

BENEDIKT M. QUARCH

Die Europäische
Regulierung des
Crowdlendings

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung*

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

2



Benedikt M. Quarch

Die Europäische Regulierung des Crowdlendings

Ein interdisziplinärer und rechtsvergleichender Beitrag
zu den rechtlichen Herausforderungen
der FinTech-Disruption

Mohr Siebeck

Benedikt M. Quarch, geboren 1993; Studium der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften in Wiesbaden und Montréal; 2016 Master in Betriebswirtschaftslehre (EBS Business School); Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Staatsrecht, Verwaltungsrecht, Europarecht, Recht der neuen Technologien sowie Rechtsgeschichte der EBS Law School, Wiesbaden; 2019 Promotion (Dr. iur.); Mitgründer und Geschäftsführer der RightNow Group, eines international agierenden LegalTech-Unternehmens aus Düsseldorf.
orcid.org/0000-0001-9283-3242

ISBN 978-3-16-159318-5 / eISBN 978-3-16-159319-2

DOI 10.1628/978-3-16-159319-2

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Böblingen gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Meinen Eltern & M.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde durch die juristische Fakultät der EBS Universität für Wirtschaft und Recht in Wiesbaden – EBS Law School im Herbsttrimester 2019 als Dissertation angenommen.

In einem disruptiven Umfeld, wie dem hier untersuchten Crowdlending, ändern sich nicht nur die rechtspraktischen Strukturen nahezu täglich, auch Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur sind stets im Fluss. So befindet sich der in Kapitel 12 ausführlich erörterte Entwurf der Europäischen Kommission für eine Europäische Crowdfunding-Verordnung nach wie vor im Gesetzgebungsverfahren, dessen Abschluss somit nicht mehr ausgewertet werden konnte. Die hier gewonnenen Erkenntnisse und verwendeten Quellen sind auf dem Stand von Dezember 2019. Internetquellen wurden ebenfalls zuletzt im Dezember 2019 abgerufen.

Großen Dank schulde ich meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Dr. Martin Will, M. A., LL.M. (Cambridge), der mich nicht nur beim Verfassen dieser Arbeit stets in außergewöhnlicher Weise unterstützt hat, sondern dem ich auch meine Begeisterung für die Wissenschaft verdanke. Die Zeit an seinem Lehrstuhl werde ich wegen hervorragender Arbeitsbedingungen, bereichernder Gespräche – auch zur aktuellen Tagespolitik und verschiedenen Fernreisen – sowie vielfältiger gemeinsamer Projekte in bester Erinnerung behalten. Danken möchte ich auch Herrn Professor Dr. Steffen Detterbeck für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Mein Dank gilt darüber hinaus allen, die zur Entstehung der Arbeit beigetragen haben: Meinen Lehrstuhlkollegen und Freunden Philipp Kratzer und Fabio Quitadamo, meinen Geschäftspartnern und Freunden Phillip Eischet und Torben Antretter sowie der Studienstiftung des deutschen Volkes, die mich während der Promotionszeit großzügig gefördert hat. Ebenso danke ich der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung für die Förderung der Drucklegung dieses Werks.

Ein besonderer Dank gilt schließlich meinen Eltern und meiner Freundin Melanie für ihre in jeder Hinsicht wunderbare Unterstützung. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Düsseldorf, im Februar 2020

Benedikt M. Quarch

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXIX
<i>Erster Teil: Einführung und Bestimmung des Untersuchungsgegenstands</i> .	1
Kapitel 1: Einführung	3
Kapitel 2: Regulierung und Regulierungsgestaltung	17
Kapitel 3: Crowdlending als Phänomen der FinTech-Disruption	57
Kapitel 4: Ökonomische Grundlagen und Probleme des Crowdlendings	89
Kapitel 5: Konsequenzen für die Regulierungsgestaltung des Crowdlendings	131
<i>Zweiter Teil: De lege lata Regulierung des Crowdlendings</i>	151
Kapitel 6: Rechtslage auf EU-Ebene	153
Kapitel 7: Rechtslage in Frankreich	277
Kapitel 8: Rechtslage in den Niederlanden	309
Kapitel 9: Rechtslage in Deutschland	339
Kapitel 10: Selbstregulierungsansätze	407
Zusammenfassung des Zweiten Teils	411
<i>Dritter Teil: Regulierung des Crowdlendings de lege ferenda</i>	413
Kapitel 11: Grundlagen einer möglichen Europäischen Harmonisierung des Crowdlendings	415
Kapitel 12: EU-Vorschlag für eine Verordnung über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen	433
Kapitel 13: Eigener Vorschlag zur Regulierung des Crowdlendings	479
Kapitel 14: Abschließende Überlegungen zur Regulierung der FinTech-Disruption	529
<i>Vierter Teil: Zusammenfassung</i>	539
Kapitel 15: Schlussbetrachtung	541
Kapitel 16: Thesenförmige Zusammenfassung der Ergebnisse	545

Anhang: Text des Verordnungsvorschlags der Kommission	555
Quellenverzeichnis	581
Literaturverzeichnis	583
Sachregister	619

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXIX

Erster Teil: Einführung und Bestimmung des Untersuchungsgegenstands	1
--	---

Kapitel 1: Einführung	3
<i>A. Digitale Disruption</i>	3
<i>B. Plattformökonomie in der „Sharing Economy“</i>	4
<i>C. Regulatorische Herausforderungen</i>	6
<i>D. Digitalisierung des Finanzmarkts</i>	7
<i>E. Crowdfunding und seine Ausprägungen</i>	8
<i>F. Crowdlending als ökonomisch bedeutsame globale Entwicklung</i>	9
<i>G. Tragfähiges Regulierungskonzept als Ziel dieser Arbeit</i>	12
<i>H. Rechtspolitische Perspektiven</i>	13
<i>I. Gang der Untersuchung</i>	14

Kapitel 2: Regulierung und Regulierungsgestaltung	17
<i>A. Einleitung</i>	17
<i>B. Regulierung als Untersuchungsgegenstand</i>	17
I. Ökonomischer Ursprung der Regulierungsidee: Sicherung der Marktfunktionen	17
II. Weites Regulierungsverständnis in den Vereinigten Staaten	18
III. Rezeption in der deutschen und europäischen Forschung	19
1. Ausgangspunkt: Enger Regulierungsbegriff	20
2. Weiter Regulierungsbegriff: Regulierung als Marktfunktionssicherungsrecht	21
3. Einordnung in Kategorien des öffentlichen Rechts	23
a) Regulierung als Teil des Ordnungsverwaltungsrechts	23
b) Regulierung auch Teil des Gewährleistungsverwaltungsrechts	24
c) Sowohl öffentlich-rechtliche als auch privatrechtliche Instrumente	24
IV. Zusammenfassung	25
V. Einordnung des Crowdlendings in das Regulierungsrecht	25

<i>C. Ziele der Regulierung</i>	26
I. Meta-Ziele: Regulierung sichert Marktfunktionen im Interesse des Gemeinwohls	27
II. Spezielle Ziele der Finanzmarktregulierung	30
1. Marktfunktionsschutz	30
2. Anlegerschutz	32
3. Systemstabilität	33
4. Bekämpfung der Geldwäsche	33
5. Zusammenfassung	34
<i>D. Instrumente der Regulierung</i>	34
I. Ausgangspunkt: Regulierungsinstrumente sind Standardsetzung und Aufsicht	35
II. „Standards“	35
1. Staatliche „Standards“	36
a) Prinzipienbasierte Regulierung	36
b) Kooperative Regulierung	37
c) Gütezeichen	37
2. Soft law	38
3. Selbstregulierung	38
a) Anwendungsbereich der Selbstregulierung	39
b) Regulierte Selbstregulierung	39
c) Bedeutung der Selbstregulierung für den Finanzmarkt	40
d) Zusammenfassung	43
III. Aufsicht	43
1. Beobachtende Aufsicht	43
2. Berichtigende Aufsicht	44
3. Ermöglichende Aufsicht	44
4. Private Enforcement	45
5. Zusammenfassung	45
<i>E. Zusammenfassung</i>	46
<i>F. Regulierungsgestaltung – „Regulatory Choice“</i>	47
I. „Regulatory Choice“	47
II. Gesetzesfolgenabschätzung als wissenschaftliche Untersuchungsmethode für die Regulierungsgestaltung	48
1. Unterschiedliche Ausprägungen der Gesetzesfolgenabschätzung	49
2. Schematischer Ablauf der Gesetzesfolgenabschätzung	50
III. Gesetzesfolgenabschätzung in der Finanzmarktregulierung	53
<i>G. Regulierungsgestaltung des Crowdlendings</i>	54
 Kapitel 3: Crowdlending als Phänomen der FinTech-Disruption	57
<i>A. Einleitung</i>	57
<i>B. Einordnung des Crowdlendings in übergeordnete Strukturen</i>	57
I. Historische Ursprünge des Crowdlendings	57

II.	Entwicklung des modernen Crowdlendings	59
III.	Crowdlending als disruptives FinTech	60
	1. FinTech-Definition	61
	2. Oberkategorien der FinTech-Branche	62
	3. Gemeinsames Ziel der FinTechs	63
IV.	Kreditmarkt als relevanter Markt für das Crowdlending	64
C.	<i>Funktionsweise unterschiedlicher Modelle und Kapitalnehmer</i>	65
I.	Echtes Crowdlending	66
	1. Registrierung und Anmeldung des Kreditprojekts	66
	a) Potentielle Kreditnehmer: Consumer und Business Lending	66
	b) Kreditwürdigkeitsprüfung durch den Plattformbetreiber	66
	c) Einsatz von Algorithmen	68
	2. Festlegung der Finanzierungskonditionen	68
	a) Finanzierungsvorschlag oder direkte Veröffentlichung	68
	b) Zur Verfügung gestellte Informationen	69
	c) Rahmenbedingungen der Finanzierung	69
	3. Anleger prüfen das Kreditprojekt	70
	4. Vertragsschluss unmittelbar zwischen Anlegern und Kreditnehmer	70
	5. Auszahlung der Darlehensvaluta	71
	6. Zusammenfassung mit grafischer Darstellung	71
II.	Unechtes Crowdlending	72
	1. Registrierung und Anmeldung des Kreditprojekts	72
	2. Anleger prüfen das Kreditprojekt	73
	3. Vertragsschluss zwischen dem Kreditnehmer und einer Bank	73
	4. Abtretung der Kreditforderungen von Bank an Anleger	74
	5. Servicingvertrag mit einem Tochterunternehmen des Plattformbetreibers	74
	6. Zusammenfassung mit grafischer Darstellung	75
III.	Wertpapierbasiertes Modell	75
	1. Verbreitung	76
	2. Funktionsweise	76
IV.	Zusammenfassung und erste Bewertung	77
V.	Automatisierung der Anlageprozesse nimmt stetig zu	77
	1. Effizienzsteigerung durch Automatisierung	77
	2. Funktionsweise	78
	3. Ähnlichkeit mit Robo Advisor	78
D.	<i>Kapitalgeber – Die Bedeutung der „Crowd“ nimmt ab</i>	78
I.	Ursprung des Crowdlendings: Die „Crowd“	79
II.	Zunehmende Bedeutung der institutionellen Investoren	79
III.	Konsequenzen	80
E.	<i>Aktuelle Entwicklungsperspektiven des Crowdlendings</i>	81
I.	Sekundärmarkt	82
	1. Sekundärmarkt bei wertpapierbasiertem Crowdlending	82
	2. Sekundärmarkt beim klassischen Modell	82
	3. Verbriefung zwecks Weiterverkaufs auf dem Sekundärmarkt	83

4. Zusammenfassung und Ausblick	84
II. Balance Sheet Loans	85
F. Zusammenfassung	86
 Kapitel 4: Ökonomische Grundlagen und Probleme des Crowdlendings	 89
A. Einleitung	89
B. Ökonomische Grundlagen der Regulierung	89
I. Der Markt als Interaktionsplattform	90
II. Störungsfreie Funktionalität des Marktes als Ziel	91
III. Die Interaktionsprobleme des Marktes	92
IV. Berücksichtigung dieser Erkenntnisse in der ökonomischen Theorie	93
1. Positive Ökonomik	94
2. Normative Ökonomik mit Neuer Institutionenökonomie	94
V. Law and Economics	96
1. Ökonomische Analyse des Rechts	96
a) Positive ökonomische Analyse des Rechts	97
b) Normative ökonomische Analyse des Rechts	98
2. Bedeutung für die Regulierungsgestaltung	98
VI. Zusammenfassung	99
C. Ökonomische Probleme des Crowdlendingmarktes	99
I. Transaktionskosten	100
1. Grundlagen	100
2. Teilweise Senkung der Transaktionskosten durch Crowdlending	101
a) Wesen einer Plattform	101
b) Leichtigkeit der Handhabung senkt die Transaktionskosten	101
3. Auswirkungen der Gebühren auf Transaktionskosten	102
a) Kapitalgeber	102
b) Kapitalnehmer	102
4. Ergebnis	103
II. Informationsasymmetrie	103
1. Grundlagen	103
2. Adverse Selektion	104
a) Grundlagen: „Market for lemons“	104
b) Adverse Selektion im Kreditmarkt	105
3. Rolle der „gatekeeper“ als Institutionen	106
4. Informationsasymmetrien beim Crowdlending	107
a) Ex-ante-Informationsasymmetrie	108
aa) Problem der „financial illiteracy“	108
bb) Problem der „bounded rationality“	109
cc) Keine Überprüfung der Informationen durch Plattformen – Aktuelle Rechtsprechung	109
dd) Einziger Anhaltspunkt: Ratingergebnis mit strukturellen Problemen	110

ee) Zwischenergebnis	112
ff) Neue Entwicklungen: Automatisierte Anlage	112
gg) Ergebnis für herkömmliches Crowdlending	113
hh) Einordnung in die Institutionalisierungsentwicklungen	113
b) Ex-post-Informationsasymmetrie	114
5. Zusammenfassung	114
III. Risiken	115
1. Im Vergleich: Risikomanagement der Banken	115
2. Risikomanagement beim Crowdlending	117
a) Risikomanagement nur durch die Anleger	117
b) Volles Risiko alleine bei den Anlegern	118
3. Neuere Ansätze	119
4. Ergebnis	119
IV. Teilnahmekosten	119
V. Transformationsprobleme	120
1. Losgrößentransformation	120
2. Fristentransformation	121
a) Im Vergleich: Fristentransformation bei einer Bank	121
b) Fristentransformation beim Crowdlending	123
VI. Ergebnis	123
<i>D. Weitere Erklärungsansätze für die Existenz des Crowdlendings</i>	124
I. Kreditnehmer	124
II. Kreditgeber	126
III. Reaktion der Banken	127
IV. Ergebnis	129
<i>E. Ergebnisse</i>	129

Kapitel 5: Konsequenzen für die Regulierungsgestaltung des Crowdlendings 131

<i>A. Einleitung</i>	131
<i>B. Analyse des Regulierungsfeldes</i>	131
I. Ursprünge	131
II. Verschiedene Modelle	132
1. Echtes Crowdlending	132
2. Unechtes Crowdlending	133
3. Wertpapierbasiertes Crowdlending	133
4. Balance sheet loans	133
5. Gemeinsamkeit der Modelle ist das trilaterale Verhältnis	134
III. Verschiedene Akteure	134
1. Anleger	134
a) Bedeutung der institutionellen Anleger	134
b) Interessenkonflikte des Plattformbetreibers	136
c) Kleinanleger	137

d) Zunehmende Automatisierung	137
2. Kreditnehmer	138
3. Plattformbetreiber	139
a) Ausgangspunkt: Darlehensvermittler	139
b) Kulminationspunkt: „Flaschenhals“	139
IV. Ökonomische Einordnung	140
V. Übersicht der Charakteristika und Probleme	143
<i>C. Zielbeschreibung: Warum sollte gehandelt werden?</i>	144
I. Regulierungsziele	144
II. Schutz der Innovationskraft	146
1. Bedeutung der Innovation	146
2. Konsequenzen für die Regulierung	146
3. Formal-gesetzliches „Innovationsprinzip“ nicht geboten	148
III. Zusammenfassung	150
<i>D. Zusammenfassung</i>	150
 Zweiter Teil: <i>De lege lata</i> Regulierung des Crowdlendings	151
 Kapitel 6: Rechtslage auf EU-Ebene	153
<i>A. Einleitung</i>	153
<i>B. MiFID II</i>	153
I. Anwendungsbereich	155
1. Plattformbetreiber als Wertpapierfirmen	155
a) Finanzinstrumente	155
aa) Crowdlendingdarlehen grds. keine übertragbaren Wertpapiere	156
(1) Echtes und unechtes Modell	156
(a) Übertragbarkeit	156
(b) Handelbarkeit nicht gegeben	156
(c) Ergebnis	158
(2) Wertpapierbasiertes Modell	158
(3) Sekundärmarkt mittels Verbriefung	158
(4) Ergebnis	159
bb) Crowdlendingdarlehen keine Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen	159
cc) Ergebnis	159
b) Dienstleistungen i. S. v. Anhang I Abschnitt A	160
aa) Ziff. 1: Annahme und Übermittlung von Aufträgen	160
bb) Ziff. 2: Ausführung von Aufträgen im Namen des Kunden	160
cc) Ziff. 3: Handel für eigene Rechnung	161
dd) Ziff. 4: Portfolioverwaltung	161
(1) Keine Portfolioverwaltung im Grundmodell	161
(2) Portfolioverwaltung aber möglich bei automatisierten Anlagemechanismen	161

(3) Hier keine Portfolioverwaltung mangels Finanzinstrumenten . . .	162
ee) Ziff. 5: Anlageberatung	162
ff) Ziff. 6 und 7: Emission und Platzierung von Finanzinstrumenten . . .	163
gg) Ziff. 8: Multilaterales Handelssystem (MTF)	164
hh) Ziff. 9: Organisiertes Handelssystem (OTF)	166
(1) OTF nur bei automatisierter Anlage denkbar	166
(2) Sich deckende Kundenaufträge zulässig	167
(3) Crowdlending als „multilaterales System“	167
(4) Ergebnis zu Ziff. 9: OTF	168
ii) Ergebnis zu den Dienstleistungen i. S. v. Anhang I Abschnitt A	169
2. Crowdlendingplattformen sind keine Marktbetreiber	169
3. Ergebnis	169
II. Konsequenzen	169
C. <i>CRD und CRR</i>	170
I. Anwendungsbereich CRD	172
1. Plattformbetreiber, Anleger und Kreditnehmer	172
2. Bank beim unechten Crowdlending	173
3. Sonderfall: Balance sheet loans	173
4. Ergebnis	173
5. Verbot des gewerbsmäßigen Einlagengeschäfts für Nichtkreditinstitute . .	173
II. Anwendungsbereich CRR	174
III. Konsequenzen	174
D. <i>OGAW-Richtlinie und AIFMD</i>	174
I. Keine gemeinsame Anlage beim echten Crowdlending	175
II. Unechtes Crowdlending	176
III. Sonderfall: Wertpapierbasiertes Modell	177
IV. Ergebnis und Konsequenzen	178
E. <i>PSD II</i>	178
I. Anwendungsbereich	180
1. Zahlungsdienste	180
a) Regelmäßige Einschaltung einer Partnerbank bzw. eines Partnerzahlungsinstituts	180
aa) Praktische Situation beim unechten Crowdlending	180
bb) Praktische Situation beim echten Crowdlending	181
b) Rechtliche Einordnung unter Berücksichtigung der Einschaltung eines Partnerinstituts	181
aa) Zahlungsdienste i. S. v. Ziff. 1–3 Anhang I PSD II	181
bb) Zwischenergebnis zu Ziff. 1–3 Anhang I PSD II	183
cc) Ziff. 6 Anhang I PSD II: Kein Finanztransfer beim Crowdlending . .	183
c) Crowdlendingplattformen als Zahlungsauslösedienstleister	184
aa) Wortlaut spricht für Einordnung als Zahlungsauslösedienst	184
bb) Vorstellungen des Unionsgesetzgebers sprechen gegen Einordnung als Zahlungsauslösedienst	185
d) Crowdlendingplattformen als Kontoinformationsdienstleister	187

aa) Echtes Modell	188
bb) Modell mit Konto bei Partnerkreditinstitut	188
cc) Ergebnis	190
e) Crowdfundingplattformen als Agenten	190
2. Ausnahme	190
3. Ergebnis	191
II. Pflichtenkatalog	192
III. Form der Regulierung	192
1. Regulierungsziele	193
2. Regulierungsinstrumente	193
IV. Ergebnis und Konsequenzen	193
<i>F. E-Geld-Richtlinie</i>	194
I. Ausgabe von E-Geld	194
II. Kooperation mit Partnerbank	195
III. Gebotsabgabe ist keine Ausgabe von E-Geld	195
IV. Ergebnis und Konsequenzen	196
<i>G. Geldwäsche-Richtlinie</i>	196
I. Anwendungsbereich	198
1. Partnerbanken	198
2. Plattformbetreiber	198
a) Darlehensgeschäfte, Ziff. 2	199
b) Zahlungsdienste, Ziff. 4	199
c) Portfolioverwaltung, Ziff. 11	200
3. Ergebnis	200
II. Pflichtenkatalog	200
III. Form der Regulierung	201
1. Regulierungsziele	201
2. Regulierungsinstrumente	201
IV. Ergebnis und Konsequenzen	201
<i>H. Ratingagenturen-Verordnung</i>	202
I. Anwendungsbereich	204
1. Rating	204
a) Auch Verbraucher als Gegenstand des Ratings erfasst	205
b) Auch wertpapierbasiertes Modell erfasst	205
2. Crowdfundingplattformen als Ratingagenturen	205
3. Zwischenergebnis	206
4. Ausnahmen	206
a) Art. 2 Abs. 2 lit. a CRA-VO	206
b) Art. 2 Abs. 2 lit. b CRA-VO	207
aa) Schematisches Modell	208
bb) Individualisiertes Modell	208
cc) Teleologische Auslegung	209
5. Ergebnis	210
II. Pflichtenkatalog	210

III.	Form der Regulierung	211
1.	Regulierungsziele	211
2.	Regulierungsinstrumente	211
IV.	Ergebnis und Konsequenzen	212
<i>I.</i>	<i>DSGVO</i>	212
I.	Anwendbarkeit	213
II.	Rechtsfolgen	214
1.	Zulässigkeit der Datenverarbeitung	214
2.	Grundsätze der Datenverarbeitung	215
3.	Entscheidungen auf Grundlage automatisierter Verarbeitung	215
a)	Rating als automatisierter Datenverarbeitungsprozess	216
b)	Rechtlich relevante Entscheidungen	217
aa)	Ratingergebnis	217
bb)	Ablehnung der Kreditanfrage	218
(1)	Konsequenz	218
(2)	Ausnahmen	219
cc)	Bestimmung der Konditionen	219
dd)	Investition durch die Anleger	220
c)	Ergebnis	220
III.	Regulierungstheoretische Einordnung	221
IV.	Ergebnis und Konsequenzen	221
<i>J.</i>	<i>Marktmissbrauchs-Verordnung</i>	221
I.	Anwendbarkeit auf herkömmliche Modelle	222
II.	Anwendbarkeit auf wertpapierbasiertes Modell	223
III.	Ergebnis	223
<i>K.</i>	<i>Prospekt-Verordnung</i>	223
I.	Anwendbarkeit	225
1.	Herkömmliche Modelle	225
2.	Wertpapierbasiertes Modell	225
a)	Wertpapiere	225
b)	Öffentliches Angebot von Wertpapieren	225
c)	Ergebnis	226
3.	Ausnahmen	227
a)	Art. 1 Abs. 3 Prospekt-VO	227
aa)	Vergleich mit der Richtlinie	227
bb)	Berechnungsart	228
cc)	Einschlägigkeit beim Crowdfunding	229
dd)	Ergebnis	229
b)	Art. 1 Abs. 4 lit. a Prospekt-VO	229
II.	Ergebnis und Konsequenzen	229
<i>L.</i>	<i>PRIP-Verordnung</i>	230
I.	Anwendbarkeit	232
1.	Herkömmliche Modelle	233
2.	Wertpapierbasiertes Modell	233

3.	Verbriefungen zwecks Transaktionen auf dem Sekundärmarkt	233
4.	Zwischenergebnis	233
5.	Ausnahmen	234
II.	Pflichtenkatalog	234
III.	Form der Regulierung	234
1.	Regulierungsziel	235
2.	Problem: „information overload“	235
3.	Regulierungsinstrumente	235
IV.	Ergebnis und Konsequenzen	235
M.	<i>Einlagensicherung und Anlegerentschädigung</i>	236
I.	Einlagensicherung	236
1.	Anwendungsbereich	238
a)	Sämtliche Crowdlendingmodelle werden nicht erfasst	239
b)	Konten bei Partnerinstituten erfasst	239
c)	Treuhandkonten ebenfalls erfasst	239
d)	Kooperation mit Zahlungsinstituten	240
2.	Ergebnis	241
II.	Anlegerentschädigung	241
1.	Anwendungsbereich	242
a)	Herkömmliche Modelle nicht erfasst	243
b)	Wertpapierbasiertes Modell erfasst	243
2.	Pflichtenkatalog	243
III.	Ergebnis und Konsequenzen	243
N.	<i>Verbraucherkredit- und Wohnimmobilienkredit-Richtlinien</i>	244
I.	Verbraucherkredit-Richtlinie	245
1.	Anwendbarkeit	247
a)	Unechtes Crowdlending erfasst	248
aa)	Grundsätzliches	248
bb)	Folgen: Plattform als Kreditvermittler	248
cc)	Zwischenergebnis	249
dd)	Ausnahmen	249
ee)	Ergebnis	249
b)	Balance sheet lending erfasst	249
c)	Einordnung des echten Crowdlendings unklar	250
aa)	Anleger als Kreditgeber?	250
(1)	Institutionelle Investoren als Kreditgeber	251
(2)	Private Anleger grds. keine Kreditgeber	251
(3)	Zwischenergebnis	252
bb)	Plattform als Kreditgeber?	252
(1)	Grundsätzliches	253
(2)	Argumente gegen eine Einordnung der Plattform als Kreditgeber	253
(3)	Argumente für eine Einordnung der Plattform als Kreditgeber	254
(4)	Einordnung in übergeordnete Strukturen	255
(5)	Zwischenergebnis	256

d) Zwischenergebnis	257
2. Pflichtenkatalog	257
3. Form der Regulierung	257
a) Regulierungsziele	257
b) Regulierungsinstrumente	258
4. Ergebnis und Konsequenzen	258
II. Wohnimmobilienkredit-Richtlinie	258
1. Anwendbarkeit	261
a) Sämtliche Modelle nur unter bestimmten Voraussetzungen erfasst	262
aa) Sachlicher Anwendungsbereich	262
bb) Konsequenzen: Plattformbetreiber als Kreditvermittler	264
b) Besondere Form der Immobilien-Crowdfundingplattformen	265
c) Zwischenergebnis	266
2. Pflichtenkatalog	266
3. Formen der Regulierung	266
a) Regulierungsziel	266
b) Regulierungsinstrumente	267
4. Ergebnis und Konsequenzen	267
<i>O. Fernabsatz-Finanzdienstleistungs-Richtlinie</i>	267
I. Anwendbarkeit	269
1. Kreditverträge erfasst	269
2. Kreditvermittlungsverträge erfasst	270
3. Nutzungsverträge auch erfasst	270
4. Zwischenergebnis	270
II. Pflichtenkatalog	270
III. Form der Regulierung	271
1. Regulierungsziele	271
2. Regulierungsinstrumente	271
IV. Ergebnis und Konsequenzen	271
<i>P. Zusammenfassung</i>	272
<i>Q. Analyse der europäischen Regulierung</i>	274
<i>R. Thesenförmige Zusammenfassung</i>	275
Kapitel 7: Rechtslage in Frankreich	277
<i>A. Notwendigkeit der Betrachtung mitgliedstaatlicher Regulierungsansätze</i>	277
<i>B. Einleitung zur Rechtslage in Frankreich</i>	277
<i>C. Zulässigkeit des Crowdlendings</i>	280
I. Ausgangspunkt: Monopole bancaire	280
II. Verbot des Kreditgewährens	281
1. Natürliche Personen als Kreditgeber	281
2. Juristische Personen als Kreditgeber	282

3. Zwischenergebnis	283
III. Verbot der Annahme von Geldern des Publikums	283
IV. Zwischenergebnis	285
V. Balance sheet lending	285
<i>D. Konkrete Zulässigkeitsvoraussetzungen</i>	285
I. Intermédiaire en financement participatif	285
1. Gesetz enthält genaue Definition	286
2. Zulässige Tätigkeiten werden durch die Definition eingegrenzt	286
II. Zulassung mit Anforderungen an die Geschäftsleitung	287
1. Keine anderen Tätigkeiten	288
2. Fachliche und persönliche Eignung der Geschäftsleitung	288
3. Rechtsfolge: Eintragung und Schutz	289
III. Wohlverhaltenspflichten mit Informationspflichten	289
1. Anmeldung und Registrierung	289
a) Crowdfundingbetreiber unterliegen geldwäscherechtlichen Vorgaben ..	290
b) „Suitability test“	290
c) Ratingkriterien offenlegen	290
2. Prüfung und Präsentation eines Kreditprojekts	291
3. Abschluss des Kreditvertrages	291
4. Generelle Pflichten	292
5. Versicherungspflichten	292
IV. Anforderungen an Kreditnehmer und Kreditgeber	293
1. Zulässige Kreditnehmer und Finanzierungsgrenzwerte	293
2. Zulässige Kreditgeber und Anlagehöchstsummen	294
a) Natürliche Personen	294
b) Juristische Personen	294
c) Höchstanzlagesummen	296
3. Kritische Analyse mit Blick auf den Ausschluss des Verbraucherdarlehensrechts	297
a) Hintergrund	297
b) Ausschluss des Verbraucherdarlehensrechts grds. gegeben	298
c) Jedoch kein vollständiger Ausschluss des Verbraucherdarlehensrechts ..	298
d) Konsequenzen	299
V. Gütesiegel	299
VI. Ergebnis	299
<i>E. Zusammenfassung mit weitergehenden Hinweisen</i>	300
<i>F. Analyse der französischen Regulierung</i>	300
I. Regulierungsziele	301
II. Zwischenergebnis	305
III. Regulierungsinstrumente	305
<i>G. Ergebnis</i>	306

Kapitel 8: Rechtslage in den Niederlanden	309
<i>A. Einleitung</i>	309
<i>B. Zulässigkeit des Crowdlendings</i>	311
I. Verbot des Kreditgewährens	311
II. Verbot der Annahme von Geldern des Publikums	312
1. Kein Verbot für private Kreditnehmer	313
2. Mögliches Verbot für unternehmerische Kreditnehmer	313
3. Anwendungsvoraussetzungen des Art. 24b Wft Vrijstellingsregeling	314
III. Ergebnis	314
<i>C. Konkrete Zulässigkeitsvoraussetzungen</i>	315
I. Consumer Lending	315
1. „Anbieten“ nach Art. 2:60 Wft	315
2. Vermittlung nach Art. 2:80 Wft	316
3. Genehmigungsvoraussetzungen	317
II. Business Lending	318
1. Befreiung vom Verbot des Art. 4:3 Wft	318
2. Befreiungsvoraussetzungen	319
a) Anforderungen an die Geschäftsleitung	319
b) Anforderungen an das Unternehmen	320
c) Zusammenfassung und Analyse	320
III. Zwischenergebnis und Analyse	321
IV. Nebenbestimmungen hinsichtlich der konkreten Geschäftstätigkeit	322
1. Vorgaben hinsichtlich der Kreditgeber	322
a) Investitionshöchstgrenzen	322
b) Investorentest	323
c) Informationspflichten	324
d) Widerrufsrecht	324
2. Vorgaben hinsichtlich der Kreditnehmer	325
3. Vorgaben hinsichtlich der Plattform	325
V. Geldwäsche	326
VI. Analyse	326
1. Bestehende Regulierungen werden ohne Reform angewendet	326
2. Regulierte Selbstregulierung	327
3. Zusammenfassung	328
<i>D. Zusammenfassung mit weitergehenden Hinweisen</i>	328
I. Besonderheiten der niederländischen Regulierung	328
II. Reformüberlegungen: Mindestkapital für Plattformbetreiber zweckmäßig	329
<i>E. Analyse der niederländischen Regulierung</i>	330
I. Regulierungsziele	330
II. Zwischenergebnis	335
III. Regulierungsinstrumente	336
<i>F. Ergebnis</i>	337

Kapitel 9: Rechtslage in Deutschland	339
<i>A. Einleitung</i>	339
<i>B. Zulässigkeit des Crowdlendings</i>	342
I. Ausgangspunkt: Erlaubnispflicht gem. § 32 KWG	342
II. Kreditgeschäft der Bank beim unechten Crowdlending	343
III. Kreditgeschäft der Anleger	343
1. Grundlagen des Kreditgeschäfts	343
2. Kreditgeschäft der Anleger beim echten Crowdlending	344
a) Gewerbsmäßigkeit beim echten Crowdlending grds. gegeben	345
b) Ausnahme bei rein privater Vermögensverwaltung?	345
c) Kaufmännisch eingerichteter Geschäftsbetrieb	346
d) Zusammenfassung	346
3. Kein Kreditgeschäft der Anleger beim unechten Crowdlending	346
a) Formale Auslegung anhand des Wortlauts	347
b) Teleologische Auslegung	348
c) Auslegung anhand der wirtschaftlichen Gegebenheiten	349
4. Ergebnis	350
IV. Einlagengeschäft der Kreditnehmer	350
1. Kein Einlagengeschäft beim unechten Crowdlending	351
2. Kein Einlagengeschäft beim wertpapierbasierten Crowdlending	351
3. Kein Einlagengeschäft beim echten Crowdlending	352
a) Tatbestand grds. erfüllt	352
b) Kaufmännisch eingerichteter Geschäftsbetrieb in der Regel gegeben ..	353
c) Zwischenergebnis	353
d) Korrektur des Ergebnisses durch teleologische Auslegung	353
e) Ergebnis	354
V. Ergebnis	354
<i>C. Konkrete Zulässigkeitsvoraussetzungen</i>	354
I. Regulierung nach dem KWG	354
1. Balance sheet lending	355
2. Kein Kreditgeschäft bei Kreditvermittlung	355
3. Kein Einlagengeschäft	355
4. Finanzdienstleistungen	356
a) Grundlagen: Finanzinstrumente	356
aa) Kein Einlagengeschäft	357
bb) Crowdlendingdarlehen als Vermögensanlagen gem. § 1 Abs. 2 Nr. 7 Alt. 1 VermAnlG	357
(1) Wortlaut	357
(2) Historische Auslegung	357
(3) Systematische Auslegung	358
(4) Zusammenfassung	358
cc) Wertpapierbasiertes Crowdlending	359
dd) Zwischenergebnis	359
b) Anlagevermittlung	359

aa) Verhältnis Kreditnehmer zu Bank	360
bb) Verhältnis Bank zu Kreditgeber	360
cc) Gewerbsmäßigkeit bzw. kaufmännisch eingerichteter Geschäftsbetrieb	360
dd) Ergebnis	361
c) Anlageberatung	361
d) Ausnahme von der Erlaubnispflicht: § 2 Abs. 6 Nr. 8 lit. e KWG	361
e) Abschlussvermittlung	362
f) Finanzportfolioverwaltung	363
aa) Grundlagen	363
bb) Automatisierte Anlagemechanismen als Finanzportfolioverwaltung	364
cc) Keine Einschränkung des Tatbestands geboten	365
dd) Erlaubnispflicht gem. § 32 Abs. 1 KWG	365
ee) Keine Ausnahme gem. § 2 Abs. 6 Nr. 20 KWG	366
ff) Zwischenergebnis	366
g) Ergebnis	366
5. Rechtsfolgen	366
a) Erlaubnisverfahren	366
aa) Anforderungen an die Geschäftsleitung	367
bb) Anforderungen an das Unternehmen	367
cc) Erlaubniserteilung	368
b) Laufende Überwachung	368
c) Ergebnis	369
6. Ergebnis	369
7. Regulierung die Bank betreffend, § 18a KWG	370
II. Regulierung nach dem GwG	370
III. Regulierung nach dem WpHG	370
1. Anwendbarkeit des WpHG	370
a) Crowdlendingdarlehen als Finanzinstrumente i. S. d. WpHG	371
b) WpHG auf Crowdlendingplattformbetreiber die Finanzportfolioverwaltung anbieten anwendbar	371
c) Ergebnis	371
2. Rechtsfolgen	372
a) Allgemeine und besondere Verhaltensregeln	372
b) Organisatorische Pflichten	373
c) Algorithmischer Handel, § 80 Abs. 2 WpHG	373
aa) Automatische Bestimmung der Parameter	373
bb) „Handel treiben“	374
(1) Wortlaut spricht gegen Anwendung	374
(2) Argumente für Anwendung	374
(3) Ergebnis	375
cc) Rechtsfolgen	376
3. Ergebnis	376
IV. Regulierung nach der GewO	376
1. Plattformen, die Finanzdienstleistungsinstitute sind	377

a)	Erlaubnis gem. § 34c GewO	377
b)	Rechtsfolgen	378
aa)	Erlaubnisverfahren	378
bb)	Laufende Überwachung	378
2.	Plattformen, die von der Ausnahme des § 2 Abs. 6 Nr. 8 lit. e KWG profitieren	379
a)	Erlaubnis gem. § 34f GewO	379
b)	Rechtsfolgen	379
aa)	Erlaubnisverfahren	379
bb)	Laufende Überwachung	381
(1)	Informationen	381
(2)	Anlegerabfrage	381
(3)	Archivierung und Prüfung	382
(4)	Sachkunde der Angestellten	382
c)	Auch Erlaubnis gem. § 34c GewO erforderlich	382
3.	Immobilien-Crowdfundingplattformen	384
a)	Erlaubnis gem. § 34i GewO	384
b)	Rechtsfolgen	384
4.	Ergebnis	385
V.	Regulierung durch das VermAnlG	385
1.	Anwendungsbereich	386
2.	Weitestgehend keine Prospektpflicht	387
a)	Plattformbetreiber ist Anbieter	387
b)	Ausnahme für institutionelle Investoren gem. § 2 Abs. 1 Nr. 4 VermAnlG	388
c)	De minimis-Ausnahme gem. § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG	388
aa)	Anwendbarkeit der Ausnahme auf das Crowdfunding	388
bb)	Voraussetzungen der Ausnahme des § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG	389
(1)	§ 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a VermAnlG	389
(2)	§ 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b VermAnlG	389
d)	Ausnahme für Schwarmfinanzierungen gem. § 2a VermAnlG	390
aa)	Anwendbarkeit der Ausnahme gem. § 2a Abs. 1 VermAnlG	390
bb)	Anwendbarkeit der Ausnahme nur bei Anlagevermittlung, § 2a Abs. 3 VermAnlG	391
(1)	Crowdfundingplattformen, die Finanzportfolioverwaltung betreiben	391
(2)	Crowdfundingplattformen, die keine Finanzportfolioverwaltung betreiben	392
e)	Ergebnis	392
3.	Kein Vermögensanlageninformationsblatt erforderlich	392
a)	Grundlagen des VIB	393
b)	Ausnahmen des § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b, Nr. 4 VermAnlG betreffen auch VIB	393
c)	Ausnahme des § 2a Abs. 1 VermAnlG betrifft VIB nicht	393
d)	Ergebnis	394

4. Weitergehende Regulierungen	394
VI. Regulierung nach dem WpPG	395
1. Anwendung allenfalls auf das wertpapierbasierte Crowdlending	395
2. Keine Pflicht zur Erstellung eines WIB wegen Anwendung der PRIIP-VO	395
3. Ergebnis	396
VII. Regulierung nach dem BGB	396
<i>D. Zusammenfassung mit weitergehenden Hinweisen</i>	<i>397</i>
<i>E. Analyse der deutschen Regulierung</i>	<i>398</i>
I. Regulierungsziele	398
II. Zwischenergebnis	403
II. Regulierungsinstrumente	404
<i>F. Ergebnis</i>	<i>405</i>
 Kapitel 10: Selbstregulierungsansätze	 407
<i>A. Einleitung</i>	<i>407</i>
<i>B. Code of Conduct des European Crowdfunding Networks</i>	<i>407</i>
<i>C. Verhaltenskodex des Bundesverbandes Crowdfunding</i>	<i>408</i>
<i>D. Bewertung und Zusammenfassung</i>	<i>408</i>
 Zusammenfassung des Zweiten Teils	 411
 Dritter Teil: Regulierung des Crowdlendings <i>de lege ferenda</i>	 413
 Kapitel 11: Grundlagen einer möglichen Europäischen Harmonisierung des Crowdlendings	 415
<i>A. Einleitung</i>	<i>415</i>
<i>B. Grundlagen der Kapitalmarktunion</i>	<i>417</i>
I. Ökonomische Hintergründe	419
II. Ausprägungen der Kapitalmarktunion	421
<i>C. FinTech-Entwicklungen der Kapitalmarktunion</i>	<i>422</i>
I. EU-weite Expansion	424
II. Förderung technologischer Innovationen	426
III. Stärkung der Sicherheit und Integrität des Finanzsektors	427
IV. Zusammenfassung	428
<i>D. Stellungnahmen der Union im Bereich des Crowdfundings</i>	<i>428</i>
<i>E. Ergebnisse</i>	<i>431</i>

Kapitel 12: EU-Vorschlag für eine Verordnung über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen	433
<i>A. Einleitung</i>	433
<i>B. Anwendungsbereich</i>	434
I. Begriff der Crowdfunding-Dienstleistung	434
1. Alle Formen des Crowdlendings erfasst	435
2. Umfassende Regulierung überzeugt	435
II. Zentrale Regelungsadressaten sind Crowdfundingplattformbetreiber	436
III. Beteiligte Parteien	437
1. Projektträger sind Kapitalsuchende	437
2. Definition der Investoren wirft Auslegungsprobleme auf	437
3. Zusammenfassung	439
IV. Ausnahmen vom Anwendungsbereich	439
1. Kein Consumer Lending	439
a) Argumente der Kommission für den Ausschluss	440
b) Gegenargumente	440
c) Ergebnis	442
2. Ausnahme für MiFID II-Erlaubnisinhaber – zugleich Abgrenzung zum MiFID II-Regime	442
3. Zwei-Schichten-Regulierungsmodell	443
a) Unklares Verhältnis zu mitgliedstaatlichen Regelungen	444
aa) Generelle Zulässigkeit wird durch nationalstaatliche Lizenzanforderungen bestimmt	445
bb) Argumente für einen Vorrang des EU-Rechts in dieser Hinsicht	445
cc) Argumente gegen einen Vorrang des EU-Rechts in dieser Hinsicht .	445
dd) Zwischenergebnis	446
ee) Europäisches Parlament spricht sich für Vorrang des EU-Rechts aus	446
b) Regulierungsarbitrage als weiteres Problem des Zwei-Schichten-Regulierungsmodells	446
aa) Grundlagen der Regulierungsarbitrage	447
bb) Institutioneller Wettbewerb zwischen Rechtsordnungen	447
cc) Regulierungsarbitrage im EU-Binnenmarkt negativ zu bewerten . . .	448
dd) Ziel der Kommission und Umsetzung	449
ee) Aber: institutioneller Wettbewerb als Innovationskraft des Rechts? .	450
ff) Zwischenergebnis	451
gg) Primärrechtliche Zulässigkeit	451
c) Ergebnis	452
4. Volumenmäßige Beschränkung	452
V. Zwischenergebnis	453
<i>C. Inhaltliche Vorgaben</i>	453
I. Erlaubniserteilung und -entziehung durch die ESMA	453
II. Betriebsanforderungen	455
1. Erbringung von Crowdfunding-Dienstleistungen, Art. 4	455
a) Ausübung von Ermessensbefugnissen	455

b) Offenlegung der Parameter der Ermessensausübung	456
c) Aber: Sicherheit der automatischen Entscheidungsfindung wird nicht reguliert	456
d) Vergütung	457
2. Geschäftsleitung und Beschwerdemanagement, Art. 5 und 6	457
3. Interessenkonflikte, Art. 7	458
a) Grundlagen	458
b) Konkrete Vorgaben	458
4. Zahlungsdienste, Art. 9	459
5. Geldwäsche	460
III. Anlegerschutz	460
1. Informationspflicht und Rating, Art. 14	460
2. Basisinformationsblatt, Art. 16	461
a) Inhalt des BIB	461
b) Form des BIB	462
aa) Unklar, in welcher Sprache BIB zu verfassen ist	462
bb) Keine Prüfung der inhaltlichen Richtigkeit des BIB vorgesehen	463
c) Bewertung	464
3. Investorentest und Simulation der Verlustfähigkeit, Art. 15	464
4. Europäisches Parlament: Offenlegung der Ausfallquoten, Art. 14a	465
5. Zusammenfassung	465
IV. Sekundärmarkt, Art. 17	466
V. Marketing, Art. 19 f.	467
VI. Aufsicht durch die ESMA, Art. 21 ff.	467
<i>D. Zusammenfassung mit weitergehenden Hinweisen</i>	<i>468</i>
<i>E. Analyse des Verordnungsvorschlags</i>	<i>469</i>
I. Regulierungsziele	469
II. Zwischenergebnis	475
III. Regulierungsinstrumente	475
<i>F. Ergebnis</i>	<i>476</i>
 Kapitel 13: Eigener Vorschlag zur Regulierung des Crowdlendings	 479
<i>A. Einleitung</i>	<i>479</i>
<i>B. Soll überhaupt reguliert werden?</i>	<i>479</i>
I. Sinn und Zweck der „Null-Regulierung“	480
II. Beim Crowdlending ist Regulierung geboten	481
III. Auch Innovationsförderung gebietet Regulierung des Crowdlendings	481
IV. Ergebnis: Adäquate Innovations-Regulierung	482
<i>C. Wer soll regulieren?</i>	<i>482</i>
I. Ausgangspunkt: Nationale Regulierung	482
II. Die digitalen Crowdlendingangebote erfordern Regulierung auf Unionsebene: Eine-Schicht-Regulierungsmodell	483

III. Ergebnis	485
<i>D. Welche Regulierungsinstrumente sollen verwendet werden?</i>	485
I. Instrumentenmix als anzustrebende Regulierungsform	485
1. Staatliche Ver- und Gebote	486
2. Prinzipienbasierte Regulierung und regulatorische Generalklauseln	486
3. Regulierte Selbstregulierung	487
4. Gütesiegel für Plattformbetreiber zweckmäßig	488
5. Aufsicht	488
II. Verordnung oder Richtlinie?	489
1. Vor- und Nachteile von Verordnung und Richtlinie	489
2. Regulierung des Crowdlendings sollte als Verordnung erfolgen	490
III. Ergebnis	491
<i>E. Wie soll inhaltlich reguliert werden?</i>	491
I. Leitlinien für die inhaltliche Regulierung	491
1. Abbildung des trilateralen Verhältnisses in der Regulierung	491
2. Rechtslage de lege lata berücksichtigt trilaterales Verhältnis nicht	492
3. Plattformbetreiber als zentrale Regulierungsadressaten	493
a) Rolle der Plattformbetreiber geht über die eines Vermittlers weit hinaus	493
b) Keine Bankenregulierung für Crowdlending	493
c) Erlaubnispflichten für Plattformbetreiber	494
4. Vorgaben für Anleger und Kreditnehmer	494
a) Anleger	494
aa) Kleinanleger	495
bb) Automatisierte Anlagemechanismen: „Code follows Law“	495
cc) Institutionelle Investoren	497
b) Kreditnehmer	497
5. Ergebnisse	498
II. Konkrete inhaltliche Vorgaben für die Regulierung	499
1. Erstes Problemfeld	499
2. Zweites Problemfeld	500
a) Echtes Crowdlending im Mittelpunkt der Regulierung	500
b) Prinzipienbasierte Regulierung erlaubt Innovationen	500
c) Transparenz schaffen durch Offenlegungs- und Berichtspflichten der Plattformbetreiber	500
3. Drittes Problemfeld	501
a) Alle Tätigkeiten des Plattformbetreibers erfassen	501
b) Wirtschaftliche Stabilität sichern	502
aa) Eigenkapitalanforderungen	502
bb) Eignung und Kompetenz der Geschäftsleiter	503
cc) Betriebsanforderungen an das Unternehmen	504
dd) Zwischenergebnis	504
c) Interessenkonflikte verhindern	504
aa) Offenlegung der Interessenkonflikte	505

bb) Vermeidung der Interessenkonflikte durch die regulatorische Förderung von „skin in the game“	505
cc) Regulatorische Verbote	506
d) Cybersicherheit gewährleisten	506
e) Fortführung der Kreditabwicklung im Krisenfall	507
f) Ergebnis	507
4. Viertes Problemfeld	507
a) Regulierung der Programmierung – „Code follows Law“	508
b) Vorgaben zur Funktionsfähigkeit und Freiheit von Interessenkonflikten	508
aa) Funktionsfähigkeit und menschliche Letztentscheidungskompetenz	509
bb) Objektivität	509
cc) Rechtskonformität	510
dd) Zwischenergebnis	510
c) Vorschläge bieten Ansatzpunkt für normativen „Algorithmus-TÜV“ ...	511
d) Durchsetzung der Regulierung	511
5. Fünftes Problemfeld	512
6. Sechstes Problemfeld	512
a) Offenlegung der Kriterien: „Rating-Beipackzettel“	513
b) Überprüfung der Angaben	513
c) Haftung des Plattformbetreibers	514
d) Dokumentationspflicht	515
e) Institutionelle Trennung	515
f) Klarstellung der Ratingagentur-VO	515
7. Siebtes Problemfeld	515
8. Achtes Problemfeld	516
a) Eigene Bonitätsprüfung durch die institutionellen Investoren	516
b) Offenlegungs- und Berichtspflicht mit Blick auf Verbriefungen bei Crowdfundinginvestitionen	517
9. Neuntes Problemfeld	517
a) Transparenz schaffen	517
b) Automatisierung zulassen	518
10. Zehntes Problemfeld	518
a) Investorentest mit Online-Konsultation	518
b) Standardisierte Informationen	520
aa) Form	520
bb) Inhalt	520
cc) Sprache	521
dd) Behördliche Prüfung nicht leistbar	521
c) Standardisierte Risikowarnungen	522
d) „Suitability test“?	522
e) Höchstbetrag für Anlagen?	522
aa) Argumente für einen Höchstbetrag	523
bb) Argumente gegen einen Höchstbetrag	524
cc) Ergebnis	525
f) Zusammenfassung	525

11. Elftes Problemfeld	525
12. Zwölftes Problemfeld	526
a) Anwendungsbereich der Geldwäsche-RL erweitern	526
b) Betrugsgefahren durch inhaltliche Überprüfung der Angaben des Kreditnehmers vorbeugen	526
13. Beilegung etwaiger Rechtsstreitigkeiten	526
III. Ergebnis	527
<i>F. Zusammenfassung</i>	527
Kapitel 14: Abschließende Überlegungen zur Regulierung der FinTech-Disruption	529
<i>A. Einleitung</i>	529
<i>B. Herausforderungen durch die FinTech-Disruption</i>	529
<i>C. Bisherige Ansätze</i>	531
I. EU-Ebene	531
1. Sektorale Regulierung	531
2. Bewertung	532
II. Deutschland	532
1. Zahnradregulierung	533
2. Bewertung	533
III. Frankreich	533
1. Singularregulierung	533
2. Bewertung	534
IV. Niederlande	534
1. Generalklausel-Regulierung	534
2. Bewertung	534
V. Zwischenergebnis	535
<i>D. Vorschlag eines modularen Regulierungsrahmens mit Basislizenz: „Baukastenregulierung“</i>	535
I. Basislizenz	536
II. Modularer Baukasten	536
III. Konsequenzen	537
<i>E. Zusammenfassung</i>	538
Vierter Teil: Zusammenfassung	539
Kapitel 15: Schlussbetrachtung	541

Kapitel 16: Thesenförmige Zusammenfassung der Ergebnisse	545
Kapitel 2: Regulierung und Regulierungsgestaltung – „Regulatory Choice“	545
Kapitel 3: Crowdlending als Phänomen der FinTech-Disruption	546
Kapitel 4: Ökonomische Grundlagen und Probleme des Crowdlendings	547
Kapitel 5: Konsequenzen für die Regulierungsgestaltung des Crowdlendings	547
Kapitel 6: Rechtslage auf EU-Ebene	548
Kapitel 7: Rechtslage in Frankreich	549
Kapitel 8: Rechtslage in den Niederlanden	549
Kapitel 9: Rechtslage in Deutschland	550
Kapitel 10: Selbstregulierungsansätze	550
Kapitel 11: Grundlagen einer möglichen Europäischen Harmonisierung des Crowdlendings	551
Kapitel 12: EU-Vorschlag für eine Verordnung über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen	551
Kapitel 13: Eigener Vorschlag zur Regulierung des Crowdlendings de lege ferenda	552
Kapitel 14: Abschließende Überlegungen zur Regulierung der FinTech-Disruption	553
Anhang: Text des Verordnungsvorschlags der Kommission	555
Quellenverzeichnis	581
Literaturverzeichnis	583
Sachregister	619

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
Abl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abschn.	Abschnitt
Abs.	Absatz
a. E.	am Ende
a. F.	alte(r) Fassung
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AIFMD	Alternative Investmentfonds Manager Directive
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Allg.	Allgemein
Allg.M.	Allgemeine Meinung
Anm.	Anmerkung
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BBankG	Gesetz über die Deutsche Bundesbank
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOK	Beck'scher Online Kommentar
BeckRS	Beck-online Rechtsprechung
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BgfO	<i>Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen</i> (Niederlande)
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIB	Basisinformationsblatt (<i>key information document</i>)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BRJ	Bonner Rechtsjournal
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
Bspw.	Beispielsweise
BT-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
BZRG	Bundeszentralregistergesetz
C. mon. f.	<i>code monétaire et financier</i> (französisches Finanzmarktgesetz)

CB	Compliance-Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CMU	Capital Markets Union (Kapitalmarktunion)
COM	Europäische Kommission (Dokumente)
CR	Computer und Recht (Zeitschrift)
CRA-VO	Credit Rating Agency-Verordnung (1060/2009/EG)
CRD	Capital Requirements Directive (2013/36/EU)
CRR	Capital Requirements Regulation (575/2013/EU)
CSU	Christlich Soziale Union
d.h.	Das heißt
DB	Der Betrieb
ders.	Derselbe
dies.	Dieselbe/dieselben
Diss. iur.	Juristische Dissertation
dms	Der moderne Staat – Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DRiZ	Deutsche Richterzeitung
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DSGVO	Datenschutz-Grundverordnung (2016/679/EU)
DV	Die Verwaltung (Zeitschrift)
D-VO	Delegierte Verordnung der Europäischen Kommission
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt
DZB	Der Zertifikateberater (Zeitschrift)
EAG	Europäische Atomgemeinschaft
EAGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft
EBA	European Banking Authority
Ebd.	Ebenda
ECLI	European Case Law Identifier
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EIB	Europäische Investitionsbank
eIDAS-VO	VO 910/2004/EU über elektronische Identifizierung und Vertrauensdienste für elektronische Transaktionen im Binnenmarkt
EinlPrALR	Einleitung zum Allgemeinen Landrecht für die Preußischen Staaten
Einl.	Einleitung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
Engl.	Englisch
EnZW	Zeitschrift für das gesamte Recht der Energiewirtschaft
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
et al.	<i>et alii</i> (und andere)
EU	Europäische Union
EuCML	Journal of European Consumer and Market Law
euvr	Zeitschrift für Europäisches Unternehmens- und Verbraucherrecht – Journal of European Consumer and Market Law
EuG	Europäisches Gericht erster Instanz
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EuGH Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Union
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
Ewg.	Erwägungsgrund/Erwägungsgründe

EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
EZB	Europäische Zentralbank
Fn.	Fußnote
f./ff.	Folgende
FAQ	Frequently Asked Questions
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority (Vereinigtes Königreich)
FinTech	Financial (Services) Technology (Neologismus)
FinVermV	Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung
Franz.	Französisch
FS	Festschrift
G	Gesetz
g. h. M.	Ganz herrschende Meinung
gem.	Gemäß
GewArch	Gewerbearchiv
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
Ggf.	Gegebenenfalls
Ggü.	Gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Grds.	Grundsätzlich
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht (Zeitschrift)
GVO	Grundverordnung
GwG	Geldwäschegesetz
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Hdb.	Handbuch
h. M.	Herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HS./Hs.	Halbsatz
i. d. F.	In diesem Fall
i. d. S.	In diesem Sinne
i. d. R.	In der Regel
i. e. S.	Im engeren Sinne
i.Erg.	Im Ergebnis
i. H. v.	In Höhe von
i. Ü.	Im Übrigen
IFP	<i>intermédiaire en financement participatif</i> (Crowdfundingplattformbetreiber im französischen Recht)
IHK	Industrie- und Handelskammer
ImmVermV	Verordnung über Immobiliendarlehensvermittlung
Insbes.	Insbesondere
InTeR	Zeitschrift zum Innovations- und Technikrecht
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i. S. d.	Im Sinne des
i. S. v.	Im Sinne von
i. V. m.	In Verbindung mit
IWRZ	Zeitschrift für Internationales Wirtschaftsrecht
i. w. S.	Im weiteren Sinne
J.	Journal
JA	Juristische Arbeitsblätter
jdfs.	Jedenfalls
jew.	Jeweils
JR	Juristische Rundschau
Jura	Juristische Ausbildung (Zeitschrift)

jurisPR-BKR	Juris-Praxisreport Bank- und Kapitalmarktrecht
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft/Kammergericht
KWG	Kreditwesengesetz
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
lit.	<i>Litera</i> (Buchstabe)
Ls.	Leitsatz
LTO	Legal Tribune Online
L. Rev.	Law Review
Lsbl.	Loseblatt-Sammlung
MaBV	Verordnung über die Pflichten der Immobilienmakler, Darlehensvermittler, Bauträger, Baubetreuer und Wohnimmobilienverwalter
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (2014/65/EU)
Mio.	Million/Millionen
m. w. N.	Mit weiteren Nachweisen
MüKo	Münchener Kommentar
n. F.	Neue Fassung
NJ	Neue Justiz (Zeitschrift)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift – Rechtsprechungsreport
Nr./No.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NVwZ-RR	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht – Rechtsprechungsreport
Nw.	Nachweise
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeits- und Sozialrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZV	Neue Zeitschrift für Verkehrsrecht
o.	Oben
o. g.	Oben genannt
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen (OGA) in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OVG	Oberverwaltungsgericht
passim	Allenthalben
PinG	Privacy in Germany (Zeitschrift)
PolG	Polizeigesetz
PolR	Polizeirecht
PRIIP	Regulation on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products
PRIIP-VO	VO 1286/2014/EU; siehe PRIIP
PSD II	Payment Services Directive II (2015/2366/EU)
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RG	Reichsgericht
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Satz/Seite/Siehe
s. o.	Siehe oben
SächsVB1	Sächsische Verwaltungsblätter
SA	Société Anonyme (nach luxemburgischen Recht)
Schr.	Schreiben

sog.	Sogenannt
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
StabG	Stabilitätsgesetz
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
StR	Staatsrecht
st.Rspr.	Ständige Rechtsprechung
str.	Streitig
sub	Unten, unter
sublit.	<i>Sublitera</i> (Unterbuchstabe)
supra	Oben
SWD	Staff Working Document der Europäischen Kommission
TKG	Telekommunikationsgesetz
TÜV	Technischer Überwachungsverein
u. a.	Unter anderem
UAbs./Uabs.	Unterabsatz
unstr.	Unstreitig
UR	Umsatzsteuer-Rundschau
Urt.	Urteil
u. U.	Unter Umständen
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
V	Verordnung (nach deutschem Recht)
v.	Vom/von
v. a.	vor allem
VA	Verwaltungsakt
Var.	Variante
Verf.	Verfasser
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
vgl.	Vergleiche
VIB	Vermögensanlageninformationsblatt
VO	Verordnung (nach europäischem Recht)
Vol.	Volume
Vor./Vorb.	Vorbemerkung
VR	Verwaltungsrundschau
VuR	Verbraucher und Recht (Zeitschrift)
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwR	Verwaltungsrecht
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VW	Versicherungswirtschaft (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapier-Handelsgesetz
WpPG	Wertpapier-Prospektgesetz
Wft	<i>Wet op het financieel toezicht</i> (Niederländisches Finanzmarktaufsichtsgesetz)
WIB	Wertpapier-Informationsblatt
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Wertpapiermitteilungen)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
z.B.	Zum Beispiel
ZAP	Zeitschrift für die Anwaltliche Praxis
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht

zfbf	Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZfKE	Zeitschrift für KMU & Entrepreneurship
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
zzgl.	Zuzüglich

Siehe auch *Hildebert Kirchner*; Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 8. Auflage 2015.

Erster Teil

**Einführung und Bestimmung
des Untersuchungsgegenstands**

Kapitel 1

Einführung

A. Digitale Disruption

„Every once in a while, a new technology, an old problem, and a big idea turn into an innovation.“¹

Diese Worte des Segway-Erfinders *Dean Kamen* fassen eine der bedeutendsten Entwicklungen unserer Zeit in einem prägnanten Satz zusammen: die digitale Disruption.

Die Digitalisierung, also die Informationsverarbeitung mittels binären Zahlen-codes aus 1 und 0,² hat vor allem mit der weltweiten Vernetzung von Computern durch das Internet³ eine globale Kommunikationsplattform geschaffen, die es der Menschheit ermöglicht, quasi überall in Echtzeit miteinander in Verbindung zu stehen.⁴ Häufig wird die Verbreitung dieser Technologien auch als dritte Stufe der Industriellen Revolution⁵ eingeordnet und damit in eine historische Entwicklungslinie mit den fundamentalen Umwälzungen des 18. und 19. Jahrhunderts gesetzt.⁶ Weitergehend als damals wird der technische Fortschritt heute allerdings in allen Lebensbereichen genutzt – sei es im Rahmen der grundlegenden Veränderung der Sozialbeziehungen durch die „Sozialen Medien“,⁷ bei der Neuorientierung der industriellen Produktion durch das „Internet der Dinge“⁸ oder aber im Zusammenhang mit dem Wandel der Finanzindustrie.⁹

¹ Vgl. *Sorvino*, One Of America's Most Successful Inventors Dean Kamen Talks Segway, Clean Water And Robotics, *Forbes*, 9.6.2016. – Auf Deutsch: „Ab und zu wird aus einer neuen Technologie, einem alten Problem und einer großen Idee eine Innovation.“

² *González-Meneses/Martínez-Echevarría*, in: Möslein/Omlor, *FinTech-Handbuch*, 2019, § 23 Rn. 45; *Rödder*, 21.0, 2015, S. 19.

³ *Kollmann*, in: Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort „Internet“; *González-Meneses/Martínez-Echevarría*, in: Möslein/Omlor, *FinTech-Handbuch*, 2019, § 23 Rn. 48; *Rödder*, 21.0, 2015, S. 22.

⁴ *Rödder*, 21.0, 2015, S. 22, 25; vgl. zur digitalen Disruption auch *Deipenbrock*, *ZVglRWiss* 118 (2019), S. 285.

⁵ *Precht*, *Jäger, Hirten, Kritiker – Eine Utopie für die digitale Gesellschaft*, 2018, S. 19 spricht von der vierten industriellen Revolution.

⁶ *Bundesministerium für Wirtschaft und Energie*, *Industrie 4.0 und Digitale Wirtschaft*, 2015, S. 9; *Rödder*, 21.0, 2015, S. 27.

⁷ Vgl. zu den Entwicklungen beim weltweiten Marktführer *Facebook* jüngst *Hughes*, *It's Time to Break Up Facebook*, *New York Times*, 9.5.2019; siehe auch *Rödder*, 21.0, 2015, S. 31, m. w. N.

⁸ *Bundesministerium für Wirtschaft und Energie*, *Industrie 4.0 und Digitale Wirtschaft*, 2015, passim; *Glatz*, in: Möslein/Omlor, *FinTech-Handbuch*, 2019, § 6 Rn. 10.

⁹ *Möslein/Omlor*, in: dies., *FinTech-Handbuch*, 2019, § 1 Rn. 1 ff.; dazu auch jüngst *Deipenbrock*, *ZVglRWiss* 118 (2019), S. 285 ff.

In der Regel werden dabei keine gänzlich neuen Probleme, sondern vielmehr alte Probleme auf neuem, digitalem Weg gelöst. Genau diesen Sachverhalt beschreibt auch der schillernde Begriff der Innovation,¹⁰ wobei unmittelbar einleuchtet, dass damit althergebrachte Strukturen und Geschäftsabläufe aufgebrochen oder sogar zerstört werden können.¹¹ Ausgehend vom US-amerikanischen Zentrum digitaler Innovationen im Silicon Valley hat sich für diesen digitalen Wandel von alten zu neuen Lösungen inzwischen der vom lateinischen Verb „disruptere“ abgeleitete Begriff „Disruption“ durchgesetzt.¹²

B. Plattformökonomie in der „Sharing Economy“

Eine jener disruptiven Entwicklungen ist das Aufkommen zahlreicher Internetplattformen, die als metaphorische „Spinne im Netz“ Anbieter¹³ und Nachfrager von Waren oder Dienstleistungen mithilfe digitaler Kommunikationstechnologien weltweit verknüpfen.¹⁴ In Anbetracht der mittlerweile teils übermächtigen Marktstellung solcher Plattformen – genannt seien nur *Facebook*, *Airbnb*¹⁵ und *Uber*¹⁶ – spricht die Forschung inzwischen auch von einer Plattformökonomie.¹⁷

¹⁰ Zu dem bis heute viel diskutierten Begriff der Innovation hier nur *Specht*, in: Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort „Innovation“; *Grundmann/Möslein*, ZfPW 2015, 435 (435) und im Folgenden.

¹¹ Vgl. *Bundesministerium für Wirtschaft und Energie*, Weißbuch Digitale Plattformen, März 2017, S. 14 ff.; *Ihlau/Barth*, BB 2016, 1068 (1068 ff.); *Gierczak/Bretschneider/Haas/Blohm/Leimeister*, Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising, 2016, S. 7 f.; *Kröner*, in: Tiberius/Rasche, FinTechs – Disruptive Geschäftsmodelle im Finanzsektor, 2017, S. 27; *Broer*, ZVglRWiss 116 (2017), S. 193.

¹² Eingehend dazu auch mit Erläuterung der historischen Ursprünge der Disruption *Söbbing*, BKR 2016, 360 (360 f.); *ders.*, InTeR 2015, 205 (205 ff.): „Das Ideal der Start-ups ist daher mit einer Technologie, einen alteingesessenen Platzhirschen vom Markt zu verdrängen.“; *McMillan*, The End of Banking, 2014, S. 9 beschreiben den Prozess als „creative destruction“, was auf *Schumpeter* zurückgeht, dazu eingehend bspw. *McGrath*, Joseph Schumpeter: The Original Advocate Of Disruption, Forbes, 18.6.2014; *Haycock/Richmond*, Bye Bye Banks?, 2015, S. 11 ff., passim; vgl. auch *Lin*, Peer-to-Peer Lending: An Empirical Study, AMCIS 2009 Doctoral Consortium 17, S. 1; *Paul*, Wirtschaftsdienst 2016, 631 (631); *Hartmann*, BKR 2017, 321 (321); *Müller*, Die zwei Gesichter von Fintech, Neue Zürcher Zeitung, 25.9.2015. – *Precht*, Jäger, Hirten, Kritiker – Eine Utopie für die digitale Gesellschaft, 2018, S. 18 nennt dies das „Zauberwort“ der digitalen Revolution.

¹³ In dieser Arbeit wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit das generische Maskulinum verwendet. Weibliche und anderweitige Geschlechteridentitäten werden dabei ausdrücklich mitgemeint, soweit es für die Aussage erforderlich ist.

¹⁴ *Engert*, AcP 218, 304 (305); *Busch*, IWRZ 2018, 147 (147); vgl. auch *Möslein/Omlor*, in: dies., FinTech-Handbuch, 2019, § 1 Rn. 4.

¹⁵ Siehe dazu nur *Solmecke/Lengersdorf*, MMR 2015, 493 (493 ff.).

¹⁶ Dazu etwa *Ludwigs*, NVwZ 2017, 1646 (1646 ff.); *Will/Quarch*, NVwZ 2018, 1610 (1611).

¹⁷ Siehe nur *Engert*, AcP 218, 304 (307); *Cohen*, 51 U. C. Davis L. Rev. 51 (2017), S. 133 ff.; *Busch/Schulte-Nölke/Wiewiórowska-Domagalska/Zoll*, EuCML 2016, 3 (4); *Busch*, IWRZ 2018, 147 (147 ff.); *ders.*, Verbraucherschutz in der Plattformökonomie, 15/2018, S. 6 f.; *Möslein*, ZIP 2018, 204 (205); *Paal/Hennemann*, ZRP 2017, 215 (215); *Tonner*, VuR 2017, 161 (161); sowie

Dabei treten die Plattformen in der Regel nicht selbst als Verkäufer oder Anbieter auf,¹⁸ sondern ermöglichen einen direkten Austausch zwischen den Nutzern.¹⁹ Diese globale, unmittelbare Verknüpfung gleichgesinnter Marktteilnehmer – im Englischen „peers“ genannt – hat an vielen Stellen auch dazu geführt, dass verfügbare Ressourcen gemeinschaftlich und damit häufig effizienter genutzt werden können.²⁰ Die so geschaffenen „Peer-to-Peer“-Beziehungen sind damit auch Ausdruck einer Ökonomie des Teilens,²¹ die unter dem Schlagwort „Sharing Economy“ bekannt geworden ist.²² Ein wesentlicher Teil davon ist das Crowdsourcing,²³ also die internetbasierte Auslagerung von Aufgaben an eine undefinierte Menge.²⁴ Die dadurch gewonnene „Schwarmintelligenz“²⁵ wird inzwischen in ganz unterschiedlichen Bereichen genutzt, von der alternativen Streitbeilegung²⁶ bis hin zur Ausarbeitung einer Verfassungsreform.²⁷

Bemerkenswert ist, dass die beiden aufgezeigten Entwicklungslinien der Plattformökonomie und der Ökonomie des Teilens unmittelbar miteinander verknüpft sind, da die gemeinschaftliche Ressourcennutzung letztlich nur durch die Vermittlungsdienste einer Plattform möglich wird, die alle Interessen der Parteien bündelt

den Verordnungsvorschlag der Europäischen Kommission COM(2018) 238 final und die Stellungnahme COM(2016) 288 final.

¹⁸ Etwas anderes gilt bspw. für den bekannten Online-Händler *Amazon*; insofern ungenau *Busch*, IWRZ 2018, 147 (147).

¹⁹ *Engert*, AcP 218, 304 (311 f.); *Schweitzer/Fetzer/Peitz*, Digitale Plattformen: Bausteine für einen künftigen Ordnungsrahmen, ZEW Discussion Paper No. 16–042, S. 4.

²⁰ Vgl. *Ludwigs*, NVwZ 2017, 1646 (1646 f.); *Engert*, AcP 218, 304 (308).

²¹ *Ludwigs*, NVwZ 2017, 1646 (1646 f.); *Tonner*, VuR 2017, 161 (161); *Meller-Hannich*, WM 2014, 2337 (2337 ff.); *Busch*, Verbraucherschutz in der Plattformökonomie, 15/2018, S. 6 f.; *Monopolkommission*, XXI. Hauptgutachten, 2016, S. 365 ff.

²² Im Deutschen auch als „kollaborative Wirtschaft“ bezeichnet, vgl. *Meller-Hennich*, WM 2014, 2337 (2338), dort auch eingehend zu der Rolle des Crowdfundings im Bereich der „Sharing Economy“; *dies./Krausbeck/Witke*, VuR 2019, 403 (403 ff.); ebenso COM(2016) 356 final, S. 5 f.; im Französischen *Jourdain/Leclerc/Millerand*, *Économie collaborative & Droit*, 2016, S. 9 ff.; ferner *Tiberius/Rasche*, in: *dies.*, *FinTechs – Disruptive Geschäftsmodelle im Finanzsektor*, 2017, S. 3, bei und in Fn. 4, dort auch zu der Entwicklung der „Sharing Economy“ aus der „New Economy“ heraus.

²³ Grundlegend *Hötte*, MMR 2014, 795 (795 ff.); *Kersten*, *Schwarmdemokratie*, 2017, S. 210 ff.; *Kay*, jM 2016, 178 (178 f.); *Blohm/Leimeister/Zogaj*, in: *Brenner/Hess*, *Wirtschaftsinformatik in Wissenschaft und Praxis*, 2014, S. 53 ff.; *Becker/Ulrich/Nolte*, ZfKE 2017, 93 (95).

²⁴ *Hötte*, MMR 2014, 795 (795); *Belleflamme/Omrani/Peitz*, *Information Economics and Policy* 33 (2015), S. 12; *Leimeister*, *Controlling & Management* 6 (2012), S. 388; *Gierczak/Bretschneider/Haas/Blohm/Leimeister*, *Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising*, 2016, S. 8.

²⁵ *Lorenz/Rauhut/Schweitzer/Helbing*, *How social influence can undermine the wisdom of crowd effect*, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 108 (2011), S. 9020 ff.; *Ferrarini*, in: *Fintech and Banking. Friends or Foes?*, 2018, S. 125; kritisch *Judge*, *Wake Forest Law Review* 2015, S. 121; *Schedensack*, *Crowdinvesting*, 2018, S. 66 ff.; grundlegend zum Verhalten des menschlichen „Schwarms“ (Crowd): *Kersten*, *Schwarmdemokratie*, 2017, S. 96 f., passim.

²⁶ Siehe dazu den estnischen Anbieter *Jury.Online*, näher *Becker/Kuhlmann*, *Die Crowd entscheidet*, LTO, 25.11.2017.

²⁷ So geschehen in Island, siehe z. B. *Morris*, *Crowdsourcing Iceland's Constitution*, *New York Times*, 24.10.2012; *Kersten*, *Schwarmdemokratie*, 2017, S. 213 f.

und zusammenführt.²⁸ Die Plattformen arbeiten in Zeiten der Digitalisierung dabei zumeist mit Algorithmen, die vollständig automatisiert ablaufen.²⁹

Die digitale Disruption, eines der wesentlichen Merkmale des frühen 21. Jahrhunderts, charakterisiert somit ein Dreiklang aus Digitalisierung, Plattformökonomie und „Sharing Economy“.

C. Regulatorische Herausforderungen

Unter diesen Rahmenbedingungen steht das Recht als Regelungsmacht³⁰ vor großen – potentiell ebenfalls disruptiven – Herausforderungen.³¹ Dies liegt vor allem daran, dass die digitalen Technologien nämlich – wie angedeutet – durch eine natürliche Grenzenlosigkeit geprägt sind,³² die es dem Recht erschwert, passende Anknüpfungspunkte für die Regulierung der handelnden Plattformbetreiber zu finden. Die auch als „zweite Globalisierung“³³ bezeichnete zunehmende transnationale Entgrenzung der Online-Welt könnte dafür sprechen, auch einen transnationalen Gesetzgeber mit der rechtlichen Reaktion auf die plattformbasierten, digitalen Disruptionen zu betrauen.³⁴ Dieser sähe sich dann aber mit dem Problem konfrontiert, die innovativen Angebote der Digitalisierung in das bestehende Regelungsnetz, das häufig nicht technikoffen gestaltet ist, zu integrieren.³⁵ Schlaglichtartig ist nämlich nicht von vornherein sichergestellt, dass auch die von einem fast übermächtigen Plattformbetreiber verwalteten Algorithmen, die Anbieter und Nachfrager unmittelbar und ohne Umweg über andere „Mittelsmänner“ automatisiert zusammenbringen, den für die menschliche Interaktion geltenden Regulierungen folgen. Auf den ersten Blick scheint inzwischen vielmehr *Lawrence Lessigs* legendäre Feststellung „Code is Law“ die Realität abzubilden,³⁶ zumal die digitalen Innovationen – gleichsam proteisch – ihre realen Erscheinungsformen ständig ändern.

²⁸ Siehe auch die Grafik bei *Wahl*, Collaborative consumption and peer-to-peer collaboration, Medium.com, 17.8.2017.

²⁹ *Möslein/Omlor*, in: dies., *FinTech-Handbuch*, 2019, § 1 Rn. 6; *Boehme-Neßler*, NJW 2017, 3031 (3033) und im Folgenden.

³⁰ Erneut *Boehme-Neßler*, NJW 2017, 3031 (3033).

³¹ Mit Nachdruck *Baal/Hennemann*, ZRP 2017, 215 (215).

³² Hier nur *Rödder*, 21.0, 2015, S. 30 f.; siehe auch noch im Folgenden.

³³ *Rödder*, 21.0, 2015, S. 55 ff.

³⁴ Vgl. bspw. *Biegoń/Kowalsky/Schuster*, *Schöne neue Arbeitswelt? Wie eine Antwort der EU auf die Plattformökonomie aussehen könnte*, 2017, S. 4.

³⁵ Vgl. *Steck*, in: *Groß/Grüneberg/Habersack/Metz/Mülbert*, *Bankrechtstag 2016*, S. 118; mit Nachdruck *Eifert*, in: *ders./Hoffmann-Riem*, *Innovationsfördernde Regulierung*, 2009, S. 11 f.; *Macchiavello*, *Columbia J. of EU Law* 21 (2015), S. 543; zu diesem Problemfeld umfassend *Av-gouleas*, in: *Oxford Handbook of Financial Regulation*, 2015, S. 660 ff.; *Ferrari*, in: *Fintech and Banking. Friends or Foes?*, 2018, S. 121; *Möslein/Omlor*, in: dies., *FinTech-Handbuch*, 2019, § 1 Rn. 13.

³⁶ *Lessig*, *Code Is Law – On Liberty in Cyberspace*, *Harvard Magazine*, 1.1.2000; vgl. *Hoffmann-Riem*, *AöR* 142 (2017), 1 (8); dazu auch instruktiv *Froitheim*, in: *Taeger*, *Rechtsfragen digitaler Transformationen*, 2018, S. 311 ff.

D. Digitalisierung des Finanzmarkts

Schon deshalb und angesichts der schier Menge plattformbasierter Geschäftsmodelle in der heutigen Zeit³⁷ können die so angerissenen regulatorischen Grundfragen der digitalen Disruption hier nicht umfassend dargestellt werden. Diese Untersuchung beschränkt sich daher *pars pro toto* auf einen repräsentativen Teil, aus dessen Analyse sich auch abstraktere Richtungsentscheidungen ableiten lassen.

Nicht nur einschlägige wissenschaftliche Veröffentlichungen³⁸ und politische Schritte sowohl der Europäischen Kommission³⁹ als auch der Bundesregierung,⁴⁰ sondern auch die kontinuierlich hohen Wachstumsraten und die deswegen immer weiter zunehmende ökonomische Bedeutung⁴¹ rücken dabei vor allem die Digitalisierung des Finanzmarkts in den Fokus.⁴² Gemeinhin werden die technischen und wirtschaftlichen Disruptionen in diesem Gebiet unter dem Neologismus „FinTech“ zusammengefasst.⁴³

Auch wenn der „FinTech“-Markt – wie zu sehen sein wird – vielfältig ist,⁴⁴ sticht aus ihm doch ein Marktsegment besonders hervor: das Crowdfunding.⁴⁵ Beim Crowdfunding bringt eine Internetplattform Kapitalsuchende und Kapital-

³⁷ Einen Überblick bieten etwa *Parker/van Alstyne/Choudary*, Die Plattform-Revolution, 2017, S. 13 ff.

³⁸ Jüngst bspw. *Möslein/Omlor*, FinTech-Handbuch, 2019; *Kunschke/Schaffelhuber*, FinTech, 2018; *Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, Rechts Handbuch Digitale Finanzdienstleistungen, 2018.

³⁹ COM(2018) 109 final – sog. FinTech-Aktionsplan; dazu noch im Folgenden S. 422.

⁴⁰ Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD für die 19. Legislaturperiode vom März 2018, S. 69; dazu noch im Folgenden S. 339.

⁴¹ *Fuscaldo*, 4 Fintech Predictions For The New Year, Forbes, 7.12.2018; *Dorfleitner/Hornuf/Schmitt/Weber*, in: *Möslein/Omlor*, FinTech-Handbuch, 2019, § 2 Rn. 12 ff.; *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, Abschlussbericht für das Bundesministerium der Finanzen, 17.10.2016, S. 15 ff.; *Grundlehner*, Das Kreditgeschäft im Schwarm wächst rasant und entfernt sich von der Grundidee, Neue Zürcher Zeitung, 10.5.2019.

⁴² *Möslein/Omlor*, BKR 2018, 236; *Will/Quarch*, WM 2018, 1481; siehe auch *Precht*, Jäger, Hirten, Kritiker – Eine Utopie für die digitale Gesellschaft, 2018, S. 18 f.

⁴³ Hier nur *Schaffelhuber*, in: *Kunschke/Schaffelhuber*, FinTech, 2018, S. 15 ff.; *Tiberius/Rasche*, in: dies., FinTechs – Disruptive Geschäftsmodelle im Finanzsektor, 2017, S. 2 f.; *Broer*, ZNglRWiss 116 (2017), S. 189; *Kumpan*, EuZW 2018, 745 (745); *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, Abschlussbericht für das Bundesministerium der Finanzen, 17.10.2016, S. 1 ff.; *Monopolkommission*, XXI. Hauptgutachten, 2016, S. 409 ff.; im Folgenden S. 60 ff.

⁴⁴ Näher unten S. 60 ff.

⁴⁵ Grundlegend *Lawton/Marom*, The Crowdfunding Revolution, 2010, S. 9 ff.; *Aschenbeck/Drefke*, in: *Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, Rechts Handbuch Digitale Finanzdienstleistungen, 2018, S. 94; *Slavin*, Peer-to-peer lending – An Industry Insight, Juni 2007; im Anschluss exemplarisch *Kersten*, Schwarmdemokratie, 2017, S. 180 ff.; *ders.*, JuS 2014, 673 (678 f.); *Meinshausen/Schirneck/Stimeier*, WiSt 11 (2012), 583 (584 f.); *Belleflamme/Omrani/Peitz*, Information Economics and Policy 33 (2015), S. 11; *Cumming/Hornuf*, in: dies., The Economics of Crowdfunding, 2018, S. 1 ff.; *Schönwitz*, Crowdfunding – Die Bank sind Sie!, Wirtschaftswoche, 28.8.2015; zum Ursprung des Crowdfundings im Crowdsourcing *Everett*, Research Paper Pepperdine University, 2014, S. 1; *Hüttich*, Crowdfinance – Digitalisierung und Demokratisierung des Finanzmarktes, Investitionsbank Berlin, 2015, S. 4 ff.; *Kost*, Beim Crowdfunding ist klar, wer das Geld bekommt, FAZ, 9.11.2018.

geber grds. ohne eine dazwischengeschaltete Bank zusammen. Die Kapitalgeber investieren dann gemeinsam jeweils kleinere Beträge in ein konkretes Projekt des Kapitalsuchenden.⁴⁶ Dieser nutzt die über eine Internetplattform vermittelte „Crowd“,⁴⁷ um sein Projekt – gewissermaßen schwarmintelligent – durch viele einzelne, kleinere Beträge zu finanzieren.⁴⁸ Beim Crowdfunding, das insofern unmittelbar im Schnittfeld von Plattformökonomie und „Sharing Economy“ liegt, besteht die digitale Disruption folglich darin, dass jedenfalls auf den ersten Blick die herkömmlicherweise durch eine Bank geprägte Finanzierungsstruktur aufgebrochen wird. Der Softwareunternehmer *Bill Gates* fasste diesen Gedanken – dessen Stichhaltigkeit zu untersuchen sein wird⁴⁹ – einst treffend zusammen: „Banking is necessary, banks are not.“⁵⁰

E. Crowdfunding und seine Ausprägungen

Derzeit werden vier strukturelle Typen des Crowdfundings unterschieden:⁵¹ Beim „klassischen“ Crowdfunding im engeren Sinne („reward-based crowdfunding“) erhält der Kapitalgeber eine kreative Gegenleistung für seine Geldmittel, etwa das mithilfe der Finanzierung hergestellte Produkt.⁵² Als Pionier gilt hier die britische Progressive-Rock-Band *Marillion*, die bereits im Jahr 1997 eine US-Tour durch Crowdfunding finanzierte, als dieser Begriff noch nicht einmal existierte.⁵³ Demgegenüber beteiligt sich der Anleger beim Crowdfunding mit Eigenkapital an einem (Start-Up-)⁵⁴ Unternehmen.⁵⁵ Mittlerweile werden solche Finanzie-

⁴⁶ Aus der Vielzahl der Literaturbeiträge hier exemplarisch: *Jansen/Pfeifle*, ZIP 2012, 1842 (1842 f.); *Polke*, Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe, 2017, S. 23 ff.

⁴⁷ *Schedensack*, Crowdfunding, 2018, S. 63 macht die „Crowd“ durchaus zu Recht als das gemeinsame Element aller Crowdfinanzierungen aus.

⁴⁸ *Europäische Kommission*, Crowdfunding Explained, S. 7; *Blecher/Fink*, WPg 2017, 938 (938); *Lebouef/Schwiebacher*, in: *Cumming/Hornuf*, The Economics of Crowdfunding, 2018, S. 15 ff.; *Will/Quarch*, WM 2018, 1481 (1482).

⁴⁹ Näher unten S. 57 ff.

⁵⁰ Hier nur *Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, RdF 2015, 276 (276); siehe noch im Folgenden S. 57.

⁵¹ Statt vieler: *Monopolkommission*, XXI. Hauptgutachten, 2016, S. 424; *Kay*, jM 2016, 178 (178 f.); *Schedensack*, Crowdfunding, 2018, S. 49 ff.; *Everett*, Research Paper Pepperdine University, 2014, S. 1; *Scholz-Fröhling*, BKR 2017, 133 (134); *McQuinn/Guo/Castro*, Policy Principles for Fintech, Oktober 2016, S. 18 f.; *Macchiavello*, Columbia J. of EU Law 21 (2015), S. 523; *Klein/Nathmann*, BB 2019, 1158 (1159); *Fenwick/McCahey/Vermeulen*, TILEC Discussion Paper DP 2017–025, S. 13; *von Ammon*, in: *Siering/Izzo-Wagner*, VermAnlG, 2017, § 2a Rn. 5; *Blecher/Fink*, WPg 2017, 938 (938); *Savarese*, EMN Magazine, Mai 2015, S. 7; insofern fehlgehend wohl von nur zwei Kategorien ausgehend *Nietsch/Eberle*, ZVglRWiss 116 (2017), S. 206.

⁵² *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (242 ff.); *von Ammon*, in: *Siering/Izzo-Wagner*, VermAnlG, 2017, § 2a Rn. 4; im steuerrechtlichen Kontext *Bundesministerium der Finanzen*, Schr. v. 15.12.2017 – IV C 4 – S 2223/17/10001, DOK 2017/1028173, DStR 2018, 133.

⁵³ <https://www.virgin.com/music/how-marillion-pioneered-crowdfunding-music>; <https://www.soundonsound.com/people/marillion-doing-business-their-fans>; dazu auch *Will/Quarch*, WM 2018, 1481 (1482).

⁵⁴ Zu diesem Begriff nur *Ries*, The Lean Startup, 2017, S. 15 ff.

⁵⁵ Eingehend *Schedensack*, Crowdfunding, 2018, S. 54 ff., passim, der eine noch weiter ge-

rungen vor allem in Deutschland allerdings häufig auch als partiarische Darlehen ausgestaltet, stellen sich letztlich also nicht mehr als wirkliche Eigenkapitalbeteiligung dar.⁵⁶ Im Rahmen des Crowddonatings⁵⁷ werden hingegen lediglich Spenden gesammelt, sodass keine Gegenleistung gewährt wird.⁵⁸

Im Fokus dieser Arbeit soll die inzwischen ökonomisch bedeutendste Form des Crowdfundings stehen: Das Crowdlending,⁵⁹ das – ganz im Sinne der aufgezeigten Entwicklungslinien – auch als „Peer-to-Peer-Lending“⁶⁰ bezeichnet wird. Bei diesem gewährt – nach der Grundidee – eine größere Zahl einzelner Anleger dem Kapitalnehmer ein herkömmliches Darlehen, das dann verzinst zurückgezahlt werden muss.⁶¹

F. Crowdlending als ökonomisch bedeutsame globale Entwicklung

Crowdlending ist – wie die Digitalisierung insgesamt – ein weltweites Phänomen, das sich in den vergangenen Jahren stark entwickelt hat.⁶² Der größte Markt findet sich bis heute in den Vereinigten Staaten mit einem Gesamtfinanzierungsvolumen von inzwischen mehreren Milliarden US-Dollar pro Jahr.⁶³ An zweiter Stelle

hende Definition ins Auge fasst; *Oehler*, Digitale Welt und Finanzen, Formen des Crowdfunding: Handlungsbedarf für die Verbraucherpolitik?, Sachverständigenrat für Verbraucherfragen beim Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, 2016, S. 1; *Agrawal/Catalini/Goldfarb*, NBER Working Paper Series No. 19133, 2013, S. 6 f.; verfehlt Crowdinvesting und Crowdlending vermischend *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 2575 (2579, bei und in Fn. 45).

⁵⁶ Bspw. *Bareiß*, ZUM 2012, 456 (461 f.); *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1788); *Meller-Hannich*, WM 2014, 2337 (2344); *Jansen/von Kroge/Lakenbrink*, NWB 2017, 1380 (1381); insofern zu eng *European Crowdfunding Network*, Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market, 2013, S. 9.

⁵⁷ Ein aktuelles Beispiel dafür ist bspw. die Geldsammlung verschiedener Klimaaktivisten zwecks einer Segelfahrt zum Klimagipfel, vgl. *Niedorf*, Auch Wiesbadener Studentin segelt zur Klimakonferenz in Chile, FAZ, 14.8.2019.

⁵⁸ Bspw. *Danker*, BaFinJournal 1 (2016), 16 (17); dazu im steuerrechtlichen Kontext jüngst *Bundesministerium der Finanzen*, Schr. v. 15.12.2017 – IV C 4 – S 2223/17/10001, DOK 2017/1028173, DStR 2018, 133.

⁵⁹ Zur historischen Entwicklung näher *Everett*, Research Paper Pepperdine University, 2014, S. 1 ff.; im steuerrechtlichen Kontext *Jansen/Huget*, UR 2018, 417.

⁶⁰ *Europäische Kommission*, Crowdfunding Explained, S. 7; *Nietsch/Eberle*, ZVglRWiss 116 (2017), S. 208 ff.; *Wallach/Brand*, in: Kunschke/Schaffelhuber, FinTech, 2018, S. 55; *Tonner*, VuR 2017, 161 (161); *Eberle*, Die Regulierung des Peer-to-Peer-Lending in Deutschland, 2019, passim.

⁶¹ *Schneider*, WM 2018, 2061 (2061) benennt dies als entscheidenden Unterschied zum Crowdinvesting; vgl. auch *Schedensack*, Crowdinvesting, 2018, S. 60; *Aschenbeck/Drefke*, in: Klebeck/Dobrauz-Saldapenna, Rechtshandbuch Digitale Finanzdienstleistungen, 2018, S. 101 f.

⁶² *FitchRatings*, Peer-to-Peer Lending, Global Industry Overview, 2014, S. 4; *Renner*; ZBB 2014, 261 (262); *Granier*, Le financement participatif (crowdfunding) dans le secteur immobilier, 6.3.2017, S. 1: „phénomène mondial“; *DG Communications Networks/Space Tec Capital Partners*, Crowdfunding innovative ventures in Europe – The financial ecosystem and regulatory landscape, 2013, S. 8 ff.; *Klein/Nathmann*, BB 2019, 1158 (1158).

⁶³ In 2014 betrug das Crowdlending-Kreditvolumen in den USA bereits ca. 6,6 Milliarden US-\$, <http://www.businessinsider.de/peer-to-peer-lending-markets-the-leading-countries-for-alter>

rangiert das Vereinigte Königreich, wo bspw. im Jahr 2015 mittels Crowdlending Kredite im Wert von ca. 2,4 Milliarden Pfund bereitgestellt wurden,⁶⁴ womit sich das Volumen innerhalb eines Jahres um mehr als 100 % steigerte.⁶⁵ *Bradford* ordnet dieses explosive Wachstum geradezu euphorisch als „non-astronomical Big Bang“ ein.⁶⁶

Dessen ungeachtet ist der Anteil des Crowdlendings an der gesamten Kreditvergabe bislang immer noch gering.⁶⁷ Im Vereinigten Königreich betrug er 2015 nur etwa 0,4%,⁶⁸ wobei allerdings davon ausgegangen wird, dass sich dieser Anteil mit dem weiteren Wachstum der Industrie vergrößern und das Crowdlending damit zukünftig auch im Gesamtkreditmarkt eine stärkere Rolle spielen wird.⁶⁹

Dieses Wachstum zeigt sich auch in Kontinentaleuropa. So vervielfachte sich das Crowdlending-Finanzierungsvolumen hier im Jahr 2015 von 367,72 Millionen Euro⁷⁰ auf rund 577 Millionen Euro⁷¹ und im Jahr 2017 schließlich auf knapp 2 Milliarden Euro.⁷² Führende Nationen sind Deutschland, Frankreich und die Nie-

native-finance-and-the-next-high-growth-markets-2016-4-26?r=US&IR=T; dazu auch näher *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, 2014, S. 155 f.; *Macchiavello*, Columbia J. of EU Law 21 (2015), S. 527 f.

⁶⁴ *University of Cambridge*, Pushing Boundaries, The 2015 UK Alternative Finance Industry Report, 2016, S. 13; *Hartmann*, BKR 2017, 321 (322); *Macchiavello*, Columbia J. of EU Law 21 (2015), S. 528 f.

⁶⁵ Die weltweite Wachstumsrate in den Jahren 2009–2013 betrug kumuliert 141 %, vgl. *Fitch-Ratings*, Peer-to-Peer Lending, Global Industry Overview, 2014, S. 6; *Milne/Parboeteeah*, European Credit Research Institute Paper No. 17, S. 8; *Bholat/Atz*, in: Aldohni, Law and Finance after the Financial Crisis, 2017, S. 41 ff.; vgl. auch *Fenwick/McCahey/Vermeulen*, TILEC Discussion Paper DP 2017–025, S. 25. – In Deutschland betrug die Wachstumsrate 95 %, *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, Abschlussbericht für das Bundesministerium der Finanzen, 17.10.2016, S. 32.

⁶⁶ *Bradford*, ZBB 2015, 376 (377); vgl. *Rau*, Law, trust and the development of crowdfunding, August 2018, S. 5.

⁶⁷ *Rau*, Law, trust and the development of crowdfunding, August 2018, S. 4.

⁶⁸ *Milne/Parboeteeah*, European Credit Research Institute Paper No. 17, S. 9; *Belleflamme/Omrani/Peitz*, Information Economics and Policy 33 (2015), S. 11; zu anderen Zahlen und dafür, dass jedenfalls weniger als 2 % erreicht wurden: *Hüttich*, Crowdfinance – Digitalisierung und Demokratisierung des Finanzmarktes, Investitionsbank Berlin, 2015, S. 4.

⁶⁹ Siehe statt aller *Hemer*, No. R2/2011, Fraunhofer ISI, S. 2 ff.; *Gerlach/Köhler*, ZBB 2017, 84 (84 f.); *Basel Committee on Banking Supervision*, Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors, August 2017, S. 20; zu allerdings etwas überzogenen Erwartungen – bis zu 50 % des Gesamtkreditmarktes durch Crowdlending: *Steinkühler*, in: *Tiberius/Rasche*, FinTechs – Disruptive Geschäftsmodelle im Finanzsektor, 2017, S. 143; *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, Abschlussbericht für das Bundesministerium der Finanzen, 17.10.2016, S. 74.

⁷⁰ *University of Cambridge*, The European Alternative Finance Benchmarking Report, 2015, S. 9.

⁷¹ *University of Cambridge*, Sustaining Momentum – The 2nd European Alternative Finance Industry Report, 2016, S. 31.

⁷² *University of Cambridge*, Expanding Horizons – The 3rd European Alternative Finance Industry Report, 2017, S. 28; im Jahr 2016 über 1 Milliarde Euro; für 2017: *dies.*, Shifting Paradigms – The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report, 2019, S. 31.

Sachregister

- Adverse Selektion 104–106
 - Crowdlending 107, 141, 461, 463–464
- Algorithmischer Handel 154, 170, 373–376, 428
 - siehe auch MiFID II
- Algorithmus 6, 68, 77–78, 111–113, 138, 161–162, 215–220, 364, 373–375, 427–428, 456–457
 - Interessenkonflikte 375
 - Programmierung 138, 456, 496–497, 506–512
- Algorithmus-TÜV 170, 511
- Allzweckwaffen-Regulierung/ siehe Generalklauselartige Regulierung
- Anlagevermittlung 359–361, 391
- Anlegerentschädigung 241–244
- Anwendungsvorrang des EU-Rechts 445
- Aufsicht 43–45, 488–489
 - ermöglichende 44–45
- Ausfallrisiko 118
- Automatisierung der Anlageprozesse 77–78, 112–113, 120, 137–138, 140, 154, 160–162, 187, 200, 220, 255, 270, 285, 364, 398, 455, 481, 493, 495–497, 518, 542
- Auxmoney* 59, 72–75, 180–182, 208
 - Datenschutz 214–215
- Balance sheet loans 85–86, 133–134, 140, 161, 173, 199, 249–250, 285, 287, 316, 355, 435, 486, 502
- Bank Run 122
- Basisinformationsblatt 231, 328, 392, 296, 461–464, 471, 520–522
- Beschwerdeverfahren 320, 527
- Bondora* 65, 82, 85, 133, 157, 173, 181–183, 517
- Boober-Insolvenz* 133, 325, 368, 408, 493, 507, 530
- Borrower payment contingent notes 76, 158, 223–225, 395
- Bounded rationality 109, 220, 495
- Code follows law 495–497, 508–512
- Collateralized Debt Obligations 135
- Computeralgorithmus/ siehe Algorithmus
- Crowdfunding 7
 - Crowddonating 9
 - Crowdfunding 8, 339–341, 390, 396, 434
 - reward-based 8
- Crowdlending 9, passim
 - Business Lending 66, 138, 247, 312, 318–321
 - Consumer Lending 66, 138, 205, 247, 315–318, 440
 - echtes 66–71, 132, 500
 - historische Ursprünge 57–60
 - Institutionelle Investoren 78–81, 113–114, 134–136, 224, 251, 282–283, 296, 314, 329, 388, 497, 516–517
 - Kleinanleger 137, 340–341, 400, 495, 499, 518–525
 - Kreditnehmer 138–139
 - Peer-to-Peer-Lending 9
 - Real Estate Lending 265, 384–385
 - Übersicht der Charakteristika und Probleme 143–144
 - unechtes 72–75, 133, 151, 173, 340–341, 438–439
 - wertpapierbasiertes 75–77, 133, 158, 177–178, 223–226, 231, 351–352, 395, 435–436, 442–443, 518
 - Zinsen 69, 86
- Crowdlendingplattformbetreiber 101, 132, 139–140, 493–494
 - Erlaubnispflicht 494, 499
 - Flaschenhals 140, 254–257, 329, 387, 472, 481, 492, 499, 501

- Gebühren 71, 102–103
- Crowdsourcing 5
- Cyber-Sicherheit 132, 138, 368, 427–428, 506–507

- Darlehensvermittlungsvertrag 396–397
- Datenschutz 212–221
 - Automatisierte Entscheidungsfindung 215–220
- Digitalisierung 4, 7–8, 529–538
 - digitaler Binnenmarkt 423–424
 - Finanzmarkt 7–8
- Disruption 3, 60, 86, 131, 146, 529–538
 - Verbrauchercreditmarkt 245
- Due Diligence 461

- E-Geld 194–196
- Economies of scale/ siehe Skaleneffekte
- Effet utile* 256, 422, 445
- Eigenkapital für Plattformen 502–503
- Eine-Schicht-Regulierungsmodell 483–485
- Einlagensicherung 236–241
 - Treuhandkonten 239–240
- ELTIF 283, 296
- ESMA 453–454, 467–468, 488
- Europäische Bankenunion 236–237
 - Europäische Einlagensicherung 237
- Europäischer Pass 154, 425, 444
 - Crowdlending 192, 211
- European Crowdfunding Network* 12, 407–408, 430
- European Currency Unit 242

- Financial illiteracy 108, 323, 427, 495, 518, 519, 525
- Finanzinstrumente (KWG) 356
 - Crowdlending 357–359, 434–435
- Finanzkrise 33, 41, 114, 117, 122, 126, 135, 202, 236, 246, 259, 418, 426, 497, 517
- FinTech 7, 60–64, 131, 146, 178–180, 274, 339, 422–428, 529–531
 - Aktionsplan 13, 422–428
- Friendly Societies 58, 86, 131
- Fristentransformation 121–123, 142
 - Prolongation 122
 - Substitution 122
- Gatekeeper 106–107, 124, 141, 303, 354, 491–492, 526
- Geldwäsche 33–34, 196–202, 290, 326, 370, 526
- Generalklauselartige Regulierung 321–322, 336, 486, 500, 534–538
- Gesetzesfolgenabschätzung 48–54, 131, 144, 151, 497–480
 - Crowdlending 54–55, 131
 - Schema 51–54
- Gewährleistungsverwaltung 24
- Gewerberecht 376–385
 - FinVermV 380–382
 - ImmVermV 384–385
 - MaBV 378–379
- Gewerbsmäßigkeit (KWG) 345–346
- Gewinnmaximierung 126
- Globale Regulierung 6, 426, 482
- Gold Plating 372, 489
- Gütesiegel 37, 299, 306, 407–408, 450, 488

- Haftung für fehlerhafte Informationen 325, 393, 514
- Handel treiben/ siehe Algorithmischer Handel
- Höchststanlagesummen 296–297, 322–323, 391–392, 402–403, 474, 522–525

- Industrielle Revolution 3
- Information overload 235, 258, 271, 427, 464, 520–522, 525
- Informationsasymmetrie 93, 103–115, 224, 235, 426, 517
 - Ex-ante-Informationsasymmetrie 108–114, 141
 - Ex-post-Informationsasymmetrie 114–115, 141
- Informationstechnologische Sicherheit/ siehe Cyber-Sicherheit
- Initial Coin Offerings 63
- Innovation 4, 146–150, 301–302, 309, 330, 422, 450–451, 481–482, 538
- Innovationsprinzip 148–150, 301
- Institutioneller Wettbewerb 447–451, 475–476
- Integrationsindikator 416
- Interdependenz der Finanzmärkte 114, 145, 418
- Interessenkonflikte 112, 136–137, 139, 457–459

- Interessenkonflikte vermeiden/siehe Skin in the game
- Intermédiaire en financement participatif 279, 285–293
- Wohlverhaltenspflichten 289–293
- Internet 3, 484
- Investorentest 323, 327–328, 464–465, 471, 487, 495, 518–520
- Anlegerabfrage nach FinVermV 381–382
- Kapitalmarktunion 417–422, 440
- Kapitalverkehrsfreiheit 417–422
- Kleinanlegerschutzgesetz 340–341, 356, 369, 372, 398
- Korkein oikeus* (Finnischer oberster Gerichtshof) 252–257, 442, 469
- Kreditgeschäft (KWG) 343–344
- Kreditmarkt/siehe Markt
- Kreditwürdigkeitsprüfung/siehe Rating
- KWG-Erlaubnispflicht 343–354
- Kreditgeschäft der Anleger 344–350
- Law and Economics 96
- normative ökonomische Analyse des Rechts 98–99
 - positive ökonomische Analyse des Rechts 97, 98
- Leitzins 33, 102, 126
- Level playing field 147, 483, 485, 490, 500–502, 520, 531, 542
- Losgrößentransformation 120–121
- Markt 64–65, 90–91, 100–123
- Marktfunktionsstörungen 27–31, 89–93
- Crowdfundingmarkt 100–123
- Marktintermediäre/siehe Gatekeeper
- Marktversagen 89, 92, 141–142
- externe Effekte 93
 - Risiken 93, 115–119
 - Teilnahmekosten 119–120
 - Transformationsprobleme 120–123
- MiFID II 153–170, 356, 434–435
- Dienstleistungen 160–169
 - multilaterales Handelssystem 164–166, 222, 518
 - organisiertes Handelssystem 166–169, 222, 518
 - übertragbare Wertpapiere 156–158, 225, 356–359
- Mindestkapital 303, 329–330, 367
- Money Chasing Deals 136, 505
- Monopole bancaire* (französisches Bankenmonopol) 280–281, 294, 302, 311, 343, 445
- Neue Institutionenökonomie 94–95
- OGA/siehe Organismen für gemeinsame Anlagen
- OGAW/siehe Organismen für gemeinsame Anlagen
- Ökonomie 93–99
- normative Ökonomik 94, 98
 - positive Ökonomik 94, 98
- Ökonomie des Teilens/siehe Sharing Economy
- Ökonomik/siehe Ökonomie
- Ökonomische Analyse des Rechts/siehe Law and Economics
- Ordnungsverwaltungsrecht 23, 35
- Organismen für gemeinsame Anlagen 159, 174–178
- Pareto-optimaler Zustand 91, 419
- Peer-to-Peer-Beziehungen 5, 60
- Plattformökonomie 4, 167, 492
- Portfolioverwaltung 161–162, 200, 363–369, 391–392, 428, 493, 533
- PRIIP-Verordnung 230–236, 462, 464
- PRIP 232
- Primärrecht 451–452, 484
- Private Enforcement 45
- Prospektregulierung 223–229, 387–392, 421, 452–453
- Berechnung der Untergrenze 228
 - WpPG 395–396
- Prospektrichtlinie a. F. 227–228
- Publikumseinlagen 283–285, 312–314, 342
- KWG 350–354
- Quellcode 456, 510–511
- Rating 66–67, 72, 110–112, 136–137, 325, 460–461, 513–515
- Individualisiertes Modell 208–210, 217, 219, 290, 325, 515
 - Kreditpunktbewertungen 207–208

- Ratingagentur-Verordnung 202–212
- Schematisches Modell 208, 217, 325
- Ratingagentur 203–212
 - siehe auch Rating
- Rechtspolitik 13–14, 529–538
- Rechtssicherheit 326, 398, 446, 484, 530, 535
- Rechtsvergleich 12
- Regulatory artifact 74, 143, 173, 343, 349, 370, 397, 491, 494, 500
- Regulatory Choice 47–55,
- Regulierung 17, passim
 - enger Regulierungsbegriff 20–21
 - Innovation als Ziel 146–148
 - Instrumente 35–45
 - Meta-Ziele 26–30
 - prinzipienbasierte 36–37, 306, 372, 455, 475, 486–487, 500
 - regulation im US-amerikanischen Sinne 17–19
 - weiter Regulierungsbegriff 21–23
 - Ziele der Finanzmarktregulierung 30–34, 144–146
- Regulierungsarbitrage 446–453
- Risikomanagement 115–118, 142, 368, 420, 495, 504, 518–525
 - cross-border risk sharing 420, 483
 - intertemporale Risikoglättung 116, 118, 142
 - Querschnittsrisikoteilung 115, 118, 142, 420
 - Reservenbildung 116, 118
- Robo Advisor 63, 78, 137
- Römische Verträge 417

- Schwarmfinanzierung 388–394
- Schwarmintelligenz 5
- Scoring/siehe Rating
- Sektorale Regulierung 267, 531–532
- Sekundärmarkt 81–84, 123, 139, 142, 157–159, 466, 473–474, 517–518
- Selbstregulierung 38–43, 407–409
 - regulierte 39–40, 42, 327–328, 409, 487–488
- Sharing Economy 5, 79
- Singularregulierung 306, 533–534

- Skaleneffekte 101
- Skin in the game 136, 458–459, 505–506, 515
- Soft law 38
- Suitability test 290, 464–465, 522
- Systemstabilität 33

- Technikoffenheit 6, 167, 336–337, 531, 538
- Transaktionskosten 92, 100–103, 416, 419–420, 447–448, 480, 484, 489–491
- Trilaterales Verhältnis 134, 437, 491–493
- TrustBuddy* 140, 253–257, 408, 493, 530

- Verbraucherdarlehen 138, 368–370
- Verbraucherkreditregulierung 244–271, 497–498, 525–526
 - Fernabsatz-Finanzdienstleistung 267–271
 - Frankreich 297–299
 - Immobilienkredite 258–267
 - Kreditvermittler 248–249, 259, 264–266, 270
 - Plattform als Kreditgeber 250–257, 298
- Verbraucherschutz 138, 440
- Vermögensanlagen 356–359, 385–395
 - öffentliches Angebot 386–387
- Vermögensanlageninformationsblatt 392–394, 402
- Vermögensverwaltung/siehe Portfolioverwaltung

- Währungsunion 415
- Wertpapierinformationsblatt 395–396
- Window dressing 110, 463–464, 515

- Zahlungsdienstleistungen 178–193, 459, 473
 - „open access“ 180
 - Crowdlending 180–181
 - Kontoinformationsdienst 187–190, 192
 - Zahlungsauslösedienst 184–187
- Zahnradregulierung 405, 533
- Zwei-Schichten-Regulierungsmodell 443–452, 468–469