

## 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-Models, 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/Dobrauz 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/Pasariu 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).