/Eberle DB 2014, 1788, 1795.

417 Dazu unten Ziff. V. 5. f) dd).



Ungeregt ist, wie sich die Pflicht des Plattformbetreibers, seiner Rolle als Gatekeeper gemäß **Art. 23 Abs. 12 ECSP-VO** gerecht zu werden, auf die Verteilung der Haftungsverantwortung auswirkt. Eine Prospekthaftung iW.S. des Schwarmfinanzierungsdienstleisters neben der Haftung des Projektträgers – etwa wegen Verletzung der Pflichten aus Art. 23 Abs. 12 ECSP-VO – scheidet nach Ansicht von *Buck-Heeb* aus, weil der Plattformbetreiber mit den betreffenden Handlungen kein persönliches Vertrauen des Anlegers in Anspruch nehme, sondern allein aufsichtsrechtliche Pflichten erfülle.<sup>418</sup> Diese Ansicht bedeutet in der Konsequenz, dass im Außenverhältnis zum Anleger allein der Projektträger für etwaige Falschinformationen verantwortlich bleibt, selbst wenn es der Plattformbetreiber versäumt hat, diese zu identifizieren und für Abhilfe gemäß Art. 23 Abs. 12 ECSP-VO zu sorgen. Mit Blick auf den vertraglichen Pflichtenkatalog des Plattformnutzungsvertrags kann man hieran indes zweifeln.<sup>419</sup> – Die **Binnenhaftung** zwischen Projektträger und Plattformbetreiber richtet sich jedenfalls nach allgemeinen vertragsrechtlichen Grundsätzen. Da der Fehler des Projektträgers typischerweise überwiegen wird – es geht hierbei schließlich um die Wahrnehmung eigener Pflichten –, wird ein Ersatzanspruch gegen den Plattformbetreiber dennoch regelmäßig ausscheiden.

#### e) Unionsrechtliche Haftungsregeln

Vom Unionsrecht wird in den Artt. 23 f. ECSP-VO vorgegeben, wann Projektträger oder Schwarmfinanzierungsdienstleister sowie *optional* (!) deren Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsratsorgane gegenüber den Anlegern für fehlerhaft erstellte Anlageinformationsblätter haften sollten („Ob“), während es den Mitgliedstaaten überlassen bleibt, den haftungsrechtlich gesetzten Rahmen auszufüllen („Wie“). Da allerdings das Fehlverhalten, das zu einem zivilrechtlichen Anspruch der Anleger führen kann, vollständig unionsrechtlich determiniert ist, ist der **Haftungsgrund** im Anwendungsbereich der ECSP-VO stets **autonom auszulegen**.<sup>420</sup>

Dogmatisch knüpft die Haftung der Artt. 23 f. ECSP-VO an die **Verletzung typisierten Vertrauens** an.<sup>421</sup> Die **Funktion der Haftungsanordnung** gegenüber dem Schwarmfinanzierungsdienstleister besteht darin,

---

418 Buck-Heeb BKR 2022, 169, 174.

419 Näher dazu unten Ziff. V. 5. f) dd).

420 Buck-Heeb BKR 2022, 169, 170.

421 Vgl. Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 849 zu § 32c WpHG.

adäquate Steuerungsanreize zu adressieren, damit dieser seiner Gatekeeperfunktion in einem optimalen Maße nachkommt. Allerdings ist Anknüpfungspunkt der Haftung nach der ECSP-VO die fehlerhafte Anlegerinformation, während die besagte Gatekeeperfunktion am zielgerichtetsten über die Verantwortung für eine adäquate Betriebsorganisation gesteuert wird. Bei Lichte gesehen kann die zivilrechtlich (verschärfte) Haftung der Schwarmfinanzierungsdienstleister für fehlerhafte Anlegerinformationen nur vordergründig mit dem Argument der anlegerschützenden Verhaltenssteuerung gerechtfertigt werden. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister ist zwar ein entscheidender Informationsintermediär. Ein effektiver Anlegerschutz wird aber eher über die Tiefe der Projektanalyse und die Bonitätsprüfung des Projektträgers erreicht. Dies bedeutet letztlich eine zentrale Bedeutung der Aufsicht, die sich nicht auf die Effekte der – praktisch teils schwierig durchsetzbaren – zivilrechtlichen Haftung verlassen sollte.

#### aa) Haftungsrechtliche Vorgaben des Art. 23 ECSP-VO

Die Verordnung macht in Bezug auf die mitgliedstaatliche Ausgestaltung der zivilrechtlichen Haftung auf zwei Ebenen inhaltliche Vorgaben: Zum einen gibt Art. 23 Abs. 9 ECSP-VO vor, welcher **Haftungsadressat** mindestens vorzusehen ist. Zum anderen wird von Art. 23 Abs. 10 ECSP-VO der **Haftungsgrund** bestimmt.

„Zumindest“ einer Haftung unterliegen soll der Projektträger (also die juristische Person), während eine Einstandspflicht der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane – wie gesagt – nur optional ist; insoweit ist die Entscheidung dem jeweiligen Mitgliedstaat überlassen. Der Projektträger muss sich mit den Haftungsregeln der Mitgliedstaaten, in denen die Plattform werbend tätig wird, vertraut machen, da er die Verantwortlichen im Anlagebasisinformationsblatt unter Angabe von Name, Funktion und ggf. Sitz zu benennen hat. Die betreffenden Personen müssen zudem (Verantwortungs-) **Erklärungen** abgeben, in denen sie versichern, dass die Angaben im Anlagebasisinformationsblatt ihres Wissens vollständig und wahr sind (vgl. Art. 23 Abs. 9 S. 2 ECSP-VO). **Haftungsbegründend** sind gemäß Art. 23 Abs. 10 ECSP-VO irreführende oder unrichtige, also **unwahre Angaben** (lit. a) sowie hinsichtlich der Entscheidungsfindung der Anleger

**wichtige**<sup>422</sup> **Auslassungen** (lit. b). Dies gilt für jede über die Plattform verwendete Sprachfassung des Anlagebasisinformationsblatts.

Wie von der Kommission noch klargestellt, ist die in Absatz 9 aufgestellte Mindesthaftung des Projektträgers iZm Art. 23 Abs. 11 ECSP-VO zu lesen,<sup>423</sup> wonach dienstleisterseitig angemessene Überprüfungsverfahren zur Vollständigkeit, Richtigkeit und Klarheit der Angaben im Anlagebasisinformationsblatt einzurichten und anzuwenden sind.<sup>424</sup> Folglich ist ein Projektträger zwar für die im Anlagebasisinformationsblatt bereitgestellten Informationen verantwortlich zu machen, der Schwarmfinanzierungsdienstleister wird aber die Verantwortung für die Verfahren zur Überprüfung der bereitgestellten Informationen tragen. Je nachdem, ob die irreführenden oder ungenauen Informationen sowie Auslassungen nur dem Projektträger anzulasten oder diese allein das Ergebnis unangemessener Verfahren sind, kann insofern auch eine teilweise oder vollständige Haftung des Plattformbetreibers angezeigt sein.<sup>425</sup> Vorstehendes gilt auch für die Übersetzung eines Anlagebasisinformationsblatts und etwaige damit verbundene Fehler: Grundsätzlich ist der Plattformbetreiber für die gemäß Art. 23 Abs. 3, 4 und 13 ECSP-VO bereitgestellten Übersetzungen verantwortlich. Hat allerdings ein Projektträger die auf der Plattform zur Verfügung gestellten Übersetzung erstellt, wird er im Innenverhältnis verantwortlich sein.<sup>426</sup>

---

422 Vertrauter im Finanzmarktrecht ist das Merkmal der Wesentlichkeit. Dieses Merkmal ist erfüllt, wenn die Angaben für die Anlageentscheidung eines durchschnittlichen, verständigen Anlegers entscheidungserheblich sind, mithin der jeweilige Umstand „eher als nicht“ bei der Anlageentscheidung berücksichtigt wird; vgl. BGHZ 195, 1 = BKR 2012, 515 Rn. 24; OLG Frankfurt a.M. NZG 2011, 1158, 1159; Hopt/Kumpan, Handelsgesetzbuch, 41. Auflage 2022, WpPG § 9 Rn. 4 mwN. Ein inhaltlicher Unterschied zwischen „wichtig“ und „wesentlich“ dürfte vom Ordnungsgeber nicht angestrebt worden sein, da Art. 23 Abs. 10 lit. a ECSP-VO textlich im Übrigen auf die Entscheidungserheblichkeit rekurriert. Erfasst sind demnach alle Auslassungen, bei denen anzunehmen ist, die Aufnahme der entsprechenden Informationen hätte „eher als nicht“ bei der Investitionsentscheidung des Anlegers eine Rolle gespielt.

423 Dazu Ziff. V. 5. b) aa) (2).

424 Vgl. dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.2.

425 Wie ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.9. noch weiter ausgeführt, entbindet die Einrichtung und Aufrechterhaltung von Verfahren den Projekteigner nicht von der in Art. 23 Abs. 9 ECSP-VO festgelegten Verantwortung, genaue und nicht irreführende Informationen bereitzustellen, sowie keine Schlüsselinformationen gemäß Art. 23 Abs. 10 lit. b ECSP-VO auszulassen.

426 Wohl noch weitergehender ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.17.

bb) Haftungsrechtliche Vorgaben des Art. 24 ECSP-VO

Ähnlich wie Art. 23 Abs. 9 f. ECSP-VO machen die Absätze 4 und 5 des Art. 24 ECSP-VO Vorgaben zu den **Haftungsadressaten** und zum **Haftungsgrund** hinsichtlich der Anlagebasisinformationsblätter, die im Zusammenhang mit der individuellen Verwaltung von Kreditportfolien von den Schwarmfinanzierungsdienstleistern verwendet werden.

Zumindest der Haftung unterliegen soll gemäß Art. 24 Abs. 4 S. 1 ECSP-VO der Schwarmfinanzierungsdienstleister bzw. der Plattformbetreiber. Es ist insoweit wiederum den Mitgliedstaaten überlassen, eine Haftung der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane zu erwägen. Haftungs-begründend sind unwahre Informationen wie auch die Auslassung von Angaben, die für die Dispositionsentscheidung des Anlegers wichtig sind.

f) Nationale Haftungsregeln

Der deutsche Gesetzgeber hat sich entschieden, die Vorgaben der Artt. 23 f. ECSP-VO über die zivilrechtliche Haftung für Mängel des Anlagebasisinformationsblatts in den §§ 32c, 32d WpHG zu regeln. Er nimmt dabei an, die Haftungsregeln würden sich „an den bewährten Haftungs-normen im Prospektrecht“ orientieren.<sup>427</sup> Dieser Satz ist in verschiedener Hinsicht erstaunlich:

Die Haftungstatbestände der §§ 8 ff. WpPG können nicht gemeint sein, da diese keine Haftung einer Plattform oder eine Organhaftung kennen. Selbst bei großzügiger Leseart lässt sich nicht einmal eine Vergleichbarkeit zu den haftungspflichtigen Prospektverantwortlichen gemäß §§ 8, 9 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpPG ziehen. Zu diesen Personen zählen neben dem Emittenten insbesondere die Emissions- und Konsortialbanken, aber auch sonstige Emissions- und Vertriebsshelfer, die durch entsprechende Prospekterklärungen den Eindruck erwecken, (mit-)verantwortlich zu sein.<sup>428</sup> Für Schwarmfinanzierungen in variablen Kleinstbeträgen wurden freilich keine Wertpapiere iSd Art. 2 lit. a ProspektVO iVm Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II ausgegeben;<sup>429</sup> damit war schon der Anwendungsbereich des Wertpapierprospektgesetzes nicht eröffnet (§§ 2 Nr. 1, 3 WpPG). Eine Ausnahme galt nur für das Anleihenmodell,<sup>430</sup> also bei Verbriefung der Darlehensforderungen, allerdings nur

---

427 BT-Drs. 19/27410, S. 55.

428 Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalan-lage-rechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 161.

429 Leuring/Rubner NJW-Spezial 2012, 463 f.

430 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 397.

bei Überschreitung des Schwellenwerts gemäß § 3 WpPG – bei Schwarmfinanzierungen die Ausnahme. Damit ist es unwahrscheinlich, dass die Haftungstatbestände der §§ 8 ff. WpPG in irgendeiner Form für die §§ 32c ff. WpHG als Vorbild standen. Soweit den §§ 32c ff. WpHG eine weitreichende Organhaftung zugesprochen wird, ist insoweit auf einen kleinen Parallelumstand zu § 9 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpPG hinzuweisen: Dort ist die Verantwortlichkeit der Prospektveranlasser geregelt. Erfasst sind diejenigen Personen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, ohne dass sie nach außen (im Prospekt) die Verantwortung übernommen haben. Zu nennen sind hier verschiedene Einflussnehmende wie die Konzernmutter, (Alt-)Aktionäre, Gründer, Initiatoren, Vorstandsmitglieder und andere Drahtzieher.<sup>431</sup> Allerdings soll mit diesem Tatbestand keine allgemeine Durchgriffshaftung begründet werden, weshalb keine Haftungsadressaten diejenigen Personen sind, die an der Prospekterstellung bloß beteiligt waren oder in Teilbereichen Einfluss ausgeübt haben.<sup>432</sup> Diese Einschränkung kennen die §§ 32c ff. WpHG nicht und es besteht somit nur eine bedingte Vergleichbarkeit der Sachverhalte.

Ebenso wenig gemeint sein können die §§ 20 f. VermAnlG, da die Schwarmfinanzierungen gemäß §§ 2, 2a VermAnlG von der Prospekthaftung bisher regelmäßig befreit waren und auch dem VermAnlG eine Plattformhaftung – insbesondere wegen Falschinformationen über eine Dienstleistung (!)<sup>433</sup> – unbekannt ist.<sup>434</sup> Eine Vergleichbarkeit zwischen der Prospekthaftung nach VermAnlG und der Plattformhaftung nach § 32d WpHG lässt sich wiederum nur bei großzügiger Leseart vor dem Hintergrund annehmen, dass bei Vermögensanlagen etwaige Dritte, die als Vertriebsshelfer einen Kundgebungstatbestand im Prospekt gesetzt haben, mitverantwortlich sein können.<sup>435</sup> Darüber hinausgehend kam nach dem VermAnlG kein weiter Kreis von Erlassern oder Veranlassern als Haftungsadressaten in Betracht.<sup>436</sup>

Hinsichtlich seines Umfangs erinnert das Anlagebasisinformationsblatt für Schwarmfinanzierungen an die übrigen Informationsblätter, die als eine Art „Kurzprospekt“ oder „Prospektersatz“<sup>437</sup> den Anleger informieren (§ 13 VermAnlG oder § 4 WpPG). Doch besteht auch hier nur eine bedingte Vergleichbarkeit, da diese Dokumente vom Emittenten bereitzustellen sind, nicht hingegen von einem Plattformbetreiber, und sich somit auch die Haftung nur gegen den Anbieter richtet

---

431 Hopt/Kumpan, 41. Auflage 2022, WpPG § 9 Rn. 10 mwN.

432 Hopt/Kumpan, 41. Auflage 2022, WpPG § 9 Rn. 10.

433 Oben Ziff. V. 5. c).

434 Siehe dazu ua Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 275 f.; Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 397.

435 Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 262 iVm Rn. 160; ähnlich Uffmann JZ 2016, 928, 930.

436 Renner/Seidel BKR 2022, 176, 177.

437 Hopt/Kumpan, 41. Auflage 2022, WpPG § 11 Rn. 1 zum Wertpapier-Informationsblatt.

(vgl. § 22 VermAnlG bzw. § 11 WpPG). Anders als die §§ 32c f. WpHG kennt § 22 VermAnlG keine Haftung für die Unvollständigkeit des Informationsblattes, wodurch dem Tatbestand bisher nur eine geringe praktische Bedeutung zukam.<sup>438</sup> § 11 WpPG kennt nur partiell eine Haftungsverantwortung für Unvollständigkeit: *expressis verbis* bei fehlendem Warnhinweis nach § 4 Abs. 4 WpPG sowie, normativ gesehen, bei Auslassungen, die eine Irreführung bewirken.<sup>439</sup>

Angesichts der hier nur schlaglichtartig aufgezeigten Unterschiede zwischen „den bewährten Haftungsnormen im Prospektrecht“ und den Haftungstatbeständen der §§ 32c ff. WpHG sind letztere richtigerweise **in ihrer Gesamtheit als finanzmarktrechtliches Novum** anzusehen.

#### aa) Umsetzung des Art. 23 ECSP-VO in § 32c WpHG

Nach der wohl überwiegenden Auffassung im Schrifttum hat der deutsche Gesetzgeber von der Optionsklausel des Art. 23 ECSP-VO Gebrauch gemacht und als **Haftungsadressaten** neben dem **Projekträger** auch die **Mitglieder der Leitungsorgane** bestimmt – einschränkend allerdings mit einem abgestuften Verschuldenskonzept und dem Erfordernis, dass die Organmitglieder für die Informationen „verantwortlich sind“. Wie nachfolgend zu zeigen sein wird, erweist sich diese Ansicht – bereits bei sauberer Wortlautauslegung – als unzutreffend.

#### (1) Leitungs-, Verwaltungs- und Aufsichtsorgane

Wie der **Begriff des Leitungsorgans** definiert ist, wird weder von der Verordnung noch von den §§ 32c ff. WpHG näher bestimmt. Eine inhaltliche Orientierung an § 1 Abs. 2 KWG dürfte möglich sein. Demnach unterfallen dem Begriff des Leitungsorgans die „geborenen“ Geschäftsleiter<sup>440</sup> wie etwa die Vorstandsmitglieder einer AG (§§ 76 ff. AktG), die Geschäftsführer einer GmbH (§ 35 GmbHG), die Mitglieder des Verwaltungsrats einer SE (§§ 22 ff. SEAG), die persönlich Haftenden Gesellschafter einer oHG (§§ 114 Abs. 1, 125 Abs. 1 HGB), die Komplementäre einer KG (§§ 161 Abs. 2, 164, 170 HGB) etc. Weiterhin hinzuzuzählen sind ständige Vertreter (vgl. zB § 94 AktG oder § 44 GmbHG) und in Ausnahmefällen, unter

---

438 Schedensack, Crowdinvesting, 2018, S. 276.

439 Zum letzten Punkt Hopt/Kumpan, 41. Auflage 2022, WpPG § 11 Rn. 2.

440 Näher dazu Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer, 5. Auflage 2016, KWG § 1 Rn. 212 ff.

Mitwirkung der Aufsicht, „gekorene“ Geschäftsleiter;<sup>441</sup> eine Rolle kann dies beispielsweise bei einem unerwarteten Ausscheiden eines Leitungsorgans spielen (zB durch Tod).

Ebenfalls nicht näher definiert sind die **Verwaltungs- und Aufsichtsorgane** des Projektträgers. Bei einer AG oder dualistisch organisierten SE werden hierunter die Mitglieder des Aufsichtsrats zu fassen sein; dies gilt auch für die Mitglieder des fakultativen Aufsichtsrats einer GmbH.<sup>442</sup>

## (2) Informationsverantwortung

Als Haftungsadressat neben dem Projektträger kommt als Organ nur in Betracht, wer neben der Organstellung auch die **Verantwortung** für das Anlagebasisinformationsblatt innehat. Von der ECSP-VO als verantwortliche Partei werden der Projektträger und der Plattformbetreiber vorgegeben, während die Haftungsverantwortung der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane unionsrechtlich nur optional ist („oder“) und die abschließende Entscheidung dementsprechend dem nationalen Recht vorbehalten bleibt. Das Unionsrecht gibt also – wie vom Art. 11 Abs. 1 ProspektVO bekannt<sup>443</sup> – nicht die Haftung mehrerer Personen vor. Es wird mithin nicht einmal die additionalere Haftung der geborenen Geschäftsleiter vorgeschrieben;<sup>444</sup> dies unterstreicht auch der **Mustertext** zum Anlagebasisinformationsblatt mit seinem Erläuterungstext (Annex zu DelVO 2022/2119);<sup>445</sup>

„Der Projektträger erklärt, dass seines Wissens keine Informationen ausgelassen wurden oder sachlich irreführend oder unrichtig sind. Der Projektträger ist für die Ausarbeitung dieses Anlagebasisinformationsblatts verantwortlich.“ [Führen Sie in diesem Abschnitt die natürlichen und juristischen Personen auf, **die nach nationalem Recht** für die im Anlagebasisinformationsblatt enthaltenen Informationen verantwortlich sind. Bei natürlichen Personen, einschließlich Mitgliedern des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans des Projektträ-

---

441 Siehe dazu wieder statt aller Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer, 5. Auflage 2016, KWG § 1 Rn. 215 ff.

442 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 41.

443 EBJS/Groß, 4. Auflage 2020, WpPG § 8 Rn. 1.

444 Ebenso Renner/Seidel BKR 2022, 176, 180.

445 Typographische Hervorhebung von den Verfassern.



gers, sind Name und Funktion der natürlichen Person anzugeben. Bei juristischen Personen sind Name und eingetragener Sitz anzugeben.]

Blickt man sodann auf den Wortlaut des § 32c WpHG, so scheint dieser die Verantwortlichkeit der Organe von den Vorgaben der ECSP-VO abhängig zu machen.<sup>446</sup> Den Gesetzesmaterialien ist eine klare Entscheidung zugunsten einer Haftungserweiterung auf die verschiedenen Organe nicht zu entnehmen, indem es schlicht heißt, es seien die Vorgaben der ECSP-VO „umgesetzt“ worden<sup>447</sup> – welche, wie gesehen, nur eine Vorgabe hinsichtlich des Projektträgers macht. Hinsichtlich der Haftung von Organen enthält Art. 23 ECSP-VO nur eine mittelbare Bestimmung, nämlich dass die für das Anlagebasisinformationsblatt verantwortlichen Personen eindeutig unter Angabe ihres Namens und ihrer Funktion zu benennen sind. Eine solche **Benennung** kann durch den Gesetzgeber stattfinden, wie dies etwa von § 8 S. 1 WpPG zwecks Umsetzung der Vorgaben aus Art. 11 Abs. 1 ProspektVO bekannt ist („Die Verantwortung [...] haben zumindest [...] zu übernehmen“). Diese **Prospekterlasser** treten nach außen erkennbar in die Verantwortung für das veröffentlichte Anlagebasisinformationsblatt ein. Findet eine Benennung durch den Gesetzgeber nicht statt, dann kann bei Erstellung des Prospekts durch Erklärung die Verantwortung übernommen werden;<sup>448</sup> dies ist im Prospektrecht beispielsweise von § 9 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpPG bereits bekannt. Fehlt eine entsprechende Erklärung der Organe, so fehlt es auch an einer Verantwortungsübernahme gegenüber dem Publikum und eine zivilrechtliche Haftung gemäß § 32c WpHG muss folglich ausscheiden. Für eine solche enge Handhabung der Vorschrift spricht neben dem Wortlaut auch die Gesetzesbegründung, soweit es dort heißt, es werde eine „ausgewogene Haftungsnorm“ nach „bewährten“ Regeln des Prospektrechts angestrebt. Die Haftung pauschal auf alle Organe zu erweitern, wäre weder ausgewogen noch bewährt, sondern ein rechtfertigungsbedürftiges Novum, das nicht in eine schmal-lippige Gesetzesbegründung von drei Sätzen hineingelesen werden kann

---

446 „Der für das Anlagebasisinformationsblatt nach Artikel 23 der Verordnung (EU) 2020/1503 verantwortliche Projektträger im Sinne des Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe h der Verordnung (EU) 2020/1503 und die für dieses Anlagebasisinformationsblatt verantwortlichen Mitglieder seiner Leitungsorgane sind (...)“.

447 BT-Drs. 19/27410, S. 55.

448 In diese Richtung auch Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 191, wenn sie ausführen, es sei möglich, dass bei zwei Geschäftsführern einer Gesellschaft nur einer die Verantwortung erklärt.



– insbesondere nicht vor dem Hintergrund einer Verordnung, die innovative Geschäftsmodelle fördern und nicht durch haftungsrechtliche Rundumschläge hemmen möchte. Gegen ein abweichendes Verständnis lässt sich auch die Gesetzssystematik ins Feld führen, denn in überwiegenden Teilen sind die Haftungsvorgaben des Art. 23 ECSP-VO wortgleich zum Art. 11 Abs. 1 ProspektVO formuliert, und bekanntlich fehlt eine pauschale Organhaftung im herkömmlichen Prospektrecht. Sollte der Gesetzgeber beabsichtigt haben, zwei in Text und Ton sich gleichende Unionsnormen unterschiedlich in das nationale Recht zu implementieren, dann wäre eine klare dahingehende Einlassung erforderlich gewesen. Genau daran fehlt es aber.

Ein abweichendes Ergebnis lässt sich auch nicht über die prospektrechtliche Veranlasserhaftung konstruieren.<sup>449</sup> Vom XI. Zivilsenat ist zu Verkaufsprospekten der Grundsatz formuliert worden, dass als Verantwortliche, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht (**Prospektveranlasser**), auch jene Personen erfasst seien, die ein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Emission der Wertpapiere haben und darauf hinwirken, dass ein unrichtiger oder unvollständiger Prospekt veröffentlicht wird.<sup>450</sup> Dabei ist von einer Prospektverantwortlichkeit eines Hintermannes ua dann auszugehen, „wenn dieser auf die Konzeption des konkreten, mit dem Prospekt beworbenen und vertriebenen Modells maßgeblich Einfluss genommen hat und damit letztendlich auch für die Herausgabe des Prospektes verantwortlich ist“.<sup>451</sup> Hierbei *könne* die gesellschaftsrechtliche Funktion des Hintermanns von entscheidender Bedeutung sein, als zwingend wird dieser Umstand indes nicht angesehen; Haftungsautomatismen werden mithin verneint. Dementsprechend lässt sich § 32c WpHG in Bezug auf die Organe, ohne geeignete Hinweise in den Gesetzesmaterialien, auch nicht als typisierte Prospektveranlasserhaftung lesen.

Zusammenfassend gilt daher: Nach der hier befürworteten engen Auslegung des § 32c WpHG existiert die von den Anbietern und dem Schrifttum beklagte<sup>452</sup> innovationsfeindliche Gesetzeslage zulasten juristischer

---

449 Ebenso Renner/Seidel BKR 2022, 176, 181.

450 BGHZ 195, 1 = BKR 2012, 515 (LS 3).

451 BGHZ 195, 1 = BKR 2012, 515 Rn. 37.

452 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32d Rn. 13; Rusch BKR 2022, 192 f.; Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 849; letztlich optimistischer Renner/Seidel BKR 2022, 176, 179 ff. aufgrund einer, ähnlich wie hier, favorisierten engen Auslegung des Merkmals „verantwortlich“.

Personen realiter nicht. Für das kolportierte „gesetzgeberische piercing of the corporate veil“ gibt schon die nüchterne Gesetzeslektüre wenig her.<sup>453</sup>

### (3) Verschulden

Gemäß § 32c Abs. 1 WpHG setzt die Haftung eine **vorsätzliche** oder **fahrlässige Pflichtverletzung** voraus. Zur Inhaltsbestimmung der Begriffe kann auf § 276 BGB zurückgegriffen werden. Die Haftung ab einfacher Fahrlässigkeit ist im Schrifttum durchaus kritisch gesehen worden, ua mit der Begründung, sie weiche von den herkömmlichen spezialgesetzlichen Prospekthaftungsregeln ab und tue der Attraktivität deutscher Schwarmfinanzierungsplattformen einen Abbruch.<sup>454</sup> Das vielfach in der Praxis angeordnete Abwandern der Geschäftsmodelle in das Ausland steht freilich unter der Prämisse, dass kollisionsrechtlich für das materielle Haftungsrecht das Marktortprinzip gilt, während bei einer Anknüpfung am Schadensort eine Abwanderung haftungsrechtlich typischerweise uninteressant wäre.<sup>455</sup> Auch der nun ausländische Projektträger würde sich dem deutschen Haftungsregime unterworfen sehen, sobald er sein Projekt über eine Plattform dem deutschen Anlegerpublikum eröffnet. An dieser Rechtsfolge würde sich nach hM selbst dann nichts ändern, wenn auch der Plattformbetreiber in das Ausland auswandern würde.<sup>456</sup>

Mitglieder von Verwaltungs- oder Aufsichtsorganen haften – bei entsprechender Verantwortungsübernahme – gemäß § 32c Abs. 2 WpHG abweichend von Absatz 1 erst ab **mindestens grob fahrlässigem Verhalten**. Eine inhaltliche Orientierung bei Bestimmung der groben Fahrlässigkeit bieten die bereits im herkömmlichen Prospekthaftungsrecht formulierten Grundsätze. Grobe Fahrlässigkeit setzt danach voraus, dass die erforderliche **Sorgfalt in besonders schwerem Maße verletzt** wurde, indem ganz naheliegende Überlegungen nicht angestellt wurden und dasjenige außer

---

453 Anders ohne nähere Begründung Rusch BKR 2022, 192. Auf die anschließend von Rusch diskutierte Frage, ob sich die strengere Haftung als Korrektiv zum fehlenden behördlichen Gestattungsverfahren rechtfertigen lässt (aaO, S. 193), kommt es nach hiesiger Lösung nicht an.

454 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 47 mit Bezug auf Buck-Heeb BKR 2021, 317, 324; Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400; Renner/Seidel BKR 2022, 176, 182.

455 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400.

456 Näher zum Kollisionsrecht unten Ziff. VII.

Acht blieb, was im gegebenen Fall jedem hätte einleuchten müssen.<sup>457</sup> Hierbei sind in der Person des Handelnden begründete Umstände wie seine Fach- und Sachkunde und sein Kenntnisstand zu berücksichtigen.<sup>458</sup>

#### (4) Beweisführung und Rechtsfolgen

**Beweisbelastet** ist grundsätzlich der **Anleger**. Eine Umkehr der Beweislastverteilung bzw. eine Verschuldensvermutung zulasten des Verpflichteten,<sup>459</sup> wie sie beispielsweise von § 12 WpPG bekannt ist, findet nicht statt.<sup>460</sup> Demnach muss der Anleger das **Verschulden** der für das Anlagebasisinformationsblatt verantwortlichen Personen sowie den **Kausalzusammenhang** zwischen Pflichtverletzung, dh dem unzutreffenden oder unvollständigen Anlagebasisinformationsblatt als schädigendes Ereignis, und der Investition in das konkrete Schwarmfinanzierungsprojekt nachweisen (**Veranlassung des Anlageentschlusses**).<sup>461</sup> Der notwendige Ursachenzusammenhang zwischen dem Mangel im Anlagebasisinformationsblatt und der Entscheidung des Anlegers ist anzunehmen, wenn der Entschluss zumindest auch von den unrichtigen oder unvollständigen Angaben mitbestimmt oder beeinflusst war und wenn sich der Anleger in Kenntnis der wahren Sachlage nicht an dem Schwarmfinanzierungsprojekt beteiligt hätte.<sup>462</sup> Den Informationsverantwortlichen trifft hingegen die Darlegungs- und Beweislast dafür, dass der Schaden auch bei pflichtgemäßer Information eingetreten wäre.<sup>463</sup>

Auf Rechtsfolgenseite sollen nach dem Willen des Gesetzgebers die §§ 249–254 BGB gelten, sofern in den §§ 32c, 32e Abs. 1 WpHG keine

---

457 EBS/Groß, 4. Auflage 2020, WpPG § 9 Rn. 94; Habersack in Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Auflage 2020, § 28 Rn. 28; Canaris, Bankvertragsrecht, 1981, Rn. 2280.

458 Habersack in Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Auflage 2020, § 28 Rn. 28.

459 Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 185.

460 Kritisch etwa Renner/Seidel BKR 2022, 176, 183.

461 Vgl. zur parallelen Situation bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung BeckOGK/Herresthal, 15.9.2022, BGB § 311 Rn. 642 ff. mwN.

462 Dies entspricht der Regel bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, vgl. etwa BGHZ 115, 214, 223 = NJW 1992, 228, 231; BGHZ 111, 314, 321 = NJW 1990, 2461, 2463.

463 BGHZ 115, 214, 223 = NJW 1992, 228, 231 mwN.

abweichende Regelungen getroffen sind.<sup>464</sup> Berechnet wird demnach die **Höhe des Schadensersatzanspruchs** gemäß §§ 249 ff. BGB.<sup>465</sup>

bb) Umsetzung des Art. 24 ECSP-VO in § 32d WpHG

Die Haftung für das Anlagebasisinformationsblatt des Art. 24 ECSP-VO in § 32d WpHG richtet sich nach den Kriterien, die auch für § 32c WpHG gelten. Gesetzlicher **Haftungsadressat** ist demnach die juristische Person, die Betreiberin der Schwarmfinanzierungsplattform ist. Nach der hier befürworteten engen Auslegung sind – mangels Verantwortungsanordnung des deutschen Gesetzgebers – die Leitungs-, Verwaltungs- und Aufsichtsorgane nur bei entsprechender Erklärung (Art. 24 Abs. 4 S. 2 ECSP-VO) im Anlagebasisinformationsblatt einstandspflichtig. Dieses Ergebnis erscheint im Zusammenhang mit der Haftung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters nochmals angezeigt, als dies hinsichtlich des Projektträgers der Fall ist, denn es ist schon eine Spezialität von § 32d WpHG iVm Art. 24 ECSP-VO, den Betreiber von einer Plattform der finanzmarktrechtlichen Informationshaftung zu unterwerfen, die nicht an Abnormität durch eine gesellschaftsrechtlich in dieser Form ungewöhnliche Durchgriffshaftung hinzugewinnen sollte. Zudem ist der Wortlaut des Art. 24 Abs. 4 S. 1 ECSP-VO im Vergleich zum Art. 23 Abs. 9 S. 1 ECSP-VO enger: bei ersterem Tatbestand fehlt die Wendung „oder dessen Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan“. Auch mit Blick hierauf sollte die Norm zurückhaltender angewandt werden. In der Konsequenz bedeutet dies: Ohne Verantwortlichkeitserklärung der Organe des Plattformbetreibers läuft § 32d Abs. 2 WpHG regelmäßig leer.

cc) Haftungsausschluss gemäß § 32e WpHG

Ein Anspruch des Anlegers aus § 32c WpHG oder § 32d WpHG ist ausgeschlossen, wenn er trotz Aufdeckung des Fehlers oder Mangels im Anlagebasisinformationsblatt eine Investition getätigt hat. Schädlich ist nur die

---

464 BT-Drs. 19/27410, S. 55.

465 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 49.

**positive Kenntnis**, solange es dem Anleger möglich ist, sich von seiner Investitionserklärung zu lösen.<sup>466</sup>

Unwirksam ist eine Vereinbarung, durch die Ansprüche nach §§ 32c, 32d WpHG **im Voraus ermäßigt oder erlassen** werden. Zulässig sind somit nachträgliche Vereinbarungen über den Anspruch (zB Vergleich).<sup>467</sup> Dies setzt freilich voraus, dass der Anspruchsberechtigte von der Entstehung seines Schadensersatzanspruchs Kenntnis hat; eine Ermäßigungs- oder Erlassvereinbarung, die hingegen in Unkenntnis des konkreten Anspruchs geschlossen wurde, ist wie eine unzulässige Vorausvereinbarung zu behandeln.<sup>468</sup>

Nach wohl überwiegender Auffassung führt ein Verstoß gegen § 32e Abs. 2 WpHG zur Unwirksamkeit der Vereinbarung gemäß § 134 BGB.<sup>469</sup> Auf § 134 BGB kommt es allerdings nach allgemeinen Rechtsgeschäftsregeln erst an, wenn die Verbotsnorm keine eigene Rechtsfolgenanordnung enthält (*lex imperfecta*). Ordnet hingegen die ein Rechtsgeschäft missbilligende Norm die Rechtsfolge selbst an (*lex perfecta*), so ist nur diese Vorschrift maßgeblich und einer zivilrechtlichen Umsetzung über § 134 BGB bedarf es nicht.<sup>470</sup> Eine solche *lex perfecta* stellt § 32e Abs. 2 WpHG dar, der die Rechtsfolge ausdrücklich festschreibt. Demnach ist eine vorab getroffene Vereinbarung über eine Ermäßigung oder über einen Erlass *ipso iure* unwirksam.

Wie vom § 16 Abs. 2 WpPG schon bekannt, bleiben nach § 32e WpHG etwaige Ansprüche aus Vertrag oder aus unerlaubter Handlung von den §§ 32c, 32d WpHG unberührt. Dies betrifft in erster Linie etwaige Ansprüche der Kunden aus dem Plattformnutzungsvertrag wegen Pflichtverletzung (§ 241 BGB) sowie Ersatzansprüche der Anleger, die wegen Verletzung von Informations- und Aufklärungspflichten (§ 241 Abs. 2 BGB) oder die aus dem Austauschgeschäft mit dem Projektträger entstehen.

---

466 Näher dazu BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32e Rn. 3.

467 Vgl. zum insoweit parallelliegenden § 16 Abs. 1 WpPG Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 203.

468 Siehe wiederum die mit dem Gedanken des Anlegerschutzes argumentierende Auffassung zu § 16 Abs. 1 WpPG; vgl. etwa Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 204 mN zur Gegenmeinung.

469 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32e Rn. 4 mit Blick auf den Meinungsstand zu § 16 Abs. 1 WpPG.

470 BGHZ 143, 283 = NJW 2000, 1186, 1187; PWW/Ahrens, BGB – Kommentar, 16. Auflage 2021, § 134 Rn. 1.

Deliktische Ansprüche sind vor allem aus § 826 BGB denkbar, seltener aus § 823 Abs. 2 BGB iVm einem Schutzgesetz.<sup>471</sup> Auch etwaige Haftungsansprüche infolge fehlerhafter oder irreführender Marketingmitteilungen werden von den §§ 32c, 32d WpHG nicht verdrängt.<sup>472</sup> Vor allem problematisch ist das Verhältnis zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, worauf nachfolgend näher einzugehen ist.

#### dd) Allgemeine bürgerlich-rechtliche (Prospekt-)Haftung

Im Zusammenhang mit § 32e Abs. 3 WpHG stellt sich insbesondere hinsichtlich des Plattformbetreibers die Frage, ob eine Einstandspflicht nach dem **richterrechtlichen Institut** der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung entstehen kann. Dabei sind zwei Erscheinungsformen zu unterscheiden, die auf dem Grundsatz der Vertrauenshaftung fußen:<sup>473</sup> Bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung iES knüpft die Einstandspflicht des Informationsverantwortlichen an ein **typisiertes Vertrauen** in die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts an.<sup>474</sup> Teilweise wird auch von „Rollenvertrauen“ gesprochen.<sup>475</sup> Demgegenüber liegt der Haftungsgrund bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung iWS – auch „uneigentliche Prospekthaftung“ genannt – in einem **besonderen persönlichen Vertrauen** im Rahmen von Vertragsverhandlungen (§§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB);<sup>476</sup> es handelt sich insoweit um eine „normale“ Haftung aus *culpa in contrahendo*.<sup>477</sup>

Schon nach bisher hM waren die **spezialgesetzlichen Regelungen** – etwa des KAGB, VerkProspG, BörsG, WpPG, VermAnlG etc. – im Verhältnis zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung iES als **abschließend**

---

471 Dazu noch sogleich Ziff. V. 5. d) ee).

472 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32e Rn. 8.

473 J. Koch BKR 2022, 271: diffuses und schwer greifbares dogmatisches Fundament der Vertrauenshaftung.

474 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 397 und insbesondere 400; BeckOGK BGB/Herresthal, 15.9.2022, § 311 Rn. 593 mwN.

475 Köndgen AG 1983, 85, 96 und zuvor vertiefend ders., Selbstbindung ohne Vertrag, 1981, S. 201 ff.

476 BeckOGK BGB/Herresthal, 15.9.2022, § 311 Rn. 688 mwN.

477 MüKo BGB/Emmerich, 9. Auflage 2022, § 311 Rn. 185.

anzusehen;<sup>478</sup> dies gilt nun auch angesichts der §§ 32c, 32d WpHG.<sup>479</sup> Das Schwarmfinanzierungsrecht verdrängt die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung iS und sie kann nur dort Bedeutung erlangen, wo der Anwendungsbereich der ECSP-VO nicht eröffnet ist und weder das WpPG noch das VermAnlG einschlägig sind.

Hingegen wird die uneigentliche Prospekthaftung teilweise als nicht verdrängt angesehen.<sup>480</sup> In der Rechtsprechung wird die Frage unterschiedlich beantwortet.<sup>481</sup> Für eine Anwendbarkeit der Prospekthaftung iwS wird angeführt, ihr Anknüpfungspunkt nicht die Verantwortlichkeit für einen fehlerhaften Prospekt, sondern für eine selbständige Aufklärungspflichtverletzung bei einem als Vertragspartner oder Sachwalter persönlich in Anspruch genommenen – nicht nur typisierten – besonderen Vertrauen.<sup>482</sup> Hiervon sei auszugehen, wenn der Anspruchsgegner eine über das normale Verhandlungsvertrauen hinausgehende „persönliche Gewähr“ für die Seriosität der Informationen und des Vertrages übernommen hat.<sup>483</sup> Dabei kann es allerdings sein, dass sich die Vertrauen in Anspruch nehmende Person im vorvertraglichen Stadium des Prospekts bedient hat, um ihre Aufklärungspflichten zu erfüllen, und insoweit kann es nicht angängig sein, der uneigentlichen Prospekthaftung eine weiter-

---

478 Siehe BGHZ 203, 1 = NJW 2015, 236 Rn.71 (Telekom – Dritter Börsengang); BGHZ 220, 100 = BKR 2019, 94 Rn.55; BGHZ 228, 237 = NZG 2021, 1073 Rn.22 ff. Vor diesem Hintergrund wird teils angenommen, der Anwendungsbereich dieses Rechtsinstituts sei damit praktisch null; vgl. Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 30; ähnlich Oulds in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2022, Rn. 15.851. Die Sperrwirkung sollte nach teils vertretener Auffassung nicht gelten, sofern aufgrund eines Ausnahmetatbestandes keine Prospektspflicht bestand; vgl. etwa D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 135.

479 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 397; Renner/Seidel BKR 2022, 2022, 176, 183; Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 189; Uffmann JZ 2016, 928, 936; differenzierend Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 850 ff.

480 Siehe etwa MüKo BGB/Emmerich, 9. Auflage 2022, § 311 Rn.185 („in jedem Fall“) mwN; auch Uffmann JZ 2016, 928, 936 („unstreitig“).

481 Während der II. Zivilsenat des BGH eine Verdrängung der Prospekthaftung iwS typischerweise verneint (vgl. BGHZ 83, 222, 227 = NJW 1982, 1514, 1515; jüngst bekräftigt durch BGH, Beschluss vom 25. Oktober 2022 – II ZR 22/22 –, juris-Rn. 31 mwN), ist der XI. Zivilsenat anderer Ansicht (vgl. etwa BGH BKR 2021, 774 [1. Leitsatz]).

482 BGHZ 227, 49 Rn. 38 = NJW 2020, 3451; BGH BeckRS 2020, 23374 Rn. 18.

483 BGHZ 227, 49 Rn. 38 = NJW 2020, 3451; BGH BeckRS 2020, 23374 Rn. 18; Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 851.



reichende Bedeutung beizumessen als der spezialgesetzlichen Prospekthaftung.<sup>484</sup>

Spezifisch die Schwarmfinanzierungsdienstleistungen betreffend soll die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung iWs nach manchen Stellungnahmen „denkbar“ bleiben,<sup>485</sup> nach anderen sei sie – ua mit Blick auf Unterschiede in der Beweislastverteilung – verdrängt.<sup>486</sup> Überzeugend ist es, die **Haftung aus bürgerlich-rechtlicher Prospekthaftung** im Anwendungsbereich der §§ 32c, 32d WpHG iVm Artt. 23 f. ECSP-VO als **allgemein ausgeschlossen** anzusehen, denn die spezialgesetzlichen Tatbestände reflektieren die Besonderheiten des öffentlichen Angebots von Schwarmfinanzierungsprojekten, während die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung hierauf nicht zugeschnitten ist.<sup>487</sup> Die zivilrechtliche Vertrauenshaftung kann in Umfang und Folgen zudem – wie gesehen – ohnehin nicht über den spezialgesetzlich gesetzten Rahmen hinausgehen, soweit vorvertraglich gegenüber dem Anleger das Anlagebasisinformationsblatt verwendet wurde.

Erwägenswert ist es, eine **Haftung** aus § 280 Abs. 1 BGB iVm dem **Plattformnutzungsvertrag** vorzusehen, etwa bei Verstoß gegen Art. 23 Abs. 11 f. ECSP-VO.<sup>488</sup> Da diese spezialgesetzlich vorgeschriebene Gatekeeperaktivität des Plattformbetreibers offensichtlich eine anlegerschützende Funktion hat, wäre es möglich, insoweit eine (haftungsbegründende) Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht anzunehmen.<sup>489</sup> Zudem erscheint ein Rückgriff auf das Rechtsinstitut der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ieS möglich bei fehlerhaften oder irreführenden **Marketingmitteilungen**, weil eine diesbzgl. Haftung ausserhalb des Anwendungs- und Regelungsbereichs der ECSP-VO liegt.<sup>490</sup> Auf dieses Rechtsinstitut kann es jedenfalls in den Fällen ankommen, in denen der Anleger typisiert

---

484 BGHZ 220, 100 = BKR 2019, 94 Rn. 55 mit zustimmender Anm. Dieckmann BKR 2019, 102, 104.

485 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400; Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 850 ff.

486 Renner/Seidel BKR 2022, 2022, 176, 183.

487 Ähnlich die Erwägungen bei BGHZ 203, 1 = NJW 2015, 236 Rn. 71 aE (Telekom – Dritter Börsengang).

488 Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 191.

489 In diese Richtung Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 191 (mit Einschränkung hinsichtlich der Vorschriften, die besonderen Sanktionen nach Art. 39 ECSP-VO unterliegen); eine Ausstrahlungswirkung der aus der ECSP-VO folgenden Verhaltenspflichten schließt auch Renner in Möslein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 23 Rn. 85 aE nicht aus.

490 In diesem Sinne Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 247.



in die Marketingmitteilungen vertraut.<sup>491</sup> Erfüllt ist der richterrechtliche Prospektbegriff nach der Rupert-Scholz-Formel erst, wenn die „Produktinformationen“ den „Eindruck einer umfassenden, informierenden Beschreibung der Anlage“ erwecken.<sup>492</sup> Es muss eine marktbezogene (schriftliche) Erklärung vorliegen, die für die Beurteilung der angebotenen Anlage erhebliche Angaben enthält oder den Anschein eines solchen Inhalts erweckt.<sup>493</sup> Dabei ist nicht entscheidend, ob die einzelnen Schriftstücke miteinander verbunden sind. Es ist vielmehr ein weiter Prospektbegriff anzulegen,<sup>494</sup> der angesichts der technischen Entwicklungen nach überwiegender, obgleich umstrittener Auffassung selbst flüchtige Internetinhalte wie Videos umfassen kann.<sup>495</sup>

Grundsätzlich unterfallen reine Werbebroschüren und andere Dokumente, die nach Art oder Umfang „erkennbar werblichen und weniger informativen Charakter“ haben, nicht dem allgemein-zivilrechtlichen Prospektbegriff.<sup>496</sup> Zu solchen reinen Werbeschriften nicht zu zählen sind allerdings die hier interessierenden Marketingmitteilungen. Wie aus Absatz 2 UAbs. 2 des Art. 27 ECSP-VO deutlich wird, stehen die Marketingmitteilungen in einem engen Zusammenhang mit den Angaben im Anlagebasisinformationsblatt – gerade auf „Ebene der Plattform“, da das Dokument auf dieser Ebene aus vielen Rahmenparametern besteht, die zugleich werbewirksam und -trächtig sind (Methoden der Kreditrisikobewertung, Risikodiversifizierungsstrategien, Kapitalgarantien etc.). Deswegen ist in Art. 27 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO hinsichtlich der Beschaffenheit und Gestaltung der Marketingmitteilungen annähernd dieselbe Formulierung gewählt wie hinsichtlich der Kundeninformationen (Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO aE): „redlich, eindeutig und nicht irreführend“.

Selbst wenn der Prospektbegriff nicht erfüllt sein mag, ist eine privatrechtliche Haftung der Plattform nicht ausgeschlossen. Wie *Franck* aufgezeigt hat, kann bei feststehender Transaktionskausalität eine Haftung

---

491 Eine solche Situation ist hier wegen der Schnittflächen zwischen Anlagebasisinformationsblatt und Marketingmitteilung denkbar; aA wohl Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 850, 852.

492 BGHZ 191, 310 = NJW 2012, 758 Rn. 25 – Rupert Scholz.

493 BGHZ 191, 310 Rn. 21 = NJW 2012, 758.

494 Detailliert zum Prospektbegriff der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung Schedensack, *Crowdinvesting*, 2018, S. 283 ff.

495 Dafür Schedensack, *Crowdinvesting*, 2018, S. 288; Hellgardt ZBB 2012, 73, 82; Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 38.

496 BGH NJW 2013, 2343 Rn. 22.

aus *culpa in contrahendo* bei pflichtwidriger Beeinflussung der Willensbildung und Enttäuschung eines typisierten Vertrauens bestehen.<sup>497</sup> Inwieweit Marketingmitteilungen die besagten Anforderungen erfüllen, ist eine fallabhängige Tatfrage. – Steht konkret enttäushtes Vertrauen oder die Verletzung einer anderen vertraglichen Pflicht im Raum, so ist regelmäßig zumindest § 280 Abs. 1 BGB iVm § 311 Abs. 2 BGB oder dem Nutzungsvertrag einschlägig. Dass solches konkretes Vertrauen allein aufgrund von „Werbeaktivitäten“ entstehen kann, wird im Schrifttum freilich teils angezweifelt.<sup>498</sup> Anders soll es erst sein, wenn Mitarbeiter der Plattform im Zusammenhang mit einer Schwarmfinanzierungskampagne im Kommentarbereich des Angebots konkrete Fragen beantworten.<sup>499</sup>

#### ee) Außervertragliche Haftung

Inwieweit ein **deliktsrechtlicher Anlegerschutz** aus den Vorschriften des Bank- und Finanzmarktrechts folgen kann, ist seit jeher umstritten;<sup>500</sup> dieser Streit trägt sich im Anwendungsbereich der ECSP-VO fort. Reibungspunkt der Debatte ist, ob das Finanzmarktregulierungsrecht systemisch dem Schutz der Anleger als Kollektiv dient oder auch eine Individualschutzrichtung feststellbar ist. Eine fast schon unüberschaubare Komplexität erlangt diese Fragestellung angesichts des Umstandes, dass sie nicht für Gesetze oder Rechtsmaterien insgesamt, sondern nur mit Blick auf den Einzelatbestand beantwortet werden kann.<sup>501</sup>

Der XI. Zivilsenat des BGH bejaht die Schutzwirkung einer bank- oder finanzmarktrechtlichen Vorschrift nur äußerst zurückhaltend:<sup>502</sup> Es genüge zwar, dass die Norm *auch* das Interesse des Einzelnen schütze, obgleich sie in erster Linie das Interesse der Allgemeinheit im Auge haben möge. Nicht ausreichend sei es aber, dass der Individualschutz durch Befolgung der Norm nur als ihr Reflex objektiv erreicht werde. Vielmehr müsse diese Schutzrichtung im Aufgabenbereich der Norm liegen. Außerdem müsse

---

497 Franck, Marktordnung durch Haftung, 2016, S. 527 ff.

498 Siehe D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 137.

499 Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 273; zustimmend D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 137.

500 Siehe im Überblick statt aller MüKoBGB/Wagner, 8. Auflage 2020, § 823 Rn. 569 ff.

501 So ausdrücklich und treffend MüKoBGB/Wagner, 8. Auflage 2020, § 823 Rn. 569.

502 BGHZ 176, 281 = NJW 2008, 2245 Tz. 51 mwN.

die Schaffung eines individuellen Schadensersatzanspruches sinnvoll und im Licht des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheinen.

Offensichtliches Anliegen dieser Entscheidungspraxis ist es, eine Haftungsausuferung zu vermeiden, die durch einen unüberschaubaren Kreis potenziell Geschädigter zu drohen scheint. Eine Konsequenz hiervon ist, dass vom XI. Senat die **Wohlverhaltenspflichten** des Wertpapierhandelsrechts (§§ 63 ff. WpHG, §§ 31 ff. WpHG aF) **nicht als Schutzgesetze qualifizieren**.<sup>503</sup> Dies wird als Ausgangspunkt – mit wenigen Ausnahmen<sup>504</sup> – auch für die verschiedenen Verhaltenspflichten der ECSP-VO zu gelten haben. Soweit man geneigt sein mag, einzelnen Wohlverhaltenspflichten eine zivilrechtliche Wirkung zuzusprechen, gilt der Grundsatz, dass ein deliktischer Ersatzanspruch über etwaige vertragliche Schadensersatzansprüche nicht hinaus reichen kann.<sup>505</sup>

#### 6. Betrieb eines Forums (Art. 25 ECSP-VO)

Grundsätzlich sind Crowdfundingdienstleistungen primärmarktbezogen. Eine Ausnahme wird mit Art. 25 Abs. 1 ECSP-VO dahingehend gemacht, dass Schwarmfinanzierungsdienstleister auch ein „(Sekundärmarkt-)Forum“<sup>506</sup> bereitstellen können. Eine (positive) Legaldefinition des Begriffs „Forum“ (auch „Bulletin Board“) existiert dabei weder in der ECSP-VO<sup>507</sup> noch andernorts.<sup>508</sup> Allgemein werden darunter Systeme verstanden, die für die Bekanntmachung von Kauf- und Verkaufsinteressen genutzt werden, aber nicht der Ausführung von Geschäften im eigentlichen Sinne dienen.<sup>509</sup> Durch die Ermöglichung solcher Foren im Crowdfundingbereich sollen Kunden im Sinne der Transparenz und des ungehindernten Informationsflusses<sup>510</sup> ihre Kauf- oder Verkaufsinteressen hinsichtlich

---

503 BGH BKR 2014, 32 Rn. 21 ff. mwN.

504 Eine solche könnte im Zusammenhang mit Art. 26 ECSP-VO einschlägig sein; dazu unten Ziff. V. 7.

505 BGHZ 170, 226 = BKR 2007, 160 Tz. 19.

506 So Kuthe/Dresler-Lenz CB 2020, 471, 472.

507 Vgl. zB auch Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.24. Zur Negativdefinition sogleich a).

508 Vgl. aber die Diskussion zur Einführung einer Definition im MiFID II-Kontext, ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23.3.2021, ESMA70–156–4225, Rn. 116.

509 Vgl. ErwGr 8 MiFIR.

510 Dies betonend ErwGr 55 S. 2 ECSP-VO.

der auf der Plattform angebotenen Produkte anzeigen können. Damit wird insbesondere versucht, Risiken der Illiquidität von Crowdfundinginvestitionen zu mindern (*Investor Liquidity Risk*).<sup>511</sup> Dieser Zweck wird in der ECSP-VO indes nur unvollkommen verfolgt. Vom **Anwendungsbe- reich** des Art. 25 ECSP-VO erfasst wird nämlich nur die Anzeige von „ur- sprünglich“ auf der jeweiligen Plattform angebotenen Krediten und Wert- papieren, mithin findet die Bündelung der Angebote mehrerer Plattfor- men nicht statt.<sup>512</sup>

#### a) Grundsätzliches Verbot multilateraler Transaktionssysteme

Wie schon die englische Bezeichnung „Bulletin Board“<sup>513</sup> nahelegt, be- zieht sich das Forum nur auf die Publikation von Geschäftsanzeigen. In diesem Sinne ist in Art. 25 Abs. 2 ECSP-VO normiert, dass das Forum nicht genutzt werden darf, um die Interessen oder Aufträge mithilfe von Protokollen oder anderen internen Verfahren auf eine Weise zusammen- zuführen, die einen Kaufvertrag (automatisch) zustande bringt. Ein multi- laterales System iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 MiFID II<sup>514</sup> ist somit prinzipiell unzulässig. Um nicht in die Nähe der Qualifikation als multilaterales System zu gelangen, sind nach Ansicht der ESMA **drei charakteristische Elemente eines Bulletin Boards** einzuhalten: *Erstens* soll es sich nur um ein „Interface“ handeln, das Kauf- und Verkaufsinteressen an Finanzinstru- menten aggregiert und veröffentlicht; *zweitens* ermöglicht das System we- der die Kommunikation oder Verhandlung zwischen Interessenten, inkl. der Notifikation über einen potenziellen „Match“ zwischen Kauf- und Ver- kaufsinteressen im System, noch schreibt es die Verwendung von „Tools“ affiliiierter Unternehmen vor; *drittens* darf keine Möglichkeit der Ausfüh- rung oder der Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsinteressen im

511 Näher Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Fi- nance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 49 und 71. Vgl. ferner die Ausführungen in ErwGr 13 S. 1 ECSP-VO.

512 Vgl. auch BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 21.

513 Die geläufige deutsche Übersetzung ist „schwarzes Brett“.

514 Dabei handelt es sich um „ein System oder Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt.“

System bestehen.<sup>515</sup> Während sich das letztgenannte Element bereits aus der Definition des multilateralen Systems ergibt, wurde in Bezug auf das zweite Merkmal von der ESMA noch betont, dass im System zwar die Kontaktdaten von potenziellen Käufern und Verkäufern angezeigt werden können, allerdings kein direkter Austausch oder Verhandlungen zwischen Interessenten (über wesentliche Verkaufsbedingungen) ermöglicht werden darf.<sup>516</sup> Ob daher seitens des Dienstleisters standardisierte Vertragsunterlagen zur Verfügung gestellt werden dürfen, wird in der Literatur unterschiedlich beurteilt.<sup>517</sup>

Eine präzise Abgrenzung zwischen dem Betrieb eines Bulletin Boards und eines Handelsplatzes ist mit Blick auf das Verbot des Art. 25 Abs. 2 ECSP-VO für Plattformbetreiber essenziell. Etwas anderes gilt nur dann, wenn ein Schwarmfinanzierungsdienstleister gleichzeitig über eine Zulassung als Wertpapierfirma iSv Art. 5 MiFID II oder als geregelter Markt gemäß Art. 44 MiFID II verfügt.<sup>518</sup> Wie Art. 12 Abs. 14 ECSP-VO darlegt, ist eine **Mehrfachzulassung** nach ECSP-VO und nach anderen EU-Finanzmarktakten möglich;<sup>519</sup> davon ist *expressis verbis* auch die MiFID II umfasst. Doch selbst wenn ein Dienstleister sowohl eine Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister als auch nach der MiFID II vorweisen kann, sind Abgrenzungen notwendig. Insbesondere wird darauf zu achten sein, dass bei Betrieb von solchen „mixed platforms“ den unterschiedlichen Marktzugangsvorgaben ausreichend Rechnung getragen wird: Während das Forum nach der ECSP-VO gerade auch nicht kundigen Anlegern offen steht, ist der Zugang zu Handelsplätzen gemäß Art. 53 bzw. Art. 19 Abs. 2 MiFID II von einem Grundsatz der Beschränkung des Teilnehmerkreises

---

515 Vgl. ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23 March 2021, ESMA70–156–4225, Rn. 116.

516 Vgl. ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23 March 2021, ESMA70–156–4225, Rn. 117.

517 Dafür Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.31; zweifelnd Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 72: „unclear“.

518 Siehe ErwGr 55 S.3 ECSP-VO, wo auf den Betrieb eines Handelsplatzes iSd MiFID II bzw. § 2 Abs. 22 WpHG und die damit verbundenen Zulassungstatbestände für den Betrieb eines „multilateralen Handelssystems“ (MTF) iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II bzw. eines „geregelten Markts“ gemäß Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II Bezug genommen wird. Vgl. auch Riethmüller in Möslin/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, Rn. 206.

519 Dazu oben Ziff. III. 2.

geprägt.<sup>520</sup> Eine Möglichkeit, Kleinanlegern direkt Zugang zum Handel zu gewähren, ist hier (nur) unter gewissen Voraussetzungen nach dem DLT-Pilot Regime (VO 2022/858) möglich.<sup>521</sup>

Detailfragen beim gleichzeitigen Betrieb ergeben sich noch mit Blick auf ErwGr 55 S. 3 ECSP-VO, demzufolge bei Vorliegen einer MiFID II-Zulassung etwaige Kundenaufträge im Rahmen des Forums wohl auf multilateraler Basis zusammengeführt werden können.<sup>522</sup> Ob eine **Zusammenführung von Forum und Handelsinterface** zulässig ist, erscheint jedoch fraglich.<sup>523</sup> So können die unterschiedlichen Dienstleistungen zwar nach Ansicht der ESMA über das gleiche internetbasierte Informationssystem erbracht werden, aber es müsse eine Differenzierung zwischen den Dienstleistungen durch zwei getrennte Bereiche sichergestellt sein. Es muss für Kunden im Übrigen zu jedem Zeitpunkt klar ersichtlich sein, dass es sich um unterschiedliche Dienstleistungen handelt.<sup>524</sup>

Schließlich ist bei Betrieb eines Handelsplatzes eine **Reihe anderer strikter Rechtsvorschriften** zu beachten (ua MiFIR, MAR), weshalb es im Einzelfall uU zweckmäßiger sein kann, als Schwarmfinanzierungsdienstleister mit Handelsplätzen zu kooperieren.<sup>525</sup>

---

520 Vgl. iZm Kryptohandelsplattformen Raschner BKR 2022, 217, 220 mwN. Vollständigkeitshalber angemerkt sei, dass nach Art. 53 Abs. 3 MiFID II neben EU-Wertpapierfirmen und Kreditinstituten theoretisch ebenfalls „andere Personen“ bei Erfüllung gewisser Kriterien unmittelbaren Zugang erhalten können.

521 Näher zur Verordnung Pfurtscheller et al. ZFR 2021, 4, 10 f.; Weiss RD i 2022, 196.

522 Wörtlich ist die Rede davon, dass „[d]as von einem Schwarmfinanzierungsdienstleister bereitgestellte Forum (...) kein internes System zur Zusammenführung von Aufträgen sein [sollte], das Kundenaufträge auf multilateraler Basis ausführt, es sei denn, der Schwarmfinanzierungsdienstleister verfügt in Bezug auf übertragbare Wertpapiere auch über eine gesonderte Zulassung“. Ein solches Verständnis wohl auch annehmend Majcen ÖBA 2020, 868, 873.

523 Vgl. zum gleichzeitigen Betrieb einer (aufsichtsfreien) Kryptohandelsplattform neben einem Handelsplatz iSd MiFID II Schopper/Raschner ÖBA 2019, 249, 260 f.

524 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.8.

525 Vgl. Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.63.

b) Informations- und Gatekeeper-Anforderungen

In Art. 25 Abs. 3 lit. a–d ECSP-VO werden **übergreifende Anforderungen** für den Betrieb eines Forums festgelegt.<sup>526</sup> Insbesondere werden Pflichten statuiert, damit Anleger auf informierter Grundlage ihre Entscheidungen treffen können,<sup>527</sup> wodurch sich die systematische Verortung des Art. 25 ECSP-VO im Kapitel „Anlegerschutz“ erklärt. Daneben spielen auch Markteffizienzerwägungen eine Rolle,<sup>528</sup> indem auf Kunden und nicht nur Anleger abgestellt wird.<sup>529</sup>

Zunächst müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister ihre Kunden **über die Art des Forums informieren** (lit. a). Dazu zählt insbesondere die Erläuterung, ob der Schwarmfinanzierungsdienstleister (nur) ein Bulletin Board oder auch einen Handelsplatz betreibt. Kunden sind im Falle des Bulletin Boards auch darüber klar und deutlich zu unterrichten, dass jede An- und Verkaufstätigkeit im Ermessen und in der Verantwortung des jeweiligen Anlegers liegt (ErwGr 55 S. 4 ECSP-VO). Des Weiteren müssen Dienstleister ihren Kunden vorschreiben, bei Werbung für den Verkauf eines Produkts das „Basisinformationsblatt“ zur Verfügung zu stellen (lit. b). Aus diesem Grund wird vom Betreiber eine Uploadfunktion zu implementieren und „*by design*“ zu unterbinden sein, dass ein Angebot freigeschaltet wird, dem keine Datei angehängt ist. Es werden auch gewisse **Gatekeeper-Anforderungen** an die Plattformbetreiber gestellt.<sup>530</sup> So müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister im Fall der Kreditvermittlung potenziellen Käufern „Informationen über die Bedienung“ – treffender: „Performance“ – der vermittelten Kredite bereitstellen (lit. c). Anlegerschutzermägungen sprechen dafür, dass sich die Angaben nicht nur auf die durchschnittliche Bedienung der über eine Plattform vermittelten Kredite beziehen müssen, sondern – soweit vorhanden – auf das

---

526 Soweit ersichtlich werden damit im Finanzmarktrecht erstmals Anforderungen an das bloße Betreiben eines Online-Fforums gestellt, weshalb die hier formulierten Pflichten auch auf andere Bereiche ausstrahlen können.

527 Vgl. ebenso Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.66.

528 So zu Art. 25 Abs. 3 lit. c ECSP-VO Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 72.

529 Zum Kundenbegriff Ziff. II. 2. b).

530 Vgl. Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 72. Zur Abgrenzung vom DMA eingangs Ziff. I. aE.

konkret angebotene Projekt.<sup>531</sup> Wenn Kunden als nicht kundige Anleger gelten und ein Produkt kaufen wollen, müssen Dienstleister zudem noch Informationen gemäß Art. 19 Abs. 2 ECSP-VO sowie Risikowarnungen gemäß Art. 21 Abs. 4 ECSP-VO zur Verfügung stellen (lit. d). Daraus kann im Umkehrschluss gefolgert werden, dass für den Erwerb über ein Forum gerade keine Kenntnisprüfung oder Simulation der Verlusttragfähigkeit durchgeführt werden muss.<sup>532</sup>

Speziell für Schwarmfinanzierungsdienstleister, welche die **Verwahrung des Kundenvermögens** nach Art. 10 Abs. 1 ECSP-VO anbieten, sieht Art. 25 Abs. 4 ECSP-VO noch vor, dass diese „von ihren Anlegern, die (ein) solches Interesse anzeigen“ zu verlangen haben, jegliche Änderungen der Eigentumsverhältnisse mitzuteilen. Hintergrund ist die Überprüfung der Eigentumsverhältnisse und die Führung von Aufzeichnungen. Wer von den Vertragsparteien mitteilungs pflichtig ist, wird nicht näher spezifiziert. Aus praktischer Sicht wird es zweckmäßig sein, diesbzgl. Regelungen für die Mitteilungspflicht in die AGB aufzunehmen. Jedenfalls wird eine Notifikation sinnvollerweise erst nach erfolgter Transaktion vorzunehmen sein.

Implizit wird in Art. 25 Abs. 4 ECSP-VO zuletzt noch klargestellt, dass Schwarmfinanzierungsdienstleister **Vorschläge für Referenzpreise** für eine An- oder Verkaufstätigkeit unterbreiten können; diesbzgl. unterliegen sie dann weiteren **Informationspflichten**: *Erstens* ist auf die Unverbindlichkeit der vorgeschlagenen Referenzpreise hinzuweisen. *Zweitens* ist der vorgeschlagene Referenzpreis zu begründen. *Drittens* sind die wichtigsten Elemente der Berechnungsmethode im Einklang mit Art. 19 Abs. 6 ECSP-VO offenzulegen.<sup>533</sup> Welche „key elements“ im Einzelnen dazu gehören, wird sich insofern nach den auf Level 2 noch zu spezifizierenden Anforderungen richten.<sup>534</sup>

### c) Weitere Abgrenzungsfragen

Wie bereits vereinzelt in der Literatur herausgearbeitet wurde, wirft der **Handel von Krediten über Bulletin Boards** noch Folgefragen auf. Gewis-

531 AA BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 22.

532 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 23.

533 Dazu oben Ziff. V. 1. d).

534 Siehe dazu Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503, Chapter II.



se Unklarheiten bestehen dahingehend, ob die Verkaufsmöglichkeit von Krediten über das Forum (oder ggf. auch andere Arten von Marktplätzen) dazu führt, dass diese als „übertragbare Wertpapiere“ iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 1 MiFID II einzuordnen sind.<sup>535</sup> Vom Begriff umfasst sind nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. b MiFID II „die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, wie (...) Schuldverschreibungen oder andere verbriefte Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten (Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere“. Entgegen manch bisheriger mitgliedstaatlicher Ansichten wird die Ermöglichung des *bilateralen* Handels mit Hilfe des Bulletin Boards außerhalb der Plattform nunmehr eindeutig **nicht mehr zur Umqualifikation** der Kredite als „übertragbare Wertpapiere“ führen.<sup>536</sup> Von der ECSP-VO soll kein multilateraler Handel von Krediten nach eigenständigen Regeln ermöglicht werden, sondern es bleibt insoweit bei den Anforderungen der MiFID II. Erst wenn die dortigen Voraussetzungen erfüllt sind, müssen entsprechende Kredite als Schuldverschreibungen und somit als übertragbare Wertpapiere angesehen werden.<sup>537</sup> Etwaige künftige Anpassungen werden im Rahmen von Art. 45 Abs. 2 lit. m ECSP-VO zu evaluieren sein, wonach über den „Einsatz der in Artikel 25 genannten Foren, einschließlich der Auswirkungen auf den Sekundärmarkt für Kredite, übertragbare Wertpapiere und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“ zu berichten ist.

Der Betrieb eines Bulletin Boards wirft zudem **Abgrenzungsfragen zur Anlage- oder Abschlussvermittlung** iSd § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 bzw. 2 KWG, § 2 Abs. 2 Nr. 4 bzw. 5 WpIG auf. Bei der Anlagevermittlung geht es um „die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten“, während die Abschlussvermittlung

---

535 Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.33, 13.45 ff.; auch Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 54.

536 Vgl. mwN für die Niederlande Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.45 ff. und iE Rn. 13.54.

537 Vgl. dazu schon iZm tokenisierten Krediten Ziff. II. 2. a) ff). In diese Richtung auch Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 72; aA zum KOM-E Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 466, der davon ausgeht, dass einem multilateralen System für herkömmliche Darlehen nichts im Weg steht. Für ein solches multilaterales Systems benötigt ein Schwarmfinanzierungsdienstleister zudem eine Zulassung nach der MiFID II, siehe dazu Ziff. V. 6. a).

„die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung“ betrifft.<sup>538</sup> Von der BaFin wurde im Zusammenhang mit der Blockchaintechnologie vertreten, dass Kryptohandelsplattformen, die regional strukturierte kostenpflichtige Verzeichnisse von Kauf- und Verkaufsinteressenten anbieten, in der Regel in der Anlage- und Abschlussvermittlung tätig sind.<sup>539</sup> Eine potentielle Qualifikation als Anlagevermittlung oder Abschlussvermittlung wurde für Plattformbetreiber – vor Erlass der ECSP-VO – ohne nähere Begründung auch für den Bereich des Crowdinvesting in den Raum gestellt.<sup>540</sup> Dieser Sichtweise ist in Bezug auf die hier interessierenden Bulletin Boards nicht beizupflichten:

Hinsichtlich der Anlagevermittlung ist zwar festzustellen, dass die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen iSv Anhang I Abschnitt A Nr. 1 MiFID II nunmehr einen integralen Bestandteil der anlagebasierten Schwarmfinanzierung darstellt.<sup>541</sup> Beim nachgelagerten Bereitstellen eines schwarzen Bretts agiert ein Plattformbetreiber aber gerade nicht als Bote für den Anleger, sodass schon deswegen keine Anlagevermittlung vorliegt.<sup>542</sup> Darüber hinaus fehlt es aufseiten des Betreibers am anpreisenden Verhalten, das für die Anlagevermittlung prägend ist und mit dem die Abschlussbereitschaft des Kunden überhaupt erst herbeigeführt werden soll.<sup>543</sup> Ein Forumbetrieb wird überdies nicht als Abschlussvermittlung einzuordnen sein, weil es bei verordnungskonformer Ausgestaltung keine Kommunikationsmöglichkeiten gibt, die als Anschaffung und Veräußerung im fremden Namen für fremde Rechnung anzusehen wären. Vielmehr wäre eine Qualifikation als Abschlussvermittler nur möglich, wenn ein Dienstleister über das Bulletin Board eine eigene Willenserklärung als Vertreter abgibt.<sup>544</sup> Ob ein Crowdfunding-Sekundärmarkt derart konzipiert ist, ist nach dem objektiven Erscheinungsbild zu bestimmen.<sup>545</sup>

---

538 Siehe weiterführend jeweils das Merkblatt Anlagevermittlung (17.5.2011, geändert am 13.7.2017) sowie das Merkblatt Abschlussvermittlung (7.12.2009, geändert am 11.9.2014).

539 Vgl. zitiert nach Patz BKR 2019, 435, 439 f.

540 Siehe Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers, Fachartikel vom 2.6.2014, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa\\_bj\\_1406\\_crowdfunding.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding.html).

541 Dazu schon oben Ziff. II. 2. a).

542 Vgl. schon Winde, Internet-Plattformen, 2019, S. 191.

543 BGH WM 1993, 1238, 1239.

544 Vgl. so Winde, Internet-Plattformen, 2019, S. 195.

545 Anlehnend an das BGH-Urteil zum illegalen Versicherungsvertrieb von Tchibo, BGH GRUR 2014, 398 Rn. 21 f.

7. Aufbewahrung von und Zugang zu Aufzeichnungen (Art. 26 ECSP-VO)

Schwarmfinanzierungsdienstleister sind verschiedenen, in der ECSP-VO verstreuten **Aufzeichnungspflichten** unterworfen: Artt. 4 Abs. 4 lit. g, 6 Abs. 3, 7 Abs. 3, 22 Abs. 4. Nach ErwGr 56 ECSP-VO sollen Schwarmfinanzierungsdienstleister im „Interesse der Transparenz und einer ordnungsgemäßen Dokumentation der Kommunikation mit Kunden (...) alle relevanten Aufzeichnungen über ihre Dienstleistungen und Transaktionen aufbewahren.“ Der **Regelungszweck** der Aufzeichnungspflichten besteht mithin darin, Transparenz herzustellen. Zwingende Bedingung von Transparenz ist die **Aufbewahrung** und **Zugänglichmachung** der entsprechenden Aufzeichnungen. Dies regelt Art. 26 ECSP-VO, dessen Wortlaut im Wesentlichen selbsterklärend ist. Aus dem Gesetzestext wird allerdings nicht gänzlich deutlich, welchen Personen gegenüber Transparenz konkret geschuldet ist. Weiterführend ist insoweit ein Blick auf den von der Regulationsrichtung vergleichbaren § 83 WpHG. Wie dort bereits der Wortlaut deutlich macht, haben die Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten den **Zweck**, der Aufsicht die **Durchsetzung der Aufsichtspflichten zu erleichtern**. Eine gleichlautende Zwecksetzung wird auch dem Art. 26 ECSP-VO zu unterstellen sein, der aber – wie letztlich auch § 83 WpHG mit seinem Absatz 7 – aufgrund des **zivilrechtlichen Zugangsanspruchs** des Anlegers gemäß Art. 26 lit. b ECSP-VO darüber hinaus auch individuelle Interessen bedient.<sup>546</sup> Relevant ist der Zugangsanspruch des Kunden etwa zur Abmessung und Vorbereitung etwaiger zivilrechtlicher Schadensersatzansprüche. Verletzt der Schwarmfinanzierungsdienstleister die Pflicht aus Art. 26 lit. b ECSP-VO, welche als leistungsbezogene Nebenpflicht zu qualifizieren sein dürfte, so kann er schadensersatzpflichtig gemäß § 280 BGB werden.<sup>547</sup>

Vom zivilrechtlichen Herausgabeanspruch des § 83 Abs. 7 WpHG einmal abgesehen wird hinsichtlich der Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten mit Verweis auf ErwGr 92 DelVO 2017/565 aE angenommen, im Fokus stünden „Anlegerschutz und Marktintegrität“, was überwiegend als systemisch-abstrakte Zielsetzung öffentlich-rechtlicher Natur verstanden

---

546 Zur zivilrechtlichen Einordnung des § 83 Abs. 7 WpHG siehe Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 34.

547 Zur parallelen Situation bei § 83 Abs. 7 WpHG siehe Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 34; aA wohl EBJS/Poelzig, 4. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 6, die sich jedoch in erster Linie auf die prozessrechtliche Bedeutung der Norm bezieht.

wird.<sup>548</sup> Mangels individualschützenden Charakters sei dementsprechend § 83 WpHG nicht als Schutzgesetz iSd § 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren.<sup>549</sup> Inwieweit man für Art. 26 ECSP-VO diese Ansicht adaptieren kann, ist fraglich, schließlich ist die Norm nicht so ausdifferenziert wie § 83 WpHG formuliert und nimmt in den Begünstigtenkreis die Aufsicht wie auch den Kunden gleichermaßen auf. Unzutreffend ist es jedenfalls, den Verhaltenspflichten der ECSP-VO pauschal einen zivilrechtlichen Bedeutungsgehalt, etwa mit Verweis auf die Anlegerschutzbestimmungen der Artt. 22 f. ECSP-VO, abzusprechen.<sup>550</sup> Aus der Tatsache, dass die Verordnung hinsichtlich mancher Pflichten eigene Rechtsfolgenanordnungen enthält, kann nicht allgemeingültig abgeleitet werden, alle Regelungen der ECSP-VO seien nicht mit privatrechtlicher Wirkung ausgestattet.<sup>551</sup>

Für die Aufzeichnung und Aufbewahrung ist ein „dauerhafter Datenträger“ iSd Art. 2 Abs. 1 lit. p ECSP-VO zu verwenden. Üblicherweise genannt werden hier optische Datenspeicher (CD-ROM, DVD), Festplatten, USB-Sticks etc. Papier ist, wie nach Art. 3 DelVO 2017/565, nur ausnahmsweise geeignet.

## 8. Anforderungen für Marketingmitteilungen (Artt. 27f. ECSP-VO)

Das fünfte Kapitel der ECSP-VO enthält Vorgaben hinsichtlich Marketingmitteilungen, die zwar in erster Linie dem Schutz der Anleger dienen,<sup>552</sup> aber auch andere „Kunden“ im Blick haben, sodass sie *strictu sensu* nicht Teil des Investor-Protection-Regimes gemäß Kapitel IV sind.<sup>553</sup>

Marketingmitteilungen werden in Art. 2 Abs. 1 lit. o ECSP-VO **legaldefiniert** als alle Informationen oder Mitteilungen eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters über seine Dienstleistungen, die einerseits (i) an potenzielle Anleger jedoch andererseits auch (ii) an potenzielle Projektträ-

---

548 Vgl. etwa Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 3 f.

549 Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 4; Koller in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Auflage 2019, WpHG § 83 Rn. 1; aA Binder in Staub 11/2 7. Teil Rn. 110.

550 Für eine weitgehend aufsichtsrechtliche Interpretation der von der ECSP-VO statuierten Verhaltenspflichten Buck-Heeb BKR 2022, 169 f.

551 Burchardi EuZW 2021, 1013, 1017 f.

552 Vgl. schon zum Vorschlag Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201.

553 Ähnlich BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 25.

ger gerichtet sein können; ausgenommen von der Begriffsbestimmung sind nur die nach der ECSP-VO offenzulegenden Angaben für Anleger. Erfasst sind somit sämtliche Informationen – letztlich unabhängig von ihrem Verbreitungsmedium –, die den Kunden dazu veranlassen sollen, Schwarmfinanzierungsdienstleistungen in Anspruch zu nehmen oder in Schwarmfinanzierungsprojekte zu investieren.<sup>554</sup> Ausgeschlossen werden damit bloße Imagewerbung und andere allgemeine Angaben ohne Bezug zu den Schwarmfinanzierungsdienstleistungen.<sup>555</sup>

Die Regeln über das Schwarmfinanzierungsmarketing werden von der ECSP-VO weitgehend dem nationalen Recht überlassen. Art. 27 ECSP-VO formuliert jedoch spezifische Anforderungen für den Inhalt, die Gestaltung und die Verbreitung. Im Großen und Ganzen ähneln die normierten Pflichten freilich bereits bestehenden Bestimmungen des (Primär-)Marktrechts (insbesondere der ProspektVO und des WpPG, zT auch der MiFID II [Art. 24 Abs. 3<sup>556</sup>]); eine Orientierung an die existierenden Standards ist daher möglich und sinnvoll. Im unmittelbaren Vergleich variiert freilich die Detailtiefe der zitierten Bestimmungen.<sup>557</sup> **Nicht** durch Art. 27 f. ECSP-VO geregelt werden Vorgaben an das **Marketing der Projektträger**.<sup>558</sup> Die entsprechenden Gebote folgen hier insbesondere aus dem UWG.

#### a) Inhaltliche Vorgaben für Schwarmfinanzierungsdienstleister

Nach Art. 27 Abs. 1 ECSP-VO müssen Marketingmitteilungen des Schwarmfinanzierungsdienstleisters eindeutig als solche erkennbar sein. Dies umfasst sowohl Informationen über die eigenen als auch über die an Dritte ausgelagerten Dienste. In Bezug auf die **Erkennbarkeit als Marketingmitteilungen** kann grundsätzlich auf die Literatur zu Art. 22 Abs. 3 ProspektVO sowie § 7 Abs. 2 WpPG zurückgegriffen werden. Informatio-

---

554 Vgl. zum tradierten Verständnis im Anwendungsbereich des § 63 WpHG BaFin, Rundschreiben 05/2018 (WA), MaComp vom 19.4.2018 (28.3.2022), BT 3.1.1, Nr. 1.

555 Letztlich so wie im Anwendungsbereich des § 63 WpHG, vgl. Rothenhöfer in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 63 Rn. 149.

556 Ebenso zB Goanta/Louise/Ortolani in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 14.08.

557 Ähnlich schon Riethmüller BKR 2022, 149, 150.

558 Dazu näher ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.7.

nen, die sich an nicht kundige Anleger richten, müssen demnach mit dem Wort „Marketingmitteilung“ deutlich gekennzeichnet sein.<sup>559</sup>

Weiterhin darf vor Abschluss der Kapitalbeschaffung für ein (geplantes) Projekt **nicht in unverhältnismäßiger Weise einzelfallbezogene Werbung** gemacht werden (vgl. Art. 27 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO). Es müssen alle (potenziellen) Projektträger von der Plattform diskriminierungsfrei und fair behandelt werden.<sup>560</sup> Schwarmfinanzierungsdienstleister dürfen sich also bei ihren Marketingbemühungen nicht ausschließlich oder zu stark auf ein Projekt oder eine Gruppe von Projekten konzentrieren, wenngleich laut Q&A der ESMA eine gewisse Ausnahme anhand *objektiver Kriterien* möglich sei.<sup>561</sup>

Entgegen dem ursprünglichen Vorschlag der Kommission hat die Klarstellung, dass sich Dienstleister auf erfolgreich abgeschlossene Angebote berufen können, keinen Eingang in die Erwägungsgründe der ECSP-VO gefunden.<sup>562</sup> Derartige Marketingmitteilungen, die sich nur oder in hohem Maße auf Projekte konzentrieren, für die ein Fundraising bereits beendet ist, werden vom Wortlaut wie auch Normzweck des Absatzes 2 aber von vornherein nicht erfasst.<sup>563</sup>

In Art. 27 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO wird sodann nochmals die Pflicht dupliziert, dass die enthaltenen Informationen **redlich, eindeutig und nicht irreführend** sein müssen (siehe bereits Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO).<sup>564</sup>

---

559 Schlitt/Ries in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, 4. Auflage 2022, Art. 22 ProspektVO Rn. 18; auch Schlitt/Ries in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, 4. Auflage 2022, § 7 WpPG Rn. 9.

560 Bereits zum etwas anders lautenden Kommissionsvorschlag Will/Quarch WM 2018, 1481, 1489; ebenso Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 467.

561 Siehe näher ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.18, die demonstrativ die Konzentration auf (a) ein bestimmtes Geschäftsfeld und/oder ein bestimmtes nachhaltiges Entwicklungsziel, (b) auf einen bestimmten geografischen Standort und (c) auf bestimmte Finanzierungsstadien als zulässige Kriterien nennt.

562 Dazu noch Will/Quarch WM 2018, 1481, 1489 f.; ebenso Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 467. Siehe den Vergleich zum angenommenen Text bei Goanta/Louise/Ortolani in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 14.20.

563 Vgl. auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.18, die allerdings für den hierbei zu beachtenden Rechtsrahmen noch auf Art. 3 Abs. 2 und 3 ECSP-VO verweist.

564 Dabei ist zwar anstelle von „redlich“ die Rede von „fair“; im Ergebnis ist dies freilich unterschiedslos. Siehe auch den englischen Wortlaut. Dazu oben Ziff. V. 1. a).

Ergänzend müssen die Informationen bei Vorliegen eines Anlagebasisinformationsblatts mit diesem bzw. bei Nichtvorliegen mit den in der ECSP-VO im Übrigen zwingend vorgeschriebenen Informationen übereinstimmen. Damit besteht auch beim Marketing von Crowdfunding-Projekten ein **Konsistenzgebot**.<sup>565</sup>

In Art. 27 Abs. 3 ECSP-VO erfolgt eine **Sprachenregelung**: Schwarmfinanzierungsdienstleister müssen die Mitteilungen entweder (a) in einer der *Amtssprachen* des Mitgliedstaats oder (b) einer von den zuständigen Behörden dieses Mitgliedstaats *akzeptierten Sprache*<sup>566</sup> verfassen.<sup>567</sup> Bei grenzüberschreitenden Marketingaktivitäten besteht eine **Übersetzungspflicht**, sofern die Marketingkommunikationen für das Zielland nicht den obigen Anforderungen (dh Amtssprache oder akzeptierte Sprache) bereits entsprechen (näher ErwGr 60 ECSP-VO).<sup>568</sup> Da von der BaFin keine anderen Sprachen akzeptiert werden, müssen Marketingmitteilungen von einem andernorts zugelassenen Dienstleister bei einem Vertriebsfokus auf Deutschland somit in deutscher Sprache verfügbar sein. Im Fall von Auslandsaktivitäten müssen Dienstleister mithin (nur) die nationalen Marketingvorschriften des Mitgliedstaats, in dem sie verbreitet werden, beachten.<sup>569</sup> Nach Art. 27 Abs. 4 ECSP-VO sind die zuständigen Behörden des Mitgliedstaats, in dem Marketing betrieben wird, zur Überwachung der Einhaltung und Durchsetzung berufen.

Unionsweit harmonisiert wird die behördliche Vorabkontrolle von Marketingmitteilungen. Im Unterschied zur Vermarktung von AIFs<sup>570</sup> dürfen die zuständigen Behörden im Anwendungsbereich der ECSP-VO **keine vorherige Genehmigung oder Notifizierung** verlangen (Art. 27 Abs. 5 ECSP-VO). Somit ist zwar keine *ex-ante*-Kontrolle durch die Aufsicht vorgesehen, nach Art. 30 Abs. 2 lit. b ECSP-VO können die zuständigen Behörden allerdings *ex post* tätig werden. Im Einklang mit § 10 Abs. 4 Nr. 2 lit. c WpHG besteht für die BaFin damit ua die Möglichkeit, Marketing-

---

565 Vgl. Schlitt/Ries in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, 4. Auflage 2022, § 7 WpPG Rn. 13 f.

566 Die in den Mitgliedstaaten jeweils akzeptierten Sprachen werden grundsätzlich den für Anlagebasisinformationsblätter zulässigen Sprachen entsprechen, die nach Art. 23. Abs. 5 ECSP-VO auf der Webseite der ESMA abrufbar sind. Wohl auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.6.

567 Vgl. dies betonend auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.5.

568 Vgl. auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.3.

569 Siehe dazu und zum Folgenden auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.8; auch Majcen ÖBA 2020, 868, 875.

570 DelVO 2019/1156; dazu Majcen ÖBA 2020, 868, 875.



mitteilungen zu untersagen oder für jeweils höchstens zehn aufeinander folgende Arbeitstage auszusetzen. Eine Ausnahme vom soeben Gesagten besteht nur dadurch, dass Dienstleister gemäss Art. 12 Abs. 2 lit. d ECSP-VO als Teil des Zulassungsantrags eine Beschreibung ihrer beabsichtigten Vermarktungsstrategie vorlegen müssen (dazu genauer Anhang, Feld 5.3 der DelVO 2022/2112).<sup>571</sup>

#### b) Behördliche Veröffentlichungspflichten

Art. 28 Abs. 1 ECSP-VO verpflichtet die zuständigen nationalen Behörden, die jeweiligen **nationalen Marketingvorschriften, deren Einhaltung sie überwachen**,<sup>572</sup> auf ihren Internetseiten **zu veröffentlichen** und diese auf dem neuesten Stand zu halten.<sup>573</sup> Nach Art. 28 Abs. 2, 3 ECSP-VO sind der ESMA jeweils unverzüglich aktualisierte Zusammenfassungen der einschlägigen Vorschriften in einer in der internationalen Finanzwelt gebräuchlichen Sprache zu übermitteln. Wie dies im Einzelnen zu erfolgen hat, wird gemäß Art. 28 Abs. 5 ECSP-VO auf Level 2 in der DVO 2022/2123 festgelegt, die Standardformulare, Vorlagen und Verfahren für die Veröffentlichung der nationalen Vorschriften über Marketinganforderungen näher spezifiziert. Nach Erhalt der Informationen hat die **ESMA ebenfalls eine Übersicht über die nationalen Vorschriften für Marketingkommunikation** auf ihrer Webseite **publik** zu machen (Art. 28 Abs. 6 ECSP-VO).<sup>574</sup> Zugrundeliegender Telos der Veröffentlichungspflichten ist dabei sowohl die **Gewährleistung der Rechtssicherheit** für grenzüberschreitend tätige Dienstleister als auch eine **Erleichterung neuer Markteintritte** (vgl. ErwGr 58 ECSP-VO). Ob dieses Ziel gegenwärtig erreicht wird, scheint aufgrund eines offenbar unterschiedlichen Verständnisses

---

571 Darauf hinweisend auch Goanta/Louise/Ortolani in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 14.21.

572 Laut englischem Verordnungswortlaut umfasst dies „national laws, regulations and administrative provisions“.

573 Art. 28 Abs. 4 ECSP-VO sieht in diesem Zusammenhang noch vor, dass die zuständigen Behörden auf ihren Internetseiten anderweitige Kontaktdaten veröffentlichen müssen, wenn sie nicht für die Überwachung der Einhaltung und Durchsetzung zuständig sind.

574 Siehe ESMA35–42–1305, 10 November 2021, Tabelle 3, abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305\\_crowdfunding\\_tables.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf).



der zuständigen Behörden allerdings zweifelhaft.<sup>575</sup> Insofern bleibt abzuwarten, ob der Europäische Gesetzgeber hier nochmals nachschärfen wird. Um die regulatorischen Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten besser zu verstehen, müssen die zuständigen Behörden der ESMA nach Art. 28 Abs. 8 ECSP-VO einen detaillierten **Jahresbericht** über ihre Durchsetzungsmaßnahmen vorlegen (siehe auch ErwGr 59 ECSP-VO).

### c) Haftung für Marketingmitteilungen

Mit Blick auf die umfangreichen Haftungsvorgaben für das Anlagebasisinformationsblatt überrascht, dass die Verordnung keine korrespondierenden Bestimmungen für fehlerhafte oder irreführende Marketingmitteilungen enthält.<sup>576</sup> Vertragsabschlüsse auf digitalen Marktplätzen sind geprägt von „Zeitdruck und Ungeduld“.<sup>577</sup> Deshalb erheben sich Zweifel, ob die theoretisch vorausgesetzte Bedeutung der Anlagebasisinformationsblätter *in praxi* zutreffend ist. Der ungeduldige Anleger wird sich oftmals ganz wesentlich von den Marketingmitteilungen zu einer Entscheidung verleiten lassen. Daher ist die verhaltenssteuernde Wirkung des Haftungsrechts<sup>578</sup> hinsichtlich dieser Angaben unverzichtbar. Da die Thematik außerhalb der ECSP-VO liegt, kann diese Lücke fallabhängig durch einen Rückgriff auf die allgemeine Haftung wegen Verletzung einer Pflicht aus dem Plattformnutzungsvertrag oder nach den Grundsätzen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung (ieS) geschlossen werden.<sup>579</sup>

---

575 So wird etwa von der österreichischen FMA als relevante Marketingvorschrift (nur) das Schwarmfinanzierung-Vollzugsgesetz gemeldet, von der lettischen „Financial and Capital Market Commission“ hingegen die Gesetze betreffend Werbung, unlautere Geschäftspraktiken sowie Schutz der Verbraucherrechte angeführt. Von der BaFin wurden wiederum gar keine Marketingvorschriften gemeldet („No measures / national regime in place“). Wie hier kritisch Kaufmann ZFR 2022, 531, 532.

576 Bereits Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 247

577 Dornis ZfPW 2022, 310, 330.

578 Siehe im Überblick dazu Wagner VersR 1999, 1441 ff.

579 Dazu auch oben Ziff. V. 5. f) dd) am Ende.

## VI. Beaufsichtigung und Sanktionen

Etwas verstreut normiert sind die Vorgaben der ECSP-VO zur präventiven und repressiven Aufsicht inkl. Sanktionen. So wird die laufende Beaufsichtigung von Schwarmfinanzierungsdienstleister sowohl in Kapitel III (gemeinsam mit den Zulassungsregeln) als auch in Kapitel VI geregelt, während die verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen in Kapitel VII bestimmt werden.

### 1. *Überwachung durch die zuständige Behörde (Artt. 15, 29ff. ECSP-VO)*

Die laufende Überwachung der Schwarmfinanzierungsdienstleister bei der Erbringung ihrer Dienstleistungen obliegt gemäß Art. 15 Abs. 1 ECSP-VO der zuständigen Behörde im **Herkunftsmitgliedstaat**, die dem Plattformbetreiber die Zulassung erteilt hat. Die Aufsicht hat insbesondere zu prüfen, ob der Schwarmfinanzierungsdienstleister die von der ECSP-VO vorgegebenen Pflichten einhält; sie hat dabei den Proportionalitätsgrundsatz – auch bei der Entscheidung, ob Vor-Ort-Prüfungen notwendig sind – zu wahren (Art. 15 Abs. 2 ECSP-VO).

Damit die Aufsicht ihren Aufgaben effizient nachkommen kann, trifft die Schwarmfinanzierungsdienstleister, ähnlich wie aus Art. 21 Abs. 2 S. 2 MiFID II bekannt, eine **Mitteilungspflicht** über „alle wesentlichen Änderungen“ der für die Zulassung erforderlichen Voraussetzungen; etwaige damit zusammenhängende Informationen sind eigenständig vorzulegen (Art. 15 Abs. 3 ECSP-VO). Im Lichte der in Art. 12 Abs. 2 lit. d–g ECSP-VO geforderten Angaben<sup>580</sup> kann sich die Frage stellen, ob die nachträgliche Implementierung neuer Technologien (zB künstlicher Intelligenz bei der Portfolioverwaltung) als wesentliche Änderung der Zulassungsvoraussetzungen anzusehen ist.<sup>581</sup> Im Sinne der Innovationsförderung sprechen die besseren Argumente dafür, die Einführung neuer Technologien nicht per

---

580 Dies umfasst insbesondere Geschäftsplan, Beschreibung der internen Kontrollmechanismen inkl. Risikomanagement wie auch Beschreibung der operationellen Risiken.

581 Vgl. dazu und zum Folgenden Raschner in Böffel/Schürger, Digitalisation, Sustainability and the Banking and Capital Markets Union, 2023, 99, 109 f.

se als wesentliche Veränderung anzusehen, sondern dies einzelfallbezogen und risikoabhängig zu beurteilen.<sup>582</sup>

a) Befugnisse der BaFin

Die im Sinne des Art. 29 Abs. 1 ECSP-VO zuständige Behörde wird in Deutschland vom § 32b Abs. 1 WpHG benannt. Berufen und ermächtigt für die Wahrnehmung der Aufgaben nach der ECSP-VO ist demnach die BaFin. Die spezifischen **Ermittlungs- und Aufsichtsbefugnisse der BaFin** sind – in Anknüpfung an Artt. 29, 30 ECSP-VO<sup>583</sup> – in § 10 Abs. 4 WpHG sowie § 32f WpHG niedergelegt. Während § 10 Abs. 4 S. 1 WpHG hinsichtlich der Anordnungsbefugnisse eine **Generalklausel** enthält, normiert S. 2 der Norm acht verschiedene **Regelbeispiele**, die nur bei zusammenhängender Lektüre mit der ECSP-VO verständlich werden.<sup>584</sup> Dazu zählt bspw. auch die Befugnis, vorbehaltlich der Zustimmung der Kunden und eines übernehmenden Schwarmfinanzierungsdienstleisters bestehende Verträge zu übertragen, falls einem Schwarmfinanzierungsdienstleister die Zulassung entzogen wurde.

§ 32f WpHG schafft die Rechtsgrundlage für Prüfungen bei den Schwarmfinanzierungsdienstleistern. Nähere Vorgaben über Aufbau, Inhalt und Art und Weise der vorzulegenden Prüfungsberichte sowie über Art, Umfang und Zeitpunkt der Prüfung wurden von der BaFin auf Basis von § 32f Abs. 8 WpHG in der **Schwarmfinanzierungsdienstleister-Prüfungsverordnung** niedergelegt.<sup>585</sup>

b) Behördenkooperation

Eine **Zusammenarbeit der zuständigen innerstaatlichen Behörden** und ein ggf. notwendiger Informationsaustausch bestimmt sich nach Art. 31 ECSP-VO. Sofern der jeweilige Mitgliedstaat beschlossen hat, für Verstöße

---

582 Vorbildcharakter hat insoweit Art. 19 Abs. 2 S. 1 MarktüberwachungsVO.

583 Dazu genauer zB Lousse/Pasaribu in Ortolani/Lousse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 7.29 f.

584 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Hippeli, 15.8.2022, WpHG § 10 Rn. 58.

585 Verordnung zur Ausgestaltung der Prüfungen nach § 32f des Wertpapierhandelsgesetzes bei Schwarmfinanzierungsdienstleistern nach der Verordnung (EU) 2020/1503 (Schwarmfinanzierungsdienstleister-Prüfungsverordnung – SchwarmfdPV), BGBl. I S. 852.

gegen die ECSP-VO strafrechtliche Sanktionen vorzusehen, sind auch geeignete Maßnahmen und Befugnisse in Kooperation mit den inländischen Strafverfolgungs- und Justizbehörden vorzusehen, Art. 31 Abs. 1 UAbs. 2 ECSP-VO. Im Detail wird dies in der DelVO 2022/2113 geregelt. Für Deutschland ist dies nicht von Bedeutung, da von der Optionsklausel des Art. 39 Abs. 1 ECSP-VO kein Gebrauch gemacht wurde und folglich § 120b WpHG nur Bußgeldvorschriften enthält.<sup>586</sup>

Für die **Zusammenarbeit zwischen** den zuständigen **nationalen Behörden** und der **ESMA** verweist Art. 32 Abs. 1 ECSP-VO auf die VO (EU) 1095/2010.<sup>587</sup> Es gelten insoweit die bewährten Standards, die aus § 19 WpHG bekannt sind.<sup>588</sup> Zudem ist die DVO 2022/2121 einschlägig.

## 2. Laufende Berichterstattung durch Schwarmfinanzierungsdienstleister (Art. 16 ECSP-VO)

Die nach der ECSP-VO zugelassenen Schwarmfinanzierungsdienstleister unterliegen weitreichenden Berichtspflichten gegenüber der zuständigen Aufsichtsbehörde. So ist gemäß Art. 16 Abs. 1 ECSP-VO **jährlich** eine vertrauliche **Liste der Projekte**, die über die Plattform finanziert werden, zu übermitteln, die Angaben über den Projektträger und den Finanzierungsbetrag (lit. a), die ausgegebenen Instrumente (lit. b) und zuletzt über die Anleger (lit. c) miteinschließt. Diese Informationen übermittelt die zuständige Behörde anonymisiert an die ESMA, die ihrerseits aggregierte Jahresstatistiken zum Schwarmfinanzierungsmarkt in der EU erstellt und auf ihrer Internetseite veröffentlicht. Die technischen Durchführungsstandards werden von DVO 2022/2120 iVm Art. 16 Abs. 3 ECSP-VO bestimmt.

---

<sup>586</sup> Näher sogleich unten Ziff. VI. 3.

<sup>587</sup> Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission.

<sup>588</sup> Dazu im Überblick BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Hippeli, 15.5.2022, WpHG § 19 Rn. 1 ff.

3. Sanktionen und Maßnahmen (Artt. 39 ff. ECSP-VO)

Kapitel VII enthält in den Art. 39 ff. ECSP-VO den aus dem Finanzmarktrecht bekannten Katalog strafrechtlicher und verwaltungsrechtlicher Sanktionsbestimmungen und die Vorgaben zur Schaffung von Ermächtigungsgrundlagen für verwaltungsrechtliche Maßnahmen. Gesetzessystematisch werden also (Neben-)Strafrecht, Ordnungswidrigkeitenrecht und besonderes Verwaltungsrecht miteinander verkoppelt.<sup>589</sup> Indes wichtig zu betonen ist hier, dass Art. 39 Abs. 1 ECSP-VO es den Mitgliedstaaten *eröffnet*, strafrechtliche Sanktionen zu schaffen, während allein verpflichtend vorgegeben wird, verwaltungsrechtliche Sanktionen und andere verwaltungsrechtliche Maßnahmen im mitgliedstaatlichen Recht vorzusehen. Der deutsche Gesetzgeber hat sich entschieden, mit § 120b WpHG allein Ordnungswidrigkeitenrecht, also **Bußgeldbestimmungen** zu errichten. Dabei operiert das Gesetz, wie von den §§ 119 ff. WpHG bekannt, mit Blanketttatbeständen, Ausfüllungsnormen und (statischen) Verweisungen.<sup>590</sup> Wie dies auch sonst im Finanzmarktrecht der Fall ist, folgt das Bedürfnis für eine solche Konzeption aus der Kompetenzverteilung zwischen der Union und den Mitgliedstaaten.<sup>591</sup>

**Ausgangspunkt** hinsichtlich der Höhe einer Geldbuße ist **für alle Personen** § 120b Abs. 3 WpHG. Danach kann eine Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße von bis zu 500.000 EUR geahndet werden; gemäß § 120b Abs. 4 WpHG kann die Geldbuße bei **juristischen Personen oder Personenvereinigungen**, die mit einem jährlichen Gesamtumsatz von mehr als 10 Millionen EUR im letzten verfügbaren, vom Leitungsorgan gebilligten Abschluss aufwarten, abweichend von Absatz 3 bis zu 5 % des jährlichen Gesamtumsatzes betragen. Nach § 120b Abs. 5 WpHG kann wiederum abweichend von Absatz 3 und Absatz 4 die Geldbuße bei einer juristischen Person oder Personenvereinigung auf das Zweifache des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens erhöht werden, sofern sich dieser Nutzen beziffern lässt.

---

589 Siehe dazu etwa Spoerr in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Auflage 2019, Vorbemerkungen zu §§ 119–126 WpHG Rn. 3.

590 Zur Bewertung dieser Gesetzeskonzeption in Bezug auf die §§ 119 ff. WpHG siehe Spoerr in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Auflage 2019, Vorbemerkungen zu §§ 119–126 WpHG Rn. 29 ff.; siehe näher dazu auch Petzsche NZWiSt 2015, 210; Cornelius NZWiSt 2014, 173; monographisch Enderle, Blankettstrafgesetze, 2000.

591 Spoerr in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Auflage 2019, Vorbemerkungen zu §§ 119–126 WpHG Rn. 29.

Gemäß § 120b Abs. 6 iVm § 120 Abs. 26 WpHG tritt **Verfolgungsverjährung** nach drei Jahren ein. Die **Frist beginnt** mit Beendigung der Tathandlung oder mit dem ggf. späteren Zeitpunkt des Erfolgeintritts.<sup>592</sup>

Von Art. 42 ECSP-VO wird den Aufsichtsbehörden vorgegeben, unter Einhaltung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes **naming and shaming** zu betreiben. Im deutschen Recht werden solche Vorgaben vom § 10 Abs. 4 Nr. 1 lit. a sowie § 123 WpHG aufgegriffen. Die Bekanntmachung von verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen dient zum einen der Information der Marktteilnehmer und der Anleger, zum anderen der **Prävention**.<sup>593</sup> Durch den mit der Veröffentlichung einhergehenden **Reputationsschaden**<sup>594</sup> wird der betreffende Schwarmfinanzierungsdienstleister abgeschreckt, den Fehler zu wiederholen, aber auch die übrigen Marktteilnehmer (*peers*) angehalten, sich gesetzeskonform zu verhalten. Als effektiv wird dieses Regulierungsinstrument angesehen, weil es mit vergleichsweise geringen Kosten implementierbar ist und die Verhaltenssteuerung durch die „Ächtung von Stakeholdern“ erfolgt.<sup>595</sup>

---

592 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Kämpfer/Travers, 15.8.2022, WpHG § 120 Rn. 170.

593 Zur Frage, inwieweit man der Bekanntmachung einen repressiven Charakter zusprechen kann, siehe BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Kämpfer/Travers, 15.8.2022, WpHG § 123 Rn. 1 f. mit weiterführenden Nachweisen.

594 Näher dazu P. Koch, Naming and shaming im Kapitalmarktrecht, 2019, S. 223 ff.

595 Siehe D. Meier, Täuschung und Manipulation im Privatrecht, 2022, S. 307 mwN.

## VII. Kollisionsrechtliche Fragen

Von der ECSP-VO werden grenzüberschreitende Schwarmfinanzierungen gezielt gefördert, wodurch schwierige Fragestellungen des Internationalen Privatrechts entstehen können – insbesondere hinsichtlich der zentralen Verträge (Kreditvertrag, Rechtskauf, Plattformnutzungsvertrag etc.) und der zivilrechtlichen Haftungsregeln (Artt. 23 f. ECSP-VO).

Betrachtet man zunächst einmal den **Plattformnutzungsvertrag**, so ist in Erinnerung zu rufen, dass der Plattformbetreiber auf zwei Seiten mit Kunden einen entsprechenden Nutzungsvertrag schließt: auf der einen mit dem Anleger, auf der anderen mit dem Projektträger.<sup>596</sup> Mit Blick auf den Anwendungsbereich der ECSP-VO sind Projektträger und Plattformbetreiber jeweils juristische Personen und Unternehmer, so dass in diesem Verhältnis nur eine b2b-Konstellation interessiert; der Nutzungsvertrag unterliegt – sofern eine Rechtswahl gemäß Art. 3 Rom I-VO fehlt<sup>597</sup> – nach Art. 4 Abs. 1 lit. b Rom I-VO dem Recht am Sitz des Plattformbetreibers.<sup>598</sup> Der Anleger wird hingegen im Regelfall eine natürliche Person mit Verbrauchereigenschaft sein, so dass insoweit von einem b2c-Sachverhalt auszugehen ist. Da die Plattformnutzungsverträge als **vertragliche Schuldverhältnisse** iSd Art. 1 Abs. 1 Rom I-VO zu qualifizieren sind, sind die Kollisionsnormen dieser Verordnung maßgeblich.<sup>599</sup> Damit stellt sich die Frage, ob ein **Verbrauchervertrag** iSd Art. 6 Abs. 1 Rom I-VO einschlägig ist. Abzustellen ist auf den Vertragszweck, der nach den dem Schuldner objektiv erkennbaren Umständen des jeweiligen Geschäfts festzustellen ist.<sup>600</sup> Erwägenswert erscheint es hier, zwischen den Kreditvergabeformen – echtes oder unechtes P2P-Lending – zu differenzieren. Denn beim echten Crowdlending ist schon mehrfach vertreten worden, es sei eine

---

596 Etwaige Kooperationsverträge mit Zahlungsdienstleistern, Treugebern, Kreditinstituten etc. seien hier ausgeklammert; es sei insoweit auf die in diesen Bereichen weiterführende Literatur verwiesen.

597 Nach BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Internationales und europäisches Finanzmarktrecht Rn. 732 „der praktische Regelfall“.

598 Wendelstein GPR 2021, 220, 223; BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Internationales und europäisches Finanzmarktrecht Rn. 732.

599 Wendelstein GPR 2021, 220, 222.

600 Staudinger in Ferrari/Kieninger/Mankowski et al., Internationales Vertragsrecht, 3. Auflage 2018, Art. 6 Rn. 13 mwN.

gewerbsmäßige Kreditvergabe durch den Anleger denkbar, indem er in der Regel über die Plattform mehrere Kleinkredite auskehrt.<sup>601</sup> Würde man an diese Gedanken anknüpfen, ließe sich vertreten, der Anleger schließe den Plattformnutzungsvertrag mit der Zwecksetzung, gewerblich tätig zu werden. Wie allerdings der EuGH in der Rechtssache Petruchová<sup>602</sup> deutlich gemacht hat, ist ein recht verbraucherfreundlicher, demnach weiter Verbraucherbegriff anzulegen. Tätigt eine natürliche Person ein Investitionsgeschäft, um einen privaten Eigenbedarf zu decken, dann reichen finanzmarktrechtliche Faktoren wie etwa der Umstand, dass die Investition für den Anleger in hohem Maße risikobehaftet ist,<sup>603</sup> nicht für sich genommen aus, um die Verbrauchereigenschaft zu verneinen.<sup>604</sup> Vor diesem Hintergrund gilt somit: Schwarmfinanzierungsinvestitionen mögen zwar spekulativ sein, der Anleger ist indes gleichwohl in der Regel als Verbraucher zu qualifizieren. Daran ändert der Umstand nichts, dass – gerade bei der individuellen Portfolioverwaltung – viele spekulative Kleinkredite durch denselben Anleger vergeben werden. Denn dieser Anleger nimmt seine Vermögensinteressen mit einem geringfügigen zeitlichen und organisatorischen Aufwand wahr; die entscheidende Arbeit übernimmt schließlich die Plattform. Damit entspricht dieser Anleger nicht dem typischen Bild eines Unternehmers.<sup>605</sup> Viel spricht daher dafür, die Plattformnutzungsverträge zwischen einer natürlichen Person als (potenziellen) Anleger und dem Plattformbetreiber als Verbrauchervertrag iSd Art. 6 Abs. 1 Rom-I VO zu qualifizieren, unabhängig davon, ob die Investition letztlich im Rahmen eines echten bzw. unechten P2P-Lendings oder über ein übertragbares Wertpapier erfolgt.<sup>606</sup> Demnach untersteht der Nutzungsvertrag dem Recht am gewöhnlichen Aufenthalt des Anlegers, es sei denn, es erfolgt – in den Grenzen der Artt. 3, 6 Abs. 2 Rom I-VO – eine Rechtswahl zugunsten des Rechts am Sitz des Plattformbetreibers.<sup>607</sup>

Hinsichtlich des **Kreditvertrages** ist zu unterscheiden zwischen dem echten P2P-Lendingvertrag auf der einen und dem unechten P2P-Geschäft

601 Siehe dazu Ziff. II. 2. a) dd).

602 EuGH BeckRS 2019, 25123 = ECLI:EU:C:2019:825.

603 Die Sache Petruchová betraf Differenztransaktionen auf dem internationalen Devisenmarkt.

604 EuGH BeckRS 2019, 25123 = ECLI:EU:C:2019:825, Rn. 40 ff.

605 In diesem Sinne Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 63 f.

606 So iE und überzeugend Wendelstein GPR 2021, 220, 222 iVm 224; iE auch BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Internationales und europäisches Finanzmarktrecht Rn. 732.

607 Dazu Wendelstein GPR 2021, 220, 223.



auf der anderen Seite; nach hier vertretener Auffassung werden beide Erscheinungsformen des Crowdlendings von der ECSP-VO erfasst.<sup>608</sup> Kollisionsrechtlich ist beim echten Crowdlending regelmäßig der Anwendungsbereich des Art. 6 Abs. 1 Rom I-VO eröffnet, da – wie gesehen – von einer weiten Definition des Verbraucherbegriffs auszugehen ist und der Projektträger zudem seine Aktivitäten gezielt auf den Verbraucherstaat ausrichtet (lit. b der Norm), indem er die Plattform in Anspruch nimmt, um die von der Plattform zugelassenen Anleger als Kapitalgeber zu gewinnen.<sup>609</sup> Eine abweichende Rechtswahl ist nur im beschränkten Umfang des Art. 6 Abs. 2 S. 2 Rom I-VO möglich. Beim unechten Crowdlending schließen zum einen der Projektträger und die Fronting-Bank einen Vertrag, der als b2b-Konstellation grundsätzlich der freien Rechtswahl gemäß Art. 3 Rom I-VO unterliegt;<sup>610</sup> in der Praxis bietet es sich hier an, sich an das Plattformrecht zu orientieren. Zum anderen kommt ein Rechtskauf zwischen der Fronting-Bank (oder der Zweckgesellschaft)<sup>611</sup> und dem Anleger zustande, der nach den obenstehenden Ausführungen in der Regel als Vertrag zwischen einem Unternehmer und einem Verbraucher zu qualifizieren ist, so dass er den Regeln des Art. 6 Rom I-VO unterfällt.<sup>612</sup>

Gegen eine solche differenzierte Anknüpfung ist von Freitag/Wolf eine allgemeingültige **Plattformlösung** zur Vermeidung einer „Atomisierung“ des anwendbaren Rechts vorgeschlagen worden.<sup>613</sup> Dabei soll an die Wertungen der Artt. 4 Abs. 1 lit. h, 6 Abs. 4 lit. e Rom I-VO angeknüpft werden, die ein zentrales kapitalmarktrechtliches Prinzip in Gesetzesform binden sollen: Die Rechtsbeziehungen zwischen den Parteien der Transaktion, die über eine regulierte Plattform abgewickelt wird, sollen demselben Recht unterliegen, weil sich nur so ein funktionierender europäischer Kapitalmarkt verwirklichen lasse, auf dem Kapitalgeber und Kapitalnachfrager unabhängig von ihrer Herkunft gleichberechtigt teilnehmen können.<sup>614</sup> Eine solche Gleichbehandlung steigere die Effektivität und Liquidität des jeweiligen Marktes und wirke sich somit attraktivitätsfördernd aus,<sup>615</sup> wodurch die für einen zweiseitigen Markt typischen Netzwerkeffek-

---

608 Siehe oben Ziff. II. 2. a) dd).

609 Ausführlicher dazu Wendelstein GPR 2021, 220, 224.

610 Wendelstein GPR 2021, 220, 226.

611 Dazu oben Ziff. II. 2. a) dd).

612 BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Internationales und europäisches Finanzmarktrecht Rn. 734.

613 Freitag/Wolf 2021, 1009, 1013 f.

614 Freitag/Wolf 2021, 1009, 1014.

615 Freitag/Wolf 2021, 1009, 1013.

te gestärkt werden. Diesem eingängigen Ansatz wird überwiegend mit Zurückhaltung begegnet, etwa mit Verweis darauf, Artt. 4 Abs. 1 lit. h, 6 Abs. 4 lit. e Rom I-VO seien im Verhältnis zum Verbraucherschutzgrundsatz enggezogene Ausnahmen.<sup>616</sup>

Streitig ist, wie kollisionsrechtlich bei Ansprüchen wegen **fehler- oder mangelhafter Prospektinformation** anzuknüpfen ist. Hierbei bietet sich ein Seitenblick auf das Prospektrecht an, denn wie oben schon erwähnt,<sup>617</sup> fungierte Art. 11 ProspektVO in Text und Ton als Vorbild für die Bestimmungen der ECSP-VO.

Zwar werden Ansprüche aus Prospekthaftung von der überwiegenden Auffassung deliktisch qualifiziert mit der Folge, dass die Anwendbarkeit der Rom II-VO als gegeben angesehen wird.<sup>618</sup> Streitig ist jedoch, ob hierbei ein Schadensortprinzip<sup>619</sup>, ein Grundsatz „prospektakzessorischer Anknüpfung“<sup>620</sup> oder eine Marktortregel<sup>621</sup> (gestützt auf Art. 4 Abs. 3 Rom II-VO) zu gelten hat. Diese Homogenität in der Begriffswahl darf dabei nicht darüber hinwegtäuschen, dass innerhalb der verschiedenen Ansätze die Meinungen darüber, wovon das Ergebnis tatsächlich abhängt und wie es rechtlich zu begründen ist, merklich auseinandergehen. Dies zeigt allein schon die Schadensorttheorie, da diese entweder bedeuten könnte, es sei am Ort der schädigenden Handlung oder des schädigenden Erfolges anzuknüpfen,<sup>622</sup> und bei der Lokalisierung wäre wiederum klärungsbedürftig, ob zB der Ort des Mittelabflusses (Bankkonto), der Investitionsentscheidung (verwendetes Endgerät) oder des Mittelzuflusses bzw. des Erfüllungsgeschäfts (Erwerb des Finanzinstruments) als entscheidungsleitend anzusehen ist. Im Rahmen dieser Ausarbeitung können diese schon im her-

616 BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Internationales und europäisches Finanzmarktrecht Rn. 735.

617 Siehe Ziff. V. 5. f).

618 Siehe etwa EuGH NZG 2015, 356 = ECLI:EU:C:2015:37, Rn. 44 (Kolassa); Knöfel in NK-BGB, Rom-Verordnungen, 3. Auflage 2019, Rom II-VO Art. 1 Rn. 44, 46; im Überblick Rusch BKR 2022, 192, 194 mwN; zur ECSP-VO BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Internationales und europäisches Finanzmarktrecht Rn. 739.

619 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400; Schütze/Vorpeil in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 7 Rn. 21 mwN.

620 Näher dazu Hellgardt/Ringe ZHR 173 (2009), 802 ff.

621 Freitag/Wolf WM 2021, 1009, 1015 f.; Rusch BKR 2022, 192, 196 f.; allgemein Grundmann RabelsZ 54 (1990), 283, 308 f.; ablehnend BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Internationales und europäisches Finanzmarktrecht Rn. 739.

622 Vgl etwa EuGH NZG 2015, 356 = ECLI:EU:C:2015:37, Rn. 45.

kömmlichen Prospektrecht stark umstrittenen Fragen nicht abschließend beantwortet werden, da sie außerhalb des thematischen Fokus des Werkes liegen. Konstatieren lässt sich aber, dass das Marktortprinzip mit gewissen Vorteilen aufwarten kann: Knüpft man an den Zulassungs- und somit primären Marktort der Plattform an, so erleichtert es für die Plattformkunden und insbesondere für die Anleger, das anwendbare Recht vorherzusehen.<sup>623</sup> Zudem führt das Marktortprinzip regelmäßig zur Anwendung des „Heimatrechts“,<sup>624</sup> womit prinzipiell ein effektiverer Anlegerschutz einhergeht. Verhaltensökonomisch lässt sich dies mit dem Phänomen des *home bias* erklären, das im Finanzmarktrecht schon umfassend beobachtet<sup>625</sup> und welches auch im Zusammenhang mit Crowdfundinginvestitionen – trotz des ubiquitären Onlinemarktes – feststellbar ist.<sup>626</sup>

---

623 BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Außervertragliche Schuldverhältnisse (Rom II-VO), Rn. 636 mwN.

624 Siehe wiederum BeckOGK IPR/Dornis, 1.6.2022, Außervertragliche Schuldverhältnisse (Rom II-VO), Rn. 636 mwN.

625 Sendi/Bellalah International Journal of Economics and Finance (Vol. 2/No.2) 2010, 78; Sercu/Vanpee, Home Bias in International Equity Portfolios: A Review (August 2007).

626 Lin/Viswanathan, Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market, 26.1.2014 (27.3.2015).

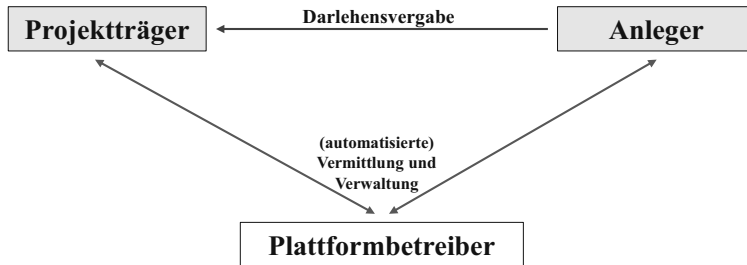
## Übersicht Level 2-Rechtsakte zur ECSP-VO

ECSP-VO	Thematik	KOM	Final
Art. 6 Abs. 7	Elemente der Methode zur Kreditrisikobewertung, die den Anlegern zu jedem einzelnen Portfolio offenzulegenden Informationen und die für Notfallfonds erforderlichen Regelungen und Verfahren	C(2022) 4841 final	DelVO 2022/2118
Art. 7 Abs. 5	Vorschriften, Standardformate und Verfahren für die Bearbeitung von Beschwerden	C(2022) 4848 final	DelVO 2022/2117
Art. 8 Abs. 7	Vorkehrungen gegen Interessenkonflikte	C(2022) 4828 final	DelVO 2022/2111
Art. 12 Abs. 16	Business Continuity Plan	C(2022) 4833 final	DelVO 2022/2116
Art. 12 Abs. 16	Zulassungsantrag	C(2022) 4845 final	DelVO 2022/2112
Art. 16 Abs. 3	Datenstandards und -formate, Vorlagen und Verfahren für Berichterstattung durch Schwarmfinanzierungsdienstleister	C(2022) 4837 final	DVO 2022/2120
Art. 19 Abs. 7	Informationen für Kunden	–	
Art. 20 Abs. 3	Methode für die Berechnung der Ausfallquoten der auf einer Schwarmfinanzierungsplattform angebotenen Projekte	C(2022) 4830 final	DelVO 2022/2115
Art. 21 Abs. 8	Kenntnisprüfung und Simulation der Fähigkeit, Verluste zu tragen	C(2022) 4849 final	DelVO 2022/2114
Art. 23 Abs. 16	Anlagebasisinformationsblatt	C(2022) 4844 final	DelVO 2022/2119

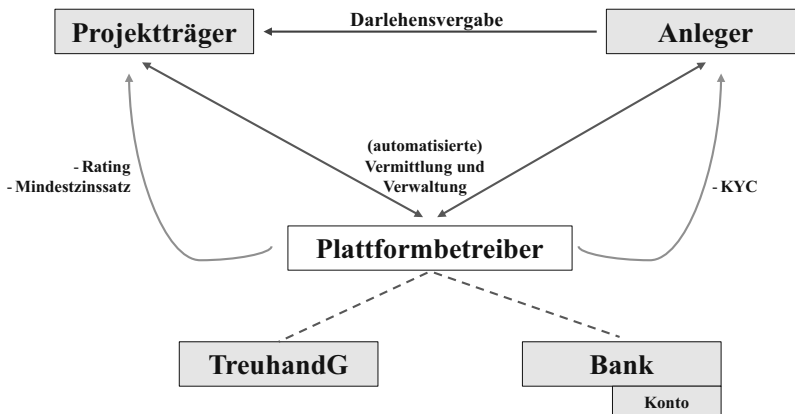
Art. 28 Abs. 5	Standardformulare, Vorlagen und Verfahren für die Veröffentlichung der nationalen Vorschriften über Marketinganforderungen	C(2022) 4852 final	DVO 2022/2123
Art. 31 Abs. 8	Zusammenarbeit zwischen den Behörden	C(2022) 4860 final	DelVO 2022/2113
Art. 31 Abs. 9	Standardformulare, Vorlagen und Verfahren für die Zusammenarbeit und den Austausch von Informationen zwischen den Behörden	C(2022) 4839 final	DVO 2022/2122
Art. 32 Abs. 4	Standardformulare, Vorlagen und Verfahren für die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch zwischen den Behörden und ESMA	C(2022) 4853 final	DVO 2022/2121
Art. 48 Abs. 1	Verlängerung des Übergangszeitraums	C(2022) 4835 final	DelVO 2022/1988

## Abbildungen

### Echtes P2P-Lending Grundkonstellation

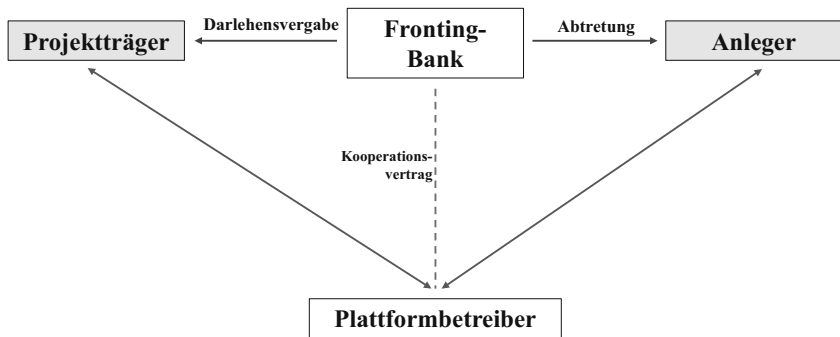


### Echtes P2P-Lending Erweiterte Darstellung



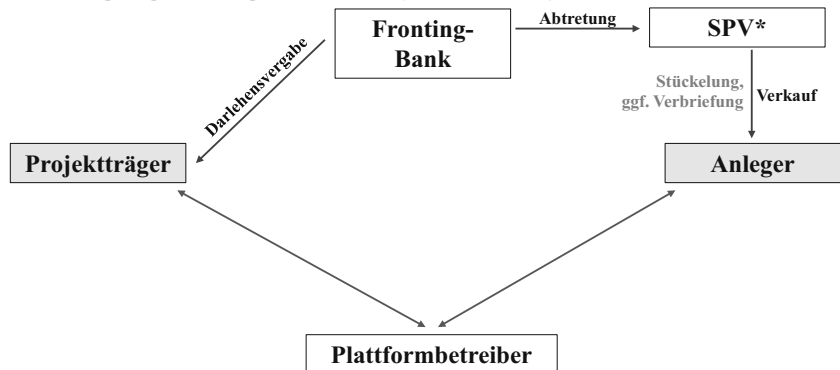
## Unechtes P2P-Lending

### Grundkonstellation



## Unechtes P2P-Lending

### Beteiligung Zweckgesellschaft (vereinfacht)



\*Die Grafik trifft keine Aussage über die vertraglichen Rechtsbeziehungen.

## Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A.*, The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), 488
- Aschenbeck, Tanja/Drefke, Thorge*, EU-Crowdfunding-VO als (Teil-)Lösung der Regulierung von ICO – eine vertane Chance?, *RdF* 2019, 12
- Assmann, Heinz-Dieter/Schlitt, Michael/von Kopp-Colomb, Wolf* (Hrsg.), *Prospektrecht Kommentar*, 4. Auflage 2022
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter* (Hrsg.), *Wertpapierhandelsrecht: Kommentar*, 8. Auflage 2023
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A./Buck-Heeb, Petra* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 5. Auflage 2020
- Assmann, Heinz-Dieter/Sethe, Rolf*, Warn- und Hinweispflichten von Kreditinstituten gegenüber Kunden am Beispiel kundenschädigender Wertpapier- und Depotgeschäfte bankexterner Vermögensverwalter, in: Lutz Aderhold/Barbara Grunewald/Dietgard Klingberg/ Walter G. Paefgen (Hrsg.), *Festschrift für Harm Peter Westermann zum 70. Geburtstag*, 2008, 67
- Biemans, Jan*, Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights, *ERPL* 2020, 51
- Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfrid/Schulte-Mattler, Hermann*, *KWG, CRR-VO*, 5. Auflage 2016
- Bradford, Anu*, The Brussels Effect: How the European Union Rules the World, 2020
- Burchardi, Sophie*, FinTechs im europäischen Binnenmarkt, *EuZW* 2021, 1013
- Buck-Heeb, Petra*, Schwarmfinanzierungs-Gesetzgebung zwischen Zivil- und Aufsichtsrecht – Zur Haftung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters, *BKR* 2022, 169
- Burchardi, Sophie*, FinTechs im europäischen Binnenmarkt, *EuZW* 2021, 1013
- Canaris, Claus-Wilhelm/Schilling, Wolfgang/Ulmer, Peter* (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, 1981
- Casper, Matthias*, Vorschläge zur Regulierung des Crowdfunding auf EU-Ebene – brauchen wir ein optionales euopäisches Instrument, in: Bergmann, Alfred/Hoffmann-Becking, Michael/Noack, Ulrich (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Seibert zum 65. Geburtstag*, 2019, 181
- Casper, Matthias*, Das Kleinanlegerschutzgesetz – zwischen berechtigtem und übertriebenem Paternalismus, *ZBB* 2015, 265
- Casper, Matthias*, Anlegerschutz beim Crowdfunding: eine kritische Evaluation des Kommissions- vorschlages für ein optionales europäisches Model, in: Katharina Boele-Woelki et al. (Hrsg.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag*, Band I, 2019, 197



- Cornelius, Kai, Verweisungsfehler bei Bezugnahmen nationaler Strafnormen auf europäische Richtlinien – zugleich Besprechung von BGH BGH Aktenzeichen 1 StR 544/13 – Beschl. v. 20.11.2013 (LG Nürnberg-Fürth) –, NZWiSt 2014, 173
- Danwerth, Christopher, Das Finanztransfergeschäft als Zahlungsdienst, 2017
- Danwerth, Christopher, Crowdfunding – Ist das Kleinanlegerschutzgesetz das junge Ende einer innovativen Finanzierungsform?, ZBB 2016, 20
- de Meijer, Francis, Analysis of the Business Models of Crowdfunding Platforms, 2021 (zitiert: de Meijer, Business Models of Crowdfunding Platforms)
- Denga, Michael, Digitale Manipulation und Privatautonomie, ZfDR 2022, 229
- Dornis, Tim W., Personalisierte Vertragsanbahnung und Privatautonomie, ZfPW 2022, 310
- Ebers, Martin (Hrsg.), StichwortKommentar Legal Tech, 2023
- Ebers, Martin/Quarch, Benedikt M., The New EU Crowdfunding Regulation: A New Tool for Protecting Consumers?, EuCML 2022, 122
- Ebenroth, Carsten T./Boujong, Karlheinz (Begr.), Joost, Detlev/Strohn, Lutz (Hrsg.), Handelsgesetzbuch: HGB, 4. Aufl. 2020
- Ellenberger, Jürgen/Bunte, Hermann-Josef (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 6. Auflage 2022
- Enderle, Bettina, Blankettstrafgesetze, 2000
- Engelmann-Pilger, Jens, Anwendungsbereich der ECSP-VO und offene Fragen für die Praxis in Deutschland, BKR 2022, 144
- Engert, Andreas, Digitale Plattformen, AcP 218 (2018), 304
- Ferrari, Franco/Kieninger, Eva-Maria/Mankowski, Peter/Otte, Karsten/Saenger, Ingo/Schulze, Götz/Staudinger, Ansgar (Hrsg.), Internationales Vertragsrecht, 3. Auflage 2017
- Fischer, Benedikt/Spitzley, Maximilian, Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im Kontext des renditeorientierten Crowdfundings, BKR 2022, 847
- Franck, Jens-Uwe, Marktordnung durch Haftung, 2016
- Freitag, Robert/Wolf, Anja, Das Privatrecht des Crowdfunding nach Inkrafttreten der Schwarmfinanzierungsverordnung, WM 2021, 657
- Freitag, Robert/Wolf, Anja, Das Kollisionsrecht des Crowdfunding nach der Schwarmfinanzierungsverordnung, WM 2021, 1009
- Grundmann, Stefan, Deutsches Anlegerschutzrecht in internationalen Sachverhalten – Vom internationalen Schuld- und Gesellschaftsrecht zum internationalen Marktrecht, RabelsZ 54 (1990), 283
- Gsell, Beate/Krüger, Wolfgang/Lorenz, Stephan/Reymann, Christoph (Gesamthrg.), beck-online.GROSSKOMMENTAR zum Zivilrecht, Stand: 1.11.2022
- Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Auflage 2020

- Hacker, Philipp, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017
- Hainz, Christa/Hornuf, Lars/Nagel, Lisa/Reiter, Sarah/Stenzhorn, Eliza, Die Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes: Eine Follow-up-Studie, ifo Schnelldienst 2019
- Hainz, Christa/Hornuf, Lars/Klöhn, Lars/Brauer, Björn/Ehrenfried, Felix/Engelmann, Gerrit, Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes, ifo Forschungsbericht 2017
- Heese, Michael, Beratungspflichten, 2015
- Hellgardt, Alexander, Von der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zur Informationshaftung beim Vertrieb von Vermögensanlagen – Eine Nachlese zum „Rupert Scholz“-Urteil des BGH vor dem Hintergrund des neuen Vermögensanlagengesetzes, ZBB 2012, 73
- Hellgardt, Alexander/Ringe, Wolf-Georg, Internationale Kapitalmarkthaftung als Corporate Governance, ZHR 173 (2009), 802
- Helmrich, Sebastian/Maume, Philipp, Immobilien-Crowdinvesting: von Nachrangdarlehen zu Token-basierten Schuldverschreibungen, CF 2020, 61
- Hobza, Martin/Vondráčková, Aneta, The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2 (<https://ssrn.com/abstract=3725997>)
- Hertneck, Lucas, Peer-to-Peer-Lending, 2020
- Hoffmann, Jochen/Bierlein, Johanna, »One-size-fits-all«-AGB in Verbraucherverträgen, JZ 2022, 745
- Hopt, Klaus J. (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, 41. Auflage 2022
- Horn, Norbert, Anlageberatung im Privatkundengeschäft der Banken - Rechtsgrundlagen und Anforderungsprofil, WM 1999, 1
- Hüfstege, Rainer/Mansel, Heinz-Peter (Hrsg.), NomosKommentar BGB, Band 6, Rom-Verordnungen, 3. Auflage 2019
- Izzo-Wagner, Anna/Otto, Till, Aktuelle aufsichtsrechtliche Zulassungsvoraussetzungen unter der ECSP-VO, BKR 2022, 155
- Izzo-Wagner, Anna/Otto, Till, Verhaltenspflichten bei Vermittlung an Investoren unter der ECSP-VO, BKR 2022, 163
- Janal, Ruth, Die AGB-Einbeziehung im „M-Commerce“, NJW 2016, 3201
- Bibiane Kaufmann, Europaweite Harmonisierung durch die Crowdfunding-Verordnung? Österreich und Deutschland im Vergleich, ZFR 2022, 531
- Kersten, Jens, Schwarmdemokratie, 2017
- Klebeck, Ulf/Dobrauz, Günther, Rechtshandbuch Digitale Finanzdienstleistungen, 2018
- Klöhn, Lars, Kapitalmarkt, Spekulation und *Behavioral Finance*, 2006
- Klöhn, Lars/Hornuf, Lars, Crowdinvesting in Deutschland – Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven, ZBB 2012, 237

- Klöhn, Lars/Hornuf, Lars/Schilling, Tobias*, The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions, 19.4.2015 (17.6.2017), <https://ssrn.com/abstract=2595773>
- Koch, Jens*, Aktuelle Fragen der Prospekthaftung, BKR 2022, 271
- Koch, Jens (Hrsg.)*, Aktiengesetz, 16. Auflage 2022
- Koch, Philipp*, Naming and shaming im Kapitalmarktrecht: die Veröffentlichung von Verstößen als repressive Sanktion, 2019
- Köhler, Ben/Korch, Stefan (Hrsg.)*, Schwärme im Recht, 2022
- Köhler, Helmut/Bornkamm, Joachim/Feddersen, Jörn (Hrsg.)*, Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb: UWG, 40. Auflage 2022
- Köndgen, Johannes*, Selbstbindung ohne Vertrag, 1981
- Köndgen, Johannes*, Zur Theorie der Prospekthaftung (I), AG 1983, 85
- Köndgen, Johannes*, Privatisierung des Rechts: Private Governance zwischen Deregulierung und Rekonstitutionalisierung, AcP 206 (2006), 477
- Kühling, Jürgen/Sauerborn, Cornelius*, „Dark patterns“ unter der DSGVO und dem DSA – Neue Herausforderung für die digitale Rechtsordnung — Klassifikation und datenschutzrechtliche Steuerungsvorgaben, CR 2022, 226
- Kühling, Jürgen/Sauerborn, Cornelius*, Vertrags- und lauterkeitsrechtliche Rahmenbedingungen für „Dark patterns“ – Neue Herausforderung für die digitale Rechtsordnung, CR 2022, 295
- Kümpel, Siegfried (Begr.)*, Mülbelt, Peter O./Früh, Andreas/Seyfried, Thorsten (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2022
- Kuthe, Thorsten/Dresler-Lenz, Meike*, CB-Beitrag: EU-Crowdfunding-Lizenz als wichtiger Vorstoß zum einheitlichen EU-Finanzmarkt, CB 2020, 471
- Lang, Volker*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen – Rechtliche Grundlagen, Typenspezifische Anforderungen, Haftung, 2003
- Law, Jonathan*, A Dictionary of Finance and Banking, 6. Auflage 2018
- Legind, Nina Dietz/Minto, Andrea*, Zooming in on the „individual portfolio management of loans“ in the ambit of the Regulation on European crowdfunding service providers, Law and Economics Yearly Review 2021, 142
- Leuering, Dieter/Rubner, Daniel*, Prospektpflicht des Crowdfunding, NJW-Spezial 2012, 463
- Leyens, Patrick C.*, Informationsintermediäre des Kapitalmarkts – Private Marktzugangskontrolle durch Abschlussprüfung, Bonitätsrating und Finanzanalyse, 2017
- Leyens, Patrick C.*, Informationsintermediäre als Gatekeeper: Rechtsökonomische Überlegungen zu einer modernen Intermediärhaftung, in: Thomas Eger/Jochen Bigus/Claus Ott/Georg von Wangenheim (Hrsg.), Internationalisierung des Rechts und seine ökonomische Analyse, Festschrift für Hans-Bernd Schäfer zum 65. Geburtstag, 2008, 159
- Lin, Mingfeng/Viswanathan, Siva*, Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market, 26.1.2014 (27.3.2015), <https://ssrn.com/abstract=2219546>

- Linardatos, Dimitrios* (Hrsg.), Rechtshandbuch Robo Advice, 2020
- Linardatos, Dimitrios*, Die Einbeziehung von AGB im digitalen Rechtsverkehr mit Verbrauchern – Gedanken zur Funktion der Einbeziehungskontrolle, zum Einsatz von Sprachassistenten und Vorschlag für eine Reform des UKlaG –, JZ 2020, 1097
- Linardatos, Dimitrios/Pfisterer, Nicola/Pfurtscheller, Vanessa*, Zur Regulierung der Schwarmfinanzierungsdienstleistungen durch die europäische Crowdfunding-Verordnung, LJZ 2022, 234
- Macchiavello, Eugenia*, The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma, EBLR 2021, 557
- Macchiavello, Eugenia*, The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?, NJCL 2022, 91, 99.
- Macchiavello, Eugenia/Alibrandi, Antonella Sciarrone*, Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?, in: Emiliós Avgouleas/Heikki Marjosola (Hrsg.), Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2022, 37
- Madel, Tobias B.*, Robo Advice, 2019
- Majcen, Rolf*, Die neue EU-Crowdfunding Verordnung, ÖBA 2020, 868
- Mäntysaari, Petri*, Stocks for All: People’s Capitalism in the Twenty-First Century, 2022
- Martinek, Michael*, Verbraucherschutz im Fernabsatz – Lesehilfe mit Merkpunkten zur neuen EU-Richtlinie, NJW 1998, 207
- Martini, Mario/Drews, Christian/Seeliger, Paul/Weinzierl, Quirin*, Dark Patterns – Phänomenologie und Antworten der Rechtsordnung, ZfDR 2021, 47
- Maume, Philipp/Maute, Lena/Fromberger, Mathias* (Hrsg.), The Law of Crypto Assets, 2022
- McColgan, Peter*, Welchen Sinn hat die Einbeziehungskontrolle, wenn ihr Regelungszweckvöllig verfehlt wird?, JZ 2021, 827
- Meier, Dominik*, Täuschung und Manipulation im Privatrecht, 2022
- Möslein, Florian/Omlor, Sebastian* (Hrsg.), FinTech-Handbuch, 2. Auflage 2021
- Müller, Thomas*, Europarechtliche Aspekte von Fintechs, in: Dieter Krimphove (Hrsg.), Fintechs, 2019, 83
- Nietsch, Michael/Eberle, Nicolas*, Bankaufsichts- und prospektrechtliche Fragen typischer Crowdfunding-Modelle, DB 2014, 1788
- Patz, Anika*, Handelsplattformen für Kryptowährungen und Kryptoassets, BKR 2019, 435
- Petzsche, Anneke*, Die Verweisung auf EU-Rechtsakte im Umweltstrafrecht des StGB, NZWiSt 2015, 210
- Pfurtscheller, Vanessa et al.*, Von regulatorischen Sandplätzen und Innovationsknotenpunkten – rechtsvergleichende Bemerkungen zur Förderung von Fintechs in der DACH-Region, ZFR 2021, 4

- Polke, Tobias*, Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe – Eine Analyse der finanzmarktaufsichts- und gewerberechtlichen Regulierung in Deutschland, 2017
- Prévost, Emeric*, Tokenised Crowdfunding: What Regulatory Forecast?, in Böffel/Schürger (Hrsg.), Digitalisation, Sustainability and the Banking and Capital Markets Union. EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, 2023, 125
- Prütting, Hanns/Wegen, Grehard/Weinreich, Gerd* (Hrsg.), BGB – Kommentar, 17. Auflage 2022
- Orotolani, Pietro/Louise, Marije* (Hrsg.), The EU Crowdfunding Regulation, 2021
- Quarch, Benedikt M.*, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020
- Raschner, Patrick*, Algorithm Governance am Kapitalmarkt, 2023
- Raschner, Patrick*, Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte, BKR 2022, 217
- Raschner, Patrick*, Supervisory Oversight of the Use of AI and ML by Financial Market Participants, in Böffel/Schürger (Hrsg.), Digitalisation, Sustainability and the Banking and Capital Markets Union. EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, 2023, 99
- Renner, Moritz*, „Banking Without Banks?“ – Rechtliche Rahmenbedingungen des Peer-to-Peer Lending, ZBB 2014, 261
- Renner, Moritz/Faller, Veronica/Walter, Felix R.*, Crowdlending nach der ECSP-VO, BKR 2021, 394
- Renner, Moritz/Seidel, Sebastian*, Prospekthaftung nach dem Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz, BKR 2022, 176
- Rennig, Christopher*, FinTech-Aufsicht im künftigen EU-Recht, ZBB 2020, 385
- Rennig, Christopher*, Finanztechnologische Innovationen im Bankaufsichtsrecht, 2022
- Rennig, Christopher*, KWG goes Krypto, BKR 2020, 23
- Rennig, Christopher*, Loslösungsrechte von Anlegern bei Schwarmfinanzierungsprojekten, BKR 2022, 562
- Rietzmüller, Tobias*, Aufsichts- und kapitalmarktrechtlicher Gehalt der ECSP-VO-Verordnung, BKR 2022, 149
- Rirsch, Ralph Gebhart*, Crypto-Assets: DLT-Token als Objekt der Finanzmarktaufsicht, 2022
- Romba, Eric*, Rechtliche Aspekte des Crowdfundings, in: Dieter Krimphove (Hrsg.), Fintechs, 2019, 263
- Rotter, Klaus/Ertl, Thomas*, Anlegerschutz der ECSP-VO, BKR 2022, 184
- Rummel, Peter* (Hrsg.), ABGB-Kommentar, 3. Auflage 2002
- Rusch, Konrad*, Die Haftung für fehlerhafte Anlagebasisinformationsblätter nach der ECSP-VO in grenzüberschreitenden Sachverhalten, BKR 2022, 192
- Rusch, Konrad*, Der finale Entwurf einer Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister (ECSP-VO) – Anwendungsbereich und Regelungsüberblick, ZBB 2020, 217

- Säcker, Franz Jürgen/Rixecker, Roland/Oetker, Hartmut/Limberg, Bettina* (Hrsg.), *Künchener Kommentar zum Bürgerlichen Recht*, Band 3 (§§ 311–432 BGB) und Band 7 (§§ 705–853 BGB, PartGG, ProdHaftG), 8. Auflage 2020 bzw. 9. Auflage 2023
- Schäfer, Frank A./Omlor, Sebastian/Mimberg, Jörg* (Hrsg.), *ZAG – Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz*, 2021
- Schäfer, Frank A./Sethe, Rolf/Lang, Volker* (Hrsg.), *Handbuch der Vermögensverwaltung*, 3. Auflage 2022
- Sendi, Imtithel/Bellalah, Makram*, The Equity Home Bias: Explanations and Financial Anomalies, *International Journal of Economics and Finance* (Vol. 2/No.2) 2010, 78
- Sercu, Piet/Vanpee, Rosanne*, Home Bias in International Equity Portfolios: A Review, 2007 (<https://ssrn.com/abstract=1025806>)
- Schedensack, Jasper*, *Crowdinvesting*, 2018
- Schmidt, Karsten* (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch: HGB*, Band 6: Bankvertragsrecht, 4. Auflage 2019
- Schneider, Daniel J.*, *Widerrufsrechte beim Crowdinvesting*, 2020
- Schopper, Alexander*, Haftung für Veranlagungsentscheidungen bei Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis, *ÖBA* 2013, 17
- Schopper, Alexander/Raschner, Patrick*, Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, *ÖBA* 2019, 249
- Schopper, Alexander/Raschner, Patrick*, Privat- und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für Krypto-Banking, *ÖBA* 2022, 262
- Scholz, Franz* (Begr.), *GmbHG – Kommentar*, 13. Auflage 2022
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel*, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 5. Auflage 2020
- Seibt, Christoph H./Buck-Heeb, Petra/Harnos, Rafael* (Hrsg.), *BeckOK Wertpapierhandelsrecht*, 6. Edition, Stand: 15.11.2022
- Scott, Hal S.*, The E.U.'s Digital Operational Resilience Act: Cloud Services & Financial Companies, 2021 (<https://ssrn.com/abstract=3904113>)
- Staub, Hermann* (Begr.), *Handelsgesetzbuch: HGB*, Band 11: Bankvertragsrecht Teil 2, 5. Auflage 2017
- Taleb, Nassim*, *Skin in the Game – Hidden Asymmetries in Daily Life*, 2018
- Uffmann, Katharina*, Der Schwarm im Bürgerlichen Recht – Rechtsbeziehung zwischen Crowdinvesting-Plattform und Investor, *JZ* 2016, 928
- Wagner, Gerhard*, Haftung und Versicherung als Instrumente der Techniksteuerung, *VersR* 1999, 1441
- Wendelstein, Christoph*, Private Kreditvergabe über p2p-Lending-Plattformen als Herausforderung für das Internationale Privatrecht, *GPR* 2021, 220
- Wick, Johannes*, Pre-purchase Crowdfunding ein atypischer Kaufvertrag außerhalb der Verbraucherrechtserichtlinie, *VuR* 2018, 49
- Will, Martin/Quarch, Benedikt M.*, Der Kommissionsvorschlag einer EU-Crowdfunding Verordnung – Eine kritische Analyse, *WM* 2018, 1481

- Winde, Viktoria*, Die Regulierung anlagevermittelnder und -beratender Internet-Plattformen: Im Spannungsfeld von Zivil-, Aufsichts- und Telemedienrecht, 2019 (zitiert: Winde, Internet-Plattformen)
- Woesch, Philippe*, Neue Vorgaben der ECSP-VO für Crowdfunding, Fintechs und Finanzinstrumente, RdF 2022, 4
- Woesch, Philippe*, Fronting-Bank-Modelle im Lichte der ECSP-VO, BKR 2022, 199
- Vortmann, Jürgen*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, 13. Auflage 2022
- Zetzsche, Dirk/Preiner, Christina*, Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe, EBOR 2018, 217

# Register

- Abschlussermittlung 24
- Abschlussvermittlung 152
- Adverse Selektion 29
- AGB 86, 105, 151
- Algorithmen-bezogene Informationen 59
- Algorithmischer Handel 55
- Anlagebasisinformationsblatt 61, 112
  - Aktualisierung 116, 125
  - Disclaimer 121
  - Haftungsadressat 129, 131, 133, 139
  - Haftungsausschluss 139
  - Informationsverantwortung 134
  - Kohärenzprüfung 117
  - Korrekturfrist 118
  - Korrekturpflicht 126
  - Mindestanforderungen 124
  - Mindestinformationen 120
  - Mustertext 134
  - nationale Haftung 131
  - Risikowarnung 122
  - Übersetzung 115
  - Umfang und Gestaltung 119
  - Verantwortungserklärung 124, 129
  - Verschulden 137, 138
- Anlageentscheidungsprozess 58
- Anlageparameter 55
- Anlagerichtlinien 70
- Anlagevermittlung 24, 152
- Anleger
  - Definition 34
- Anlegerschutz 90
- Artificial Intelligence 59, 161
- Aufzeichnungspflichten 72, 106, 154
- Ausfallquoten 96
- Auslagerung 79
- Auto-Invest 54, 57, 59, 60, 69, 126
  - Berechnungsmethoden 71
- BaFin 162
  - zuständige Behörde 41
- Behördenkooperation 162
- Belehrungspflicht 106
- Berichterstattungspflichten 66
- Beschwerdemanagementsystem 85
- best-execution-Grundsatz 52
- Beteiligungsverbot 75
- Binnenhaftung
  - Projektträger und Plattformbetreiber 128
- Bulletin Board *siehe* Forum
- bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ieS 141
- bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung iwS 141
- Business Continuity Plan *siehe* Geschäftsfortführungsplan
- Bußgeldbestimmungen 164
- chilling effects 71
- cooling off 109
- CRD IV 82
- Crowdinvesting 24
- Crowdlending 23
- Dark Patterns 86, 95
- Dashboard 73
- de-minimis-Ausnahme 33
- deliktsrechtlicher Anlegerschutz 145
- Dienstleistungsfreiheit 49
- Diskriminierungsverbot 85
- DLT-Pilot Regime 149
- DORA 80
- Eigenkapitalrichtlinie 38, 46
- Einlagengeschäft 38
  - erlaubnispflichtiges 28
- Einlagensicherungssystem 92
- Erlaubnisvorbehalt 40
- Ermessensausübung 48
- Ermessensentscheidung 48
- Filtering Tools 53, 55
- Finanzmodellierung 65
- Finanztransfergeschäft 47
- Forum 146
- Fremdinteressenwahrungspflicht 52
- Fronting-Bank-Modell 26, 168
- Frühphasenfinanzierung 17
- Garantenstellung *siehe* Gatekeeper
- Garantiegeber 35
- Gatekeeper 19, 67, 96, 129, 143, 150
- Gebot der Redlichkeit 95
- Geeignetheitsfeststellung 97
- Geschäftsfortführungsplan 62
- Gleichbehandlungsgebot 85
- Governance-Regeln 62, 66
- Handel von Krediten 151



- Handelsplatz 60, 147
- Hinterlegung 82
- Hinweispflichten *siehe* Informationspflichten
- home bias 170
- Informationsasymmetrien 112
- Informationsintermediär 18
- Informationsmodell 112
- Informationspflichten 72, 74, 78, 82, 90, *siehe auch* Offenlegungspflichten
  - Zeitpunkt 93
- Informationsplattform 32
- Inhaberschuldverschreibungen 30
- Interessenkonflikte 75, 76, *siehe auch* Beteiligungsverbot, *siehe auch* Verflechtungsverbot
- Investor Liquidity Risk 147
- Investor-Relations-Kanal 19
- Investorentest 97
- Kollisionsrecht 166
- Kredit 26
  - tokenisiert 31
- Kreditausfallrisiken 70
- Kreditbewertungsdaten
  - Berechnungsmethodik 93
- Kreditgeschäft
  - Administration 27
  - erlaubnispflichtiges 28
- Kreditportfolioverwaltung 23
  - vorvertragliche Bedenkzeit 104
- Kreditrisiken 64
- Kreditvermittlung 22
- Kryptohandelsplattformen 153
- Kryptowährungen
  - Finanzinstrument 31
- Kryptowerte *siehe auch* Tokenemission
  - Wertpapiere 29
- Kunde
  - Definition 34
- Kundenexploration 97
  - negative 100
- Kundenschnittstelle 95
- Künstliche Intelligenz *siehe* Artificial Intelligence
- Legalitätspflicht 88
- Leitungsorgan
  - Begriffsdefinition 133
- loan crowdfunding *siehe* Crowdlending
- Mandat
  - Portfolioverwaltung 70
- Marketingmitteilungen 90, 143, 155
  - behördliche Veröffentlichungen 159
  - Haftung 143, 160
- Übersetzungspflicht 158
- marketplace lending *siehe* Crowdlending
- Mehrfachzulassung 39, 46, 148
- MiFID II 83, 161
  - Konkurrenzen 39
- Mikro-Finanzierungshilfen 17
- MTF 47, 148
- Nachrangdarlehen
  - Anwendbarkeit der ECSP-VO 25
- naming and shaming 47, 165
- Nebendienstleistungen
  - Crowdfunding-Nebendienstleistungen 38, 81
- Notfallfonds 73
- Offenlegungspflichten 77, 78
- OTF 47, 148
- overconfidence 97
- overoptimism 97
- P2P-Lending
  - echtes 26
  - unechtes 26
- Passporting 46, 49
- Plattformnutzungsvertrag 166
  - Haftung 143
- Platzierungsgeschäft *siehe* Crowdinvesting
- Prinzip der Datensparsamkeit 99
- Projektträger
  - Definition 33
- Proportionalitätsgrundsatz 98
- Prospekterlasser 135
- Prospektveranlasser 136
- Prospektverantwortlicher 127
- ProspektVO 25, 112
- race to the bottom 73
- Rating 68
- Reputationsschaden 165
- Risikohinweis 74
- Risikomanagementsystem 65
- Robo Advice 59
- routing of orders 53
- Schwarmfinanzierungsdienstleister
  - Definition 32
- Scoring *siehe* Rating
- Sicherheiten
  - prudentielle 44
- signalling 19
- SPV *siehe* Zweckgesellschaft
- Tokenemission 29
- Tokenisierung 31
- tone from the top 78
- Verbrauchervertrag 166

- vereinfachtes Verfahren 45
- Verflechtungsverbot 76
- Verlusttragfähigkeit 101
  - Berechnungstool 102
  - Simulation 101
- Vermögensverwahrung 82, 151
- Verwahrdienste 46, 81
- Verwaltung *siehe* Kreditportfolioverwaltung
- Verwaltungsmandat 58
- vorvertragliche Bedenkzeit 92, 103
  - Konkurrenzen 108
  - Widerrufsmodalitäten 106
- Warnpflichten 91, 100, 122
- Weisungstreue 54
- Werbung *siehe* Marketingmitteilungen
- Wertpapiere 24, 30, 152
  - elektronische 30
- Wohlverhaltenspflichten 51, 66, 146
- Zahlungsdienstleister 47, 83
- Zentralverwahrer 83
- Zulassung 40
  - Aufhebung 48
  - Ausweitung 46
  - Entzug 48
  - Erlöschen 48
  - Umfang 46
- Zulassungsantrag 41
  - Empfangsbestätigung 43
  - Negativbescheid 44
  - Prüffrist 43
  - Vollständigkeit 43
- Zweckgesellschaft 60
  - Definition 34

