

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Herausgegeben von Peter O. Mülbert,
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

Band 216

**Widerrufsrechte
beim Crowdfunding**

Von

Daniel J. Schneider



Duncker & Humblot · Berlin

DANIEL J. SCHNEIDER

Widerrufsrechte beim Crowdfunding

Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 216

Widerrufsrechte beim Crowdfunding

Von

Daniel J. Schneider



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
der Johannes Gutenberg-Universität Mainz
hat diese Arbeit im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormArt, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0720-7352
ISBN 978-3-428-18034-9 (Print)
ISBN 978-3-428-58034-7 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Geleitwort

Beim Crowdfunding kommen viele Anleger („Crowd“) über eine Online-Plattform zusammen, um gemeinsam kleine(re) Beträge in das Projekt eines Emittenten zu investieren („invest“). Auch wenn diese Finanzierungsgestaltung auf Investorenseite vor allem Klein- und Privatanleger anspricht, können je nach Projekt durchaus auch größere Anlagesummen zusammenkommen. Aufgrund der zunehmenden Verbreitung des Crowdfunding auch in Deutschland hat der Gesetzgeber im Jahre 2015 erstmals Regelungen geschaffen, die das Crowdfunding in geordnete Bahnen lenken sollen. Insbesondere hat er in § 2d Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) ein spezielles Widerrufsrecht für die Anleger einer Crowdfunding-Kampagne – im Rechtssinne die Vertragspartner des jeweils mit dem Emittenten geschlossenen Vertrags über eine Vermögensanlage – für den Fall vorgesehen, dass der Emittent keinen Vermögensanlagenprospekt erstellen muss (§§ 2a–2c VermAnlG). Daneben können aber je nach Gestaltung auch weitere Widerrufsrechte bestehen. Regelmäßig ist etwa dasjenige bei Fernabsatzverträgen (§ 312g Abs. 1 Alt. 1 BGB) einschlägig. Im – bislang allerdings noch seltenen – Fall des Crowdfunding durch Emission von Wertpapieren kommen bei Erstellung eines Wertpapierverkaufsprospekts zudem diejenigen nach den Artt. 17 Abs. 1 lit. a), 23 Abs. 2 UA 1 Satz 1 EU-Prospekt-VO 2017 in Betracht.

Mit Blick auf das Crowdfunding fand bislang vor allem das Widerrufsrecht nach § 2d VermAnlG eine gewisse Aufmerksamkeit, nachdem es erst vom Finanzausschuss des Deutschen Bundestags in das VermAnlG eingefügt wurde und weil es nach dem klaren Gesetzeswortlaut nicht auf Verbraucher bzw. Retailanleger beschränkt ist. Dieses in der Norm angelegte Spannungsverhältnis nimmt die vorliegende Untersuchung zum Ausgangspunkt, um die Vielfalt der Widerrufsrechte beim Crowdfunding zu einem veritablen System der Widerrufsrechte beim Crowdfunding zusammenzuführen.

Auf diesem Wege zur Systembildung vermisst die Untersuchung zunächst hochpräzise das Widerrufsrecht nach § 2d VermAnlG im Hinblick auf seine tatbestandlichen Voraussetzungen, seine wirksame Ausübung sowie die Rechtsfolgen eines erfolgten Widerrufs. Weiterführend ist insoweit nicht zuletzt die detaillierte Analyse der Entstehungsgeschichte des § 2d VermAnlG mit dem Ergebnis, dass der sachliche Anwendungsbereich der Norm keiner teleologischen Restriktion zugänglich ist, weil diese lediglich das etwaige Informationsdefizit des Anlegers aufgrund des Fehlens eines Vermögensanlagenprospekts kompensieren, nicht aber (auch) einen weitergehenden Verbraucherschutz leisten soll. In systematischer Hinsicht erweist sich das Widerrufsrecht bei Schwarmfinanzierungen am ehesten als Sonderfall eines sonderprivatrechtlichen Widerrufsrechts, das sowohl Charakteristika

vertragsgegenstandsbezogener als auch solche abschluss-situationsbezogener Widerrufsrechte aufweist (Kombinationsmodell) und rechtstechnisch dem modernen Wirksamkeitsmodell folgt. De lege ferenda spricht sich die Untersuchung unter vorbildlicher Einbeziehung gerade auch rechts- und verhaltensökonomischer Einsichten dafür aus, den tatbestandlichen Anwendungsbereich unter Anknüpfung an den Verbraucherbegriff einzuschränken.

Die Behandlung der weiteren Widerrufsrechte folgt derselben Systematik, wobei der Schwerpunkt naturgemäß auf den sich aus dem Crowdfunding-Modell ergebenden Besonderheiten liegt. Von besonderer Bedeutung ist insoweit, dass Crowdfunding-Verträge als eine Finanzdienstleistung i. S. des § 312 Abs. 5 S. 1 BGB eingeordnet werden und als entgeltliche Leistung des Emittenten dem Anwendungsbereich des Widerrufsrechts nach § 312g Abs. 1 Alt. 2 BGB unterfallen. Angesichts der Vielgestaltigkeit der Crowdfunding-Vermögensanlagenverträge – partiarische Darlehen, stille Beteiligungen, Genussrechte – widmet sich die Untersuchung dabei zu Recht detailliert den je nach Vertragsgegenstand teils unterschiedlichen Rechtsfolgen eines erfolgten Widerrufs.

Die hoch differenzierten Ausführungen zu den einzelnen Widerrufsrechten münden schließlich in Überlegungen zu einem „System der Widerrufsrechte beim Crowdfunding“. Dabei finden zunächst die eher rechtstechnischen Aspekte des Nebeneinanders der verschiedenen Widerrufsrechte eine gelungene Auflösung, ehe im engeren Sinne systembildend das derzeitige Spannungsverhältnis von Anleger- und Verbraucherschutz im Recht des Crowdfunding rechtspolitisch im Sinne einer tatbestandlichen Begrenzung des § 2d VermAnlG auf Verbraucher aufgelöst wird.

Insgesamt gelingt es der Untersuchung eindrucksvoll, einerseits die vielfältigen Einzelfragen der verschiedenen Widerrufsrechte beim Crowdfunding auf höchstem juristischem Niveau zu behandeln, und andererseits die Friktionen aus dem Zusammentreffen von anleger- und Verbraucherschützenden Widerrufsrechten und Normen weiterführend hervortreten zu lassen. Die weitere Diskussion anlegerschützender Widerrufsrechte und insbesondere um § 2d VermAnlG kann und wird hieran nicht vorbeigehen.

Mainz, Juli 2020

Prof. Dr. Peter O. Mülbart

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2019/2020 von der Johannes Gutenberg-Universität Mainz als Dissertation angenommen. Das Rigorosum fand am 17. Dezember 2019 statt. Der Text wurde Ende Juli 2019 abgeschlossen und für die Drucklegung umfassend aktualisiert. Rechtsprechung, Literatur und Gesetzeslage befinden sich auf dem Stand Mitte März 2020.

Die Drucklegung dieser Arbeit wurde gefördert durch Druckkostenzuschüsse des Bundesverbands Alternative Investments e. V. (BAI) und der Wissenschaftsförderung der Sparkassen-Finanzgruppe e. V. Beiden Institutionen danke ich hierfür recht herzlich.

Bei dem titelgebenden „Crowdinvesting“ handelt es sich um eine dynamische Erscheinung des Wirtschafts- und Soziallebens. Die *Finanzierungsphase* der einzelnen Projekte dauert meist nur wenige Wochen, bevor diese anschließend in die sog. *Projekt- oder Beteiligungsphase* eintreten. Die im Zuge der Finanzierungsphase regelmäßig öffentlich verfügbaren Angebotsdaten (z. B. Vertragsmuster, Vermögensanlageninformationsblatt) werden dann zum Teil wieder gelöscht bzw. unzugänglich gemacht. Ganz grundsätzlich weist das Thema dieser Arbeit einen spezifischen Bezug zu dem Medium Internet auf. Obwohl das Internet nach einem bekannten Leitsatz „nie vergisst“, kommt es vor, dass heute (noch) vorhandene Informationen schon morgen nicht mehr oder jedenfalls nicht mehr unter der altbekannten Adresse verfügbar sind. Um die Nachvollziehbarkeit dieser Arbeit zu gewährleisten, wurden die maßgeblichen in Bezug genommenen Dokumente und Teilbereiche von Websites in Form von Screenshots und PDF-Dateien gesichert. Sofern auf spezifische Projekte Bezug genommen wird, können die entsprechenden Daten daher beim Autor angefordert werden, sollten diese zukünftig online nicht mehr verfügbar sein.

Zu dem Gelingen dieser Dissertation haben einige Menschen in besonderem Maße beigetragen:

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Peter O. Mülbart, und zwar nicht allein dafür, dass er diese Dissertation von Beginn an hervorragend und umfassend betreut hat und mir jederzeit als Ansprechpartner in allen akademischen Fragen zur Verfügung stand, sondern vor allem dafür, dass er mich vor mehr als sieben Jahren an seinen Lehrstuhl geholt hat. In meiner Zeit am Lehrstuhl – zunächst als studentische Hilfskraft, später als Wissenschaftlicher Mitarbeiter im Rahmen von Referendariat und Promotion – habe ich meine juristischen Fähigkeiten und mein ökonomisches Verständnis entscheidend schärfen können. Ohne die Unterstützung durch Herrn Prof. Dr. Peter O. Mülbart wäre meine akademische Laufbahn sicherlich anders verlaufen.

Herrn Prof. Dr. Jürgen Oechsler danke ich nicht nur für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und die darin enthaltenen konstruktiven Anmerkungen, sondern auch für seine hervorragende Lehrtätigkeit an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, in deren Genuss ich als Student des Öfteren kam.

Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Herrn Prof. Dr. Dirk A. Verse und Herrn Prof. Dr. Peter O. Mülbert danke ich für die Aufnahme meiner Arbeit in die Schriftenreihe des Instituts für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz.

Des Weiteren bedanke ich mich bei meinen ehemaligen Kolleginnen und Kollegen am Lehrstuhl und am Fachbereich insgesamt für die gute Zusammenarbeit und die nette Gemeinschaft. Die wissenschaftlichen Diskussionen werden mir fehlen!

Mein größter Dank gilt meinen Eltern. Mein Vater, Herr Oberstudienrat a. D. Heinrich Schneider, hat den Anstoß für das Unterfangen „Promotion“ gegeben. Er hat die Promotion von Beginn an unterstützt, insbesondere durch unermüdliches Korrekturlesen und kritische Anmerkungen. Meine Mutter, Frau Margit Rief-Schneider, hat meine akademische Laufbahn und persönliche Entwicklung insgesamt von Beginn an gefördert.

Mein innigster Dank gilt meiner Ehefrau, Frau Janine Schneider, nicht nur dafür, dass sie mir während der Arbeiten zu dieser Promotion immer den Rücken freigehalten hat, sondern auch für ihre unermüdliche Zuversicht, Ermutigung und ihr Verständnis.

Abschließend möchte ich meiner Studienfreundin Frau Rechtsanwältin Anna-Lena Görtler für die kritische Durchsicht des Manuskripts danken.

Neustadt an der Weinstraße, im März 2020

Dr. Daniel J. Schneider

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	35
A. Einführung	35
B. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	38
§ 2 Grundlagen	40
A. Crowdfunding – Begriffliches, Abgrenzung, Ausgestaltung	40
I. Crowdsourcing und Crowdfunding als Oberbegriffe	40
1. Crowdsourcing	41
2. Crowdfunding	42
a) Definition und Erläuterung	42
b) Historische Entwicklung	43
II. Erscheinungsformen des Crowdfundings	45
1. Schenkungsmodell (<i>donation model</i>)	46
2. Belohnungsmodell (<i>reward model</i>)	47
3. Vorabkaufmodell (<i>pre-purchase-model</i>)	48
4. Crowdlending (<i>lending-model</i>)	48
5. Crowdfunding (<i>equity model</i>)	50
III. Präzisierungen zum Crowdfunding	51
IV. Tatsächliche Erscheinungsformen des Crowdfundings in Deutschland	54
1. Anwendungsbereiche des Crowdfundings	54
2. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne	56
a) Überblick über die verschiedenen Modelle	56
b) Darstellung des Ablaufs	56
3. Begebene Finanzinstrumente	59
a) Partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und Mischformen	60
b) Stille Beteiligungen	61
c) Genussrechte	63
d) Aktien	63
e) Anleihen	65
f) Sonstige	66
g) Zwischenfazit	67
4. Goodies und Incentives	67

5. Besondere Gestaltungsformen	68
a) Das SPV-Modell – Variante 1	68
b) Das SPV-Modell – Variante 2	69
B. Der Crowdfunding-Markt	70
I. Einführung	70
II. Der Crowdfunding-Markt in Deutschland	71
1. Volumen und Entwicklung	71
2. Plattformen	75
3. Begebene Vermögensanlagen	78
4. Investoren und Widerrufe	79
III. Der Crowdfunding-Markt in anderen Ländern	80
1. Vereinigtes Königreich (U.K.)	81
a) Volumen und Entwicklung	81
b) Begebene Vermögensanlagen	82
2. USA	83
a) Volumen und Entwicklung	83
b) Begebene Vermögensanlagen	84
C. Crowdfunding in Deutschland – Rechtliche Grundlagen	85
I. Überblick	85
II. Ausgabe von Vermögensanlagen im Sinne des Vermögensanlagengesetzes	86
1. Kapitalmarktrechtliche Anforderungen	86
a) Gesetzeshistorie	86
aa) Rechtslage vor Inkrafttreten des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG)	86
bb) Rechtslage nach Inkrafttreten des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG)	87
cc) Änderungen durch das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG)	88
dd) Erste Evaluierung der §§ 2a–2c VermAnlG im Jahr 2016/2017 ..	89
ee) Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung weiterer Finanzmarktgesetze vom 08. Juli 2019 ..	90
b) Das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG)	90
aa) Grundlagen	90
bb) Anwendungsbereich	90
cc) Rechtsfolgen	92
c) Die Crowdfunding-Ausnahme in § 2a VermAnlG	92
aa) Voraussetzungen	92
(1) Begrenzung auf bestimmte Vermögensanlagen	93
(a) Erfasste Anlagen	93

(b) Kritik	93
(2) Schwellenwert für Emittenten	95
(3) Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform	97
(a) Internet-Dienstleistungsplattform	97
(b) Anlageberatung oder Anlagevermittlung	98
(4) Zeichnungsgrenzen für Anleger und Prüfpflicht der Plattformen	99
(a) Die Zeichnungsgrenzen für Anleger	99
(b) Prüfpflicht aus Gesetz oder Verordnung	101
(5) Kein Ausschluss nach § 2a Abs. 4 VermAnlG	104
(6) Kein Ausschluss nach § 2a Abs. 5 VermAnlG	104
bb) Rechtsfolgen	106
2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen	107
a) Erlaubnispflicht nach § 32 KWG	107
aa) Tatbestand eines Finanzdienstleistungsgeschäfts/eines Bankgeschäfts	108
(1) Emissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10 KWG)	108
(2) Platzierungsgeschäft (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1c KWG)	108
(3) Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 2 KWG)	108
(4) Betrieb eines multilateralen Handelssystems (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG)	109
(5) Anlageberatung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG)	110
(6) Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG)	111
bb) Ausnahmetatbestände	112
cc) Zwischenergebnis	112
b) Erlaubnispflicht nach § 34c GewO und § 34f GewO	113
c) Erlaubnispflichten nach ZAG	113
d) Erlaubnispflichten nach KAGB	114
e) Verhaltenspflichten aus dem WpHG	115
f) Ergebnis	115
III. Ausgabe von Wertpapieren	116
1. Pflichten aus dem WpPG	117
a) Pflicht zur Erstellung eines Verkaufsprospekts	117
b) Ausnahme von der Prospektpflicht	118
aa) Regelung in der EU-Prospekt-VO 2017	118
bb) Bisherige Umsetzung der EU-Prospekt-RL	118
cc) Neuregelung im deutschen Recht	119
c) Pflicht zur Erstellung eines Wertpapier-Informationsblatts	120

d) Vermittlungserfordernis und Zeichnungsgrenzen für nicht qualifizierte Anleger	122
e) Spezialregelungen für Werbung	123
2. Erlaubnispflicht nach § 32 KWG	123
3. Besondere Verhaltenspflichten aus dem WpHG	124
D. Rechtsbeziehungen zwischen den Parteien	124
I. Rechtsbeziehung Anleger – Emittent	125
1. Grundlagen und Vertragsschluss	125
2. Vertragsinhalt	126
a) Rechte und Pflichten des Investors	127
b) Rechte und Pflichten des Emittenten	128
3. AGB-rechtliche Fragestellungen	128
a) Grundlagen	128
b) Sonderproblem: Nachrangdarlehen	129
II. Rechtsbeziehung Anleger – Crowdfunding-Plattform	130
1. Grundlagen und Vertragsschluss	130
2. Qualifikation des Vertrages	131
III. Rechtsbeziehung Crowdfunding-Plattform – Emittent	133
IV. Haftungsfragen	133
1. Spezialgesetzliche Prospekthaftung	134
2. Allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	134
3. Allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne	136
E. Ausblick	138
I. Entwicklung des Wertpapier-Crowdfundings	138
1. Auswirkungen der EU-Prospekt-VO 2017	138
a) Grundsätzliche Vorteile der Neuregelung	139
b) Bewertung der deutschen Umsetzung	139
aa) Begrenzung auf 1 Million Euro	140
bb) Wertpapier-Informationsblatt und Zeichnungsgrenzen für nicht qualifizierte Anleger	140
cc) Kein spezielles Widerrufsrecht	141
dd) Ergebnis	142
c) Weitere Folgen des Einsatzes von Wertpapieren beim Crowdfunding	142
d) Fazit	143
2. Stärkere Bedeutung des Immobilien-Crowdfundings	144
II. Einheitliche Regelung auf EU-Ebene	144
1. Überblick über die EU-Akte mit Bezug zum Crowdfunding	145

2. Vorschlag für eine Verordnung über „Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen“	146
a) Darstellung	146
b) Bewertung	148
§ 3 Das Widerrufsrecht des § 2d VermAnlG	151
A. Einführung	151
B. Grundlagen	152
I. Allgemeines	152
II. Gesetzeshistorie	153
III. Gesetzesbegründung und Rezeption	155
1. Begründung des Gesetzgebers	156
a) Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (BT-Drs. 18/4708)	156
b) Stellungnahmen im Rahmen der Debatte im Bundestag	157
2. Resonanz im Schrifttum	159
3. Stellungnahme	161
a) Zur Begründung des Gesetzgebers	161
b) Zur Kritik der Lehre	162
c) Zwischenfazit	164
C. Erfordernisse eines wirksamen Widerrufs gem. § 2d VermAnlG	164
I. Bestehen des Widerrufsrechts	164
1. Persönlicher Anwendungsbereich: Anleger	165
2. Sachlicher Anwendungsbereich: Auf Abschluss eines Vertrags über eine Vermögensanlage im Sinne der §§ 2a bis 2c VermAnlG gerichtete Willenserklärung	166
a) § 2d Abs. 1 VermAnlG als allgemeines Reuerecht	166
b) Unpräzise Formulierung in § 2d Abs. 1 Satz 1 VermAnlG	167
c) Vertrag über eine Vermögensanlage gem. § 2a VermAnlG	167
d) Exkurs: Vertrag über eine Vermögensanlage gem. den §§ 2b, 2c VermAnlG	171
aa) § 2b VermAnlG	171
bb) § 2c VermAnlG	172
e) Exkurs: (Analoge) Anwendung beim Wertpapier-Crowdinvesting	173
II. Wirksame Ausübung des Widerrufsrechts	175
1. Inhalt und Ausgestaltung der Widerrufserklärung	175
a) Weitgehender Gleichlauf mit § 355 Abs. 1 Sätze 2–4 BGB	175
b) Rechtstechnische Ausgestaltung	176

c) Inhalt der Erklärung	177
aa) Grundlagen	177
bb) Erklärung des Widerrufs durch Rücksendung einer „Beteiligungsbestätigung“	178
d) Zugang	180
2. Formanforderungen	181
3. Erklärungsempfänger	181
a) Bestimmung der Anbietereigenschaft	182
b) Stellvertretung und Botenschaft	185
4. Widerrufsfrist	187
a) Dauer der Frist	187
b) Fristbeginn	188
aa) Grundsatz: Beginn mit Vertragsschluss	188
(1) Vertragsschluss	188
(2) Hinweis auf das Widerrufsrecht	190
(a) Autonome Auslegung des § 2d Abs. 3 Satz 2 VermAnlG	191
(b) Inhaltliche Anforderungen des § 2d Abs. 3 Satz 2 VermAnlG	191
(c) Anforderungen an die Deutlichkeit des Hinweises	194
(d) Standort des (deutlichen) Hinweises	194
(e) Rechtspflicht oder Obliegenheit	196
(f) Zuständigkeit für die Erteilung des Hinweises	197
bb) Ausnahme: Hinweis in Textform	198
(1) Anforderungen an Inhalt und Gestaltung des Hinweises	198
(2) Zeitpunkt des Hinweises	198
c) Fristberechnung	200
d) Fristwahrung	200
e) Beweislast	201
f) Kritik	201
5. Erlöschen des Widerrufsrechts	203
D. Rechtsfolgen des Widerrufs	204
I. Befreiungswirkung des Widerrufs	205
1. Dogmatische Einordnung	205
2. Gegenstand und Wirkung des Widerrufs	205
a) Befreiungswirkung für beide Parteien	205
b) Zeitpunkt des Widerrufs	206
c) Teilwiderruf	206
d) Prämien (<i>Goodies</i> und <i>Incentives</i>)	208
II. Das Widerrufsfolgenregime des § 2d VermAnlG	208

1. Eigenes Widerrufsfolgenregime	208
2. Rückgewähr der empfangenen Leistungen	209
a) Pflichten des Emittenten	209
aa) Rückgewähr des Anlagebetrages	209
bb) Erbringung der vereinbarten Gegenleistung für den Zeitraum zwischen Auszahlung und Rückzahlung	210
b) Pflichten des Anlegers	211
aa) Grundlagen	211
bb) Widerruf nach Übertragung der Vermögensanlage auf einen Dritten	212
cc) Rückgewähr von Prämien (<i>Goodies</i> und <i>Incentives</i>)	213
c) Frist zur Rückgewähr	213
III. Auswirkungen auf sonstige Verträge	214
IV. Folgen des Widerrufs für das jeweilige Crowdfunding-Projekt	215
E. Abweichungen und Ausschluss des Widerrufsrechts	218
I. Halbseitig zwingende Ausgestaltung des Widerrufsrechts	218
1. Grundlagen	218
2. Verzicht	219
II. Ausschluss des Widerrufsrechts gem. § 242 BGB	220
1. Verwirkung	220
2. Unzulässige Rechtsausübung	221
3. Ergebnis	221
F. Das Widerrufsrecht gem. § 2d VermAnlG im System der Widerrufsrechte	221
I. Das (Gesamt-)System der Widerrufsrechte	222
II. Vertragsgegenstands- und abschluss-situationsbezogene Widerrufsrechte ..	224
III. Rechtstechnische Ausgestaltung	225
IV. (Vermeintliche) Besonderheiten	227
1. Fehlende unionsrechtliche Fundierung	228
2. Ausgestaltung als allgemeines Reuerecht	229
3. Fehlende Verbraucheranknüpfung	230
4. Fehlender Verweis auf die §§ 355 ff. BGB	232
V. Konkurrenzen	232
VI. Fazit	233
G. Rechtspolitische Überlegungen	234
I. Rechtfertigung des Widerrufsrechts gem. § 2d VermAnlG	234
1. Zur allgemeinen Berechtigung von Widerrufsrechten	235

2.	Die typische Ungleichgewichtslage beim Crowdfunding	237
a)	Aus dem Vertragsgegenstand resultierende Gefahrenlagen	237
b)	Aus der Vertragsschlusssituation resultierende Gefahrenlagen	239
c)	Crowdfunding-spezifische Gefahrenlagen	239
3.	Das Widerrufsrecht als geeignetes Mittel zur Beseitigung der Ungleichheit	244
a)	Eignung des Widerrufsrechts zur Überwindung der Ungleichgewichtslage	244
b)	Widerrufsrecht als mildestes Mittel	247
c)	Zwischenergebnis	249
4.	Ergebnis	249
II.	Rechtspolitische Überlegungen mit Blick auf die konkrete Ausgestaltung des Widerrufsrechts in § 2d VermAnlG	249
1.	Rechtspolitische Überlegungen mit Blick auf die fehlende Verbraucherknüpfung des § 2d VermAnlG	250
2.	Abschaffung des § 2d Abs. 4 Satz 2 VermAnlG	253
III.	Fazit	255
§ 4	Weitere Widerrufsrechte beim Crowdfunding	256
A.	Überblick	256
B.	Das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen gem. den §§ 312g Abs. 1 Alt. 2, 312c, 355 ff. BGB	257
I.	Grundlagen des Fernabsatzwiderrufsrechts	257
1.	Allgemeines	257
2.	Gesetzeshistorie	259
3.	Regelungszweck	260
4.	Crowdfunding-Verträge als Finanzdienstleistungen i. S. d. § 312 Abs. 5 Satz 1 BGB	263
II.	Erfordernisse eines wirksamen Widerrufs	265
1.	Bestehen eines Widerrufsrechts gem. den §§ 312g Abs. 1 Alt. 2, 312c, 355 ff. BGB	265
a)	Allgemeiner Anwendungsbereich der §§ 312 ff. BGB	266
aa)	Verbrauchervertrag	266
bb)	Entgeltliche Leistung des Unternehmers	267
(1)	Richtlinienkonformität des Erfordernisses einer „entgeltlichen Leistung“ des Unternehmers	267
(2)	Entgeltliche Leistung des Unternehmers beim Crowdfunding	268
a)	Beitritt zu einer Gesellschaft	268
b)	Partiarische (Nachrang-)Darlehen	271
c)	Genussrechte und Anleihen	272

(3) Ergebnis	272
cc) Kein Ausschluss gem. § 312 Abs. 2–Abs. 6 BGB	272
dd) Ergebnis	274
b) Persönlicher Anwendungsbereich des Widerrufsrechts	274
c) Sachlicher Anwendungsbereich des Widerrufsrechts	276
d) Ausnahmen vom Widerrufsrecht gem. § 312g Abs. 2, Abs. 3 BGB ..	277
aa) § 312g Abs. 2 Nr. 8 BGB	277
bb) § 312g Abs. 2 Nr. 13 BGB	280
cc) § 312g Abs. 3 BGB	281
e) Ausschluss des Widerrufsrechts bei der Zeichnung neuer Aktien ...	281
f) Ergebnis	282
2. Ausübung des Widerrufsrechts, §§ 355 ff. BGB	282
a) Inhalt und Ausgestaltung der Widerrufserklärung	282
b) Form des Widerrufs	284
c) Erklärungsempfänger	284
d) Widerrufsfrist	285
aa) Fristbeginn	285
(1) Sonderregelungen für den Fristbeginn in § 356 Abs. 2, Abs. 3 BGB	285
(2) Die Unterrichtung gem. Art. 246b § 2 Abs. 1 EGBGB	286
(3) Muster-Widerrufsbelehrung	287
(4) Ergebnis	288
bb) Fristdauer	288
cc) Fristberechnung	288
dd) Fristwahrung	288
e) Erlöschen des Widerrufsrechts	289
aa) § 356 Abs. 3 Satz 2, Satz 3 BGB	289
bb) § 356 Abs. 4 Satz 1, Satz 3 BGB	289
3. Ergebnis	292
III. Rechtsfolgen eines wirksamen Widerrufs	292
1. Die Befreiungswirkung des Widerrufs und dogmatische Grundlagen ...	292
2. Das Widerrufsfolgenregime der §§ 355, 357 ff. BGB	293
a) Rückgewähr der empfangenen Leistungen	293
aa) Rückgewähr bei der Verwendung (partiarischer) Nachrangdarlehen	294
(1) Rückgewähr durch den Unternehmer	294
(2) Rückgewähr durch den Verbraucher	295
bb) Stille Beteiligung	295
(1) Die Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft	295

(a)	Grundzüge der Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft	296
(b)	Anwendung der Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft auf stille Gesellschaften	297
(c)	Anwendung der Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft bei dem Widerruf stiller Beteiligungen	300
(d)	Ergebnis	301
(2)	Rückgewähr bei Widerruf nach Auszahlungsreife	302
(3)	Rückgewähr bei Widerruf vor Auszahlungsreife	303
cc)	Aktien	303
(1)	Veräußerung existierender Aktien	304
(2)	Zeichnung neuer Aktien	305
dd)	Anleihen	307
(1)	Fremdemission/Mittelbare Platzierung	307
(2)	Eigenemission/Direktplatzierung	307
(a)	Entstehen der verbrieften Forderung	308
(b)	Kausalverhältnis	309
(c)	Gegenstand des Widerrufs	310
(d)	Rechtsfolgen	310
ee)	Genussscheine	311
ff)	Verwendung sonstiger Vermögensanlagen i. S. d. VermAnlG	311
b)	Wertersatz	311
aa)	Wertersatzansprüche des Unternehmers gegen den Verbraucher	312
(1)	Wertersatzpflicht gem. § 357a Abs. 2 Satz 1 BGB für die vom Unternehmer bis zum Widerruf erbrachte Dienstleistung	312
(2)	Weitere Anspruchsgrundlagen	313
(3)	Alternative Lösungsmöglichkeiten	314
bb)	Wertersatzansprüche des Verbrauchers gegen den Unternehmer	315
cc)	Ergebnis	315
c)	Herausgabe von Nutzungen, Nutzungersatz und analoge Anwendung des § 357a Abs. 3 BGB	316
d)	Frist für die Rückgewähr	317
e)	Gefahrtragung	318
3.	Auswirkungen auf sonstige Verträge	318
4.	Folgen des Widerrufs für das jeweilige Crowdfunding Projekt	319
IV.	Abweichungen und Ausschluss des Widerrufsrechts	320
1.	Halbseitig zwingende Ausgestaltung des Widerrufsrechts gem. den §§ 312k Abs. 1 Satz 1, 361 Abs. 2 Satz 1 BGB	321
2.	Ausschluss des Widerrufsrechts gem. § 242 BGB	322
a)	Treu und Glauben im Unionsrecht	322

b) Verwirkung	322
c) Rechtsmissbrauch	323
3. Ergebnis	324
V. Das Fernabsatzwiderrufsrecht im System der Widerrufsrechte	324
VI. Ergebnis	325
C. Prospektbezogene Widerrufsrechte	325
I. Überblick über die prospektbezogenen Widerrufsrechte	325
II. Das Widerrufsrecht bei der Nichtaufnahme von Angaben, Art. 17 Abs. 1	
lit. a) EU-Prospekt-VO 2017	326
1. Grundlagen	327
a) Gesetzeshistorie	327
b) Ausgangslage	327
c) Regelungszweck	328
d) Relevanz beim Crowdfunding	328
2. Erfordernisse eines wirksamen Widerrufs	329
a) Bestehen eines Widerrufsrechts	329
aa) Persönlicher Anwendungsbereich	329
bb) Sachlicher Anwendungsbereich	329
(1) Fehlen bestimmter – gem. Art. 17 Abs. 1 EU-Prospekt-VO	
2017 grundsätzlich erforderlicher – Angaben	329
(2) Zusage zum Erwerb oder zur Zeichnung von Wertpapieren ..	330
cc) Teleologische Reduktion: Abgabe der Willenserklärung vor Ver-	
öffentlichung der fehlenden Angaben	331
b) Form- und fristgerechte Ausübung des Widerrufsrechts	331
3. Rechtsfolgen eines wirksamen Widerrufs	332
4. Konkurrenzen	332
5. Ergebnis	332
III. Das Widerrufsrecht bei Nachträgen gemäß Art. 23 Abs. 2 UA 1 Satz 1	
EU-Prospekt-VO 2017	333
1. Grundlagen	333
a) Gesetzeshistorie	333
b) Ausgangslage	333
c) Regelungszweck	334
d) Abgrenzung zu Art. 17 Abs. 1 lit. a) EU-Prospekt-VO 2017	335
e) Relevanz beim Crowdfunding	335
2. Erfordernisse eines wirksamen Widerrufs	336
a) Bestehen eines Widerrufsrechts	336
aa) Persönlicher Anwendungsbereich	336

bb) Sachlicher Anwendungsbereich	336
cc) Temporaler Anwendungsbereich	337
b) Ausübung des Widerrufsrechts	338
3. Rechtsfolgen eines wirksamen Widerrufs	338
4. Ausschluss des Widerrufsrechts	338
5. Konkurrenzen	339
6. Ergebnis	339
IV. Das Widerrufsrecht bei Nachträgen gemäß § 11 Abs. 2 VermAnlG	339
1. Grundlagen	340
a) Ausgangslage	340
b) Gesetzeshistorie	341
c) Regelungszweck	341
d) Relevanz beim Crowdfunding	341
2. Erfordernisse eines wirksamen Widerrufs	342
a) Bestehen eines Widerrufsrechts	342
aa) Persönlicher Anwendungsbereich	342
bb) Sachlicher Anwendungsbereich	342
cc) Temporaler Anwendungsbereich	342
b) Ausübung des Widerrufsrechts	344
3. Rechtsfolgen eines wirksamen Widerrufs	344
4. Ausschluss des Widerrufsrechts	344
5. Konkurrenzen	344
6. Ergebnis	345
V. Die prospektbezogenen Widerrufsrechte im System der Widerrufsrechte ...	345
1. Besonderheiten und Gemeinsamkeiten der prospektbezogenen Widerrufsrechte	345
2. Einordnung der prospektbezogenen Widerrufsrechte in das Gesamtsystem der Widerrufsrechte	347
3. Ergebnis	348
VI. Fazit	348
D. Weitere Widerrufsrechte	348
I. Das Widerrufsrecht bei außerhalb von Geschäftsräumen geschlossenen Verträgen gem. den §§ 312g Abs. 1 Alt. 1, 312b, 355 ff. BGB	349
II. Das Widerrufsrecht beim Abschluss von Verbraucherdarlehensverträgen gem. § 495 BGB i. V. m. den §§ 355 ff. BGB	350
III. Das Widerrufsrecht gem. § 305 Abs. 1 Satz 1 KAGB	351
IV. Ergebnis	353
E. Zusammenfassung	353

§ 5 Das System der Widerrufsrechte beim Crowdfunding	354
A. Einführung	354
B. Widerrufsrechte bei Inanspruchnahme der Befreiung gem. § 2a VermAnlG	355
I. Grundlagen und Relevanz	355
II. In Betracht kommende Widerrufsrechte	355
III. Konkurrenz zwischen § 2d VermAnlG und den §§ 312g Abs. 1 Alt. 2, 312c, 355 ff. BGB	356
1. Gemeinsamkeiten und Unterschiede der beiden Widerrufsrechte	356
2. Keine gesetzliche Regelung	358
IV. Folgen der unterschiedlichen Ausgestaltung	358
1. Für den Anbieter	358
2. Für die Plattform	362
3. Für den Anleger	363
4. Ergebnis	363
V. Rechtspolitische Überlegungen	364
1. Streichung des § 2d VermAnlG	364
2. Einführung und Ausgestaltung einer Konkurrenzregelung	366
VI. Ergebnis	369
C. Widerrufsrechte bei dem Vertrieb von Vermögensanlagen i. S. v. § 1 Abs. 2 VermAnlG	370
I. Grundlagen und Relevanz	370
II. In Betracht kommende Widerrufsrechte	371
III. Konkurrenz zwischen § 11 Abs. 2 VermAnlG und den §§ 312g Abs. 1 Alt. 2, 312c, 355 ff. BGB	371
1. Gemeinsamkeiten und Unterschiede der beiden Widerrufsrechte	371
2. Keine gesetzliche Regelung	372
IV. Folgen der unterschiedlichen Ausgestaltung	373
1. Für den Anbieter	373
2. Für die Plattform	374
3. Für den Anleger	374
4. Ergebnis	374
V. Rechtspolitische Überlegungen	374
VI. Ergebnis	375
D. Widerrufsrechte beim Wertpapier-Crowdfunding	375
I. Grundlagen und Relevanz	375
II. In Betracht kommende Widerrufsrechte	375

III.	Konkurrenz zwischen den §§ 312g Abs. 1 Alt. 2, 312c, 355 ff. BGB und den Artt. 17 Abs. 1 lit. a), 23 Abs. 2 UA 1 Satz 1 EU-Prospekt-VO 2017	376
1.	Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Widerrufsrechte	376
2.	Keine gesetzliche Regelung	377
IV.	Folgen der unterschiedlichen Ausgestaltung	377
1.	Für den Anbieter	377
2.	Für die Plattform	378
3.	Für den Anleger	378
4.	Ergebnis	378
V.	Rechtspolitische Überlegungen	379
VI.	Ergebnis	379
E.	Widerrufsrechte beim Crowdfunding – Im Spannungsfeld von Anleger- und Verbraucherschutz	379
I.	Grundlagen	380
1.	Anlegerschutz	380
a)	Begriffsdefinition	380
b)	Charakteristika	382
c)	Grundlagen	382
aa)	Verhältnis von Anlegerschutz und Funktionenschutz	383
bb)	Individualschutz oder Schutz von Kollektivinteressen	384
cc)	Anlegerleitbilder, strukturelle Unterlegenheit und Informationsmodell	384
d)	Ausgestaltung	385
2.	Verbraucherschutz	387
a)	Begriffsdefinition	387
b)	Charakteristika	388
c)	Verbraucherleitbilder	390
d)	Ausgestaltung	392
II.	Das System der Widerrufsrechte beim Crowdfunding im Spannungsfeld von Anleger- und Verbraucherschutz	393
1.	Das Widerrufsrecht gem. § 2d VermAnlG im Spannungsfeld von Anleger- und Verbraucherschutz	393
a)	Die Zwitterstellung des § 2d VermAnlG	394
b)	Die Konkurrenz von § 2d VermAnlG und Verbraucherschutzrecht	394
c)	§ 2d VermAnlG als Beispiel für eine verbraucherschutzrechtliche Überformung des Kapitalmarktrechts	395
2.	Weitere Überschneidungen von Anleger- und Verbraucherschutz beim Crowdfunding	396
3.	Ergebnis	397

III. Das Verhältnis von Anleger- und Verbraucherschutz	397
IV. Fazit	400
F. Ergebnis	400
§ 6 Zusammenfassung und Darstellung konkreter Änderungsvorschläge	402
A. Zusammenfassung in Thesen	402
B. Konkrete Änderungsvorschläge	411
I. Änderungsvorschläge mit Blick auf § 2d VermAnlG	411
II. Änderungsvorschläge mit Blick auf das System der Widerrufsrechte	413
Literaturverzeichnis	414
Stichwortverzeichnis	439

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Erscheinungsformen des Crowdfundings.	46
Abb. 2:	Rechtsbeziehungen der Beteiligten beim Crowdfunding.	52
Abb. 3:	Durch Crowdfunding eingesammeltes Kapital in den Jahren 2011–2017. . .	72
Abb. 4:	Anteil der einzelnen Marktsegmente des Crowdfundings am insgesamt eingesammelten Kapital in den Jahren 2013 und 2017.	73
Abb. 5:	Anzahl erfolgreicher Finanzierungen nach Fundingvolumen im Zeitraum vom 01.08.2011–01.04.2018.	74
Abb. 6:	Prozentualer Anteil der erfolgreichen Finanzierungen am Gesamtmarktvolumen im Zeitraum vom 01.08.2011–01.04.2018.	74
Abb. 7:	Begebene Vermögensanlagen i. R. d. Crowdfundings im Zeitraum vom 01.08.2011–01.04.2018.	78
Abb. 8:	Begebene Vermögensanlagen in den 30 Monaten vor Inkrafttreten des KASG.	78
Abb. 9:	Begebene Vermögensanlagen in den 30 Monaten nach Inkrafttreten des KASG.	79
Abb. 10:	Durch Crowdfunding eingesammeltes Kapital in Millionen GBP im Vereinigten Königreich in den Jahren 2011–2017.	81
Abb. 11:	Durch Crowdfunding eingesammeltes Kapital in Millionen USD in den USA in den Jahren 2014–2017.	83
Abb. 12:	Prozentualer Anteil der jeweiligen Securities an den insgesamt angebotenen Crowdfunding-Kampagnen in den USA im ersten Monat nach der Legalisierung des Crowdfundings.	85
Abb. 13:	Das Verhältnis von Anleger- und Verbraucherschutz.	398

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Jährliche Steigerung des aggregierten Finanzierungsvolumens aller erfolgreichen Crowdfunding-Kampagnen im Vergleich zum Vorjahr.	72
Tab. 2:	Aktive Internet-Dienstleistungsplattformen im Bereich des Crowdfundings in Deutschland im Zeitraum vom 01.08.2011–01.04.2018.	76
Tab. 3:	Gegenüberstellung von § 355 Abs.1 Sätze 2–4 BGB und § 2d Abs.2 VermAnlG.	175

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AbzG	Abzahlungsgesetz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft/Amtsgericht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AuslInvestmG	Auslandsinvestmentgesetz
B2B	Business-to-Business
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BauR	Baurecht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOGK	Beck-Online.Großkommentar
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck Online Rechtsprechung
Begr.	Begründer
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BörsZuLV	Börsenzulassungs-Verordnung
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BReg	Bundesregierung
bspw.	beispielsweise

BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BT-PIPr	Plenarprotokoll des Deutschen Bundestags
Bus. Hor.	Business Horizons
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BZ	Börsen-Zeitung
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CBLR	Columbia Business Law Review
CD/CD-ROM	Compact Disc/Compact Disc Read-Only Memory
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CESifo	Münchener Gesellschaft zur Förderung der Wirtschaftswissenschaft (Center for Economic Studies/Institut für Wirtschaftsforschung)
CF	Corporate Finance
CGIR	Corporate Governance An International Review
CISG	United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods
CoCapT	Forschungsstelle für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht sowie Unternehmenssteuerrecht (Companies, Capital Markets & Taxes)
Cog. Psychol.	Cognitive Psychology
COM	Commission
CRR	Capital Requirements Regulation
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern
c't	Magazin für Computertechnik
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DepotG	Depotgesetz
ders.	derselbe
DICE	Database for Institutional Comparisons in Europe
dies.	dieselbe/dieselben
DJT	Deutscher Juristentag
DOI	Digital Object Identifier
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBA	European Banking Authority
ECL	European Company Law
E-Commerce	Elektronischer Handel
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EL	Ergänzungslieferung
ErwG	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESTG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGesR	Europäisches Gesellschaftsrecht
EuGH	Europäischer Gerichtshof

EU-GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
EU-Prospekt-RL	Europäische Prospektrichtlinie
EU-Prospekt-VO 2004	Europäische Prospektverordnung (2004)
EU-Prospekt-VO 2017	Europäische Prospektverordnung (2017)
EUR	Euro
Eur. Bus. Org. Law Rev.	European Business Organization Law Review
Eur. J. Soc. Psychol.	European Journal of Social Psychology
euvr	Zeitschrift für Europäisches Unternehmens- und Verbraucherrecht
e. V.	eingetragener Verein
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	folgende
FAQ	Frequently Asked Questions
FARL	Fernabsatzrichtlinie
FernAbsG	Fernabsatzgesetz
FernUSG	Fernunterrichtsschutzgesetz
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FinFARL	Fernabsatzfinanzdienstleistungsrichtlinie
FinTech	Finanztechnologie
FinVermV	Finanzanlagenvermittlungsverordnung
Fn.	Fußnote
Frankfurt a. M.	Frankfurt am Main
FS	Festschrift
FSMA	Financial Services and Markets Authority
GBP	Great Britain Pound
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
gen.	genannt
GenG	Genossenschaftsgesetz
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarkt- recht sowie Umstrukturierungen
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GHN	Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union
GLJ	German Law Journal
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GroßKomm	Großkommentar
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HdB	Handbuch
Herv. d. Verf.	Hervorhebung des Verfassers
HGB	Handelsgesetzbuch

HHL	Handelshochschule Leipzig
Hk	Handkommentar
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
HWiG	Haustürwiderrufsgesetz
i. d. R.	in der Regel
i. E.	im Ergebnis
i. e. S.	im engeren Sinne
inkl.	inklusive
Innov. Pol. Econ.	Innovation Policy and the Economy
insbes.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
i. R. d.	im Rahmen des/der
i. R. v.	im Rahmen von
i. S. d.	im Sinne des/im Sinne der
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
i. w. S.	im weiteren Sinne
JBV	Journal of Business Venturing
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
JCP	Journal of Consumer Policy
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
jM	juris Die Monatszeitschrift
J. Risk Uncertainty	Journal of Risk and Uncertainty
J. Soc. Psychol.	Journal of Social Psychology
Jura	Juristische Ausbildung
jurisPK	juris Praxiskommentar
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kap.	Kapitel
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KASG	Kleinanlegerschutzgesetz
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KID	Key Information Document
KK	Kölner Kommentar
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
KWG	Kreditwesengesetz
K&R	Kommunikation & Recht
lfd.-Nr.	laufende Nummer
LG	Landgericht
lit.	litera
LLC	Limited Liability Company

LTO	Legal Tribune Online
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MiFID	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
MiFID II	Zweite Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
Mio.	Millionen
MLR	The Modern Law Review
MMR	Multimedia und Recht
MünchHdb. GesellschaftsR	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
MünchKomm	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n. F.	neue Fassung
NJ	Neue Justiz
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
NK	Nomos Kommentar
No.	Number
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o. ä.	oder ähnliche
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
P2P	Peer-to-Peer
PDF	Portable Document Format
PRIIPs	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
PRIIPs-VO	Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
ProdSG	Produktsicherheitsgesetz
Pub. L. No.	Public Law Number
PWW	Prütting/Wegen/Weinreich (Hrsg.), Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
QRFM	Qualitative Research in Financial Markets
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
RGBl.	Reichsgesetzblatt
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
s.	siehe
S.	Satz/Sätze/Seite(n)
SAFE	Simple agreement for future equity/Sustainable Architecture for Finance in Europe
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SEC	Securities and Exchange Commission
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz
SMG	Schuldrechtmodernisierungsgesetz

sog.	sogenannt(e/en/er/es)
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SPV	Special Purpose Vehicle
SSRN	Social Science Research Network
StB	Der Steuerberater
StGB	Strafgesetzbuch
sublit.	Sublitera (Unterbuchstabe)
SWD	Staff Working Document
Tab.	Tabelle
TMG	Telemediengesetz
TzWRG	Teilzeit-Wohnrechtegesetz
u. a.	und andere/unter anderem
UA	Unterabsatz
UG	Unternehmergesellschaft
UK/U. K.	United Kingdom
UrhG	Urheberrechtsgesetz
Urt.	Urteil
U. S.	United States
USA	United States of America
USB	Universal Serial Bus
USD	US-Dollar
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	von/vom
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Var.	Variante
VC	Venture Capital
VerbrKrG	Verbraucherkreditgesetz
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
vgl.	vergleiche
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VRRL	Verbraucherrechterichtlinie
VRRL-UmsG	Verbraucherrechterichtlinie-Umsetzungsgesetz
vs.	versus
VuR	Verbraucher und Recht
VV 2018	Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
VZBV	Verbraucherzentrale Bundesverband e. V.
WIB	Wertpapier-Informationsblatt
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis

WRV	Weimarer Reichsverfassung
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfCM	Zeitschrift für Controlling und Management
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZfKE	Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
z. T.	zum Teil
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht
ZVertriebsR	Zeitschrift für Vertriebsrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

§ 1 Einleitung

A. Einführung

Bei dem sogenannten *Crowdfunding* handelt es sich um eine junge und innovative Finanzierungsform, die insbesondere Start-Up-Unternehmen eine Möglichkeit bietet, die sogenannte *Early-Stage-Gap*, also die start-up-typische Finanzierungslücke zu schließen.¹ Darüber hinaus können kleine und mittlere Unternehmen (sog. KMUs) sowie Immobilienprojekte von dieser Art der Finanzierung profitieren.² Auch wenn sich das – zunächst exponentielle – Wachstum hierzulande zuletzt etwas abgeschwächt hat,³ zeigen Daten aus anderen Ländern (insbesondere aus dem Vereinigten Königreich), welches Potential es noch zu erschließen gilt.⁴

Der Gesetzgeber reagierte im Jahr 2015 auf die wachsende Bedeutung dieser Finanzierungsform und führte mit dem Kleinanlegerschutzgesetz (KASG)⁵ spezielle Regelungen ein, um einen „verlässlichen Regelungsrahmen“⁶ für das Crowdfunding zu schaffen. Insbesondere schloss er bestehende Regelungslücken dadurch, dass er sogenannte partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen, die regelmäßig als Vermögensanlagen im Rahmen des Crowdfundings begeben werden, dem Regelungsregime des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG)⁷ unterwarf. Gleichzeitig schuf er für Schwarmfinanzierungen, welche die in § 2a VermAnlG normierten Voraussetzungen erfüllen, eine Ausnahme von weiten Teilen des Gesetzes. Als Ausgleich

¹ Danwerth, ZBB 2016, 20 (21); Hemer et al., Crowdfunding, S. 30f. (zum Crowdfunding im Allgemeinen); Armour/Enriques, MLR 81 (2018), 51 f. („funding gap“); Dorfleitner/Kapitz/Wimmer, DBW 74 (2014), 283; Nietsch/Eberle, DB 2014, 1788 (1789); Schmitt/Doetsch, BB 2013, 1451 (1452).

² Dorfleitner/Kapitz/Wimmer, DBW 74 (2014), 283–303; Hainz/Hornuf/Klöhn, Praxiserfahrungen (2017), S. 9 m. w. N.; Klein/Stuckenberg, CF 2017, 344; Wunschel/Gaßner, ZfIR 2015, 853 (854).

³ Hainz/Hornuf, Praxiserfahrungen (2019), S. 7, 10; Klöhn, ZIP 2017, 2125 (2126); Träger, SAFE Working Paper No. 184, S. 3; ders., SAFE Working Paper No. 199, S. 3 m. w. N.; Kunz, in: Bräutigam/Rücker (Hrsg.), E-Commerce, S. 869 (911).

⁴ Armour/Enriques, MLR 81 (2018), 56; Klöhn, ZIP 2017, 2125 (2130); Nietsch/Eberle, ZVglRWiss 116 (2017), 218 ff.

⁵ Kleinanlegerschutzgesetz v. 03.07.2015, BGBl. 2015 I S. 1114.

⁶ Deutschlands Zukunft gestalten, Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 18. Legislaturperiode, S. 17, abrufbar unter: <https://www.cdu.de/sites/default/files/media/dokumente/koalitionsvertrag.pdf> (zuletzt abgerufen am 12.03.2020): „Auch neue Finanzierungsformen wie Crowdfunding („Schwarmfinanzierung“) brauchen einen verlässlichen Rechtsrahmen.“

⁷ Vermögensanlagengesetz v. 06.12.2011, BGBl. 2011 I S. 2481.

für diese Befreiungen – insbesondere von dem kostspieligen Prospekterfordernis – gewährt das Gesetz dem Anleger nunmehr ein spezielles Widerrufsrecht in § 2d VermAnlG. Dieses Widerrufsrecht sah sich von Beginn an der Kritik von Crowdinvesting-Plattformen und Teilen der Wissenschaft ausgesetzt.⁸ Dennoch sprach sich die Bundesregierung im Rahmen der in den Jahren 2016/2017 erfolgten ersten Evaluierung der §§ 2a bis 2c VermAnlG gegen eine Änderung des Widerrufsrechts aus und auch der Deutsche Bundestag sah sich in der Folge nicht zu Änderungen veranlasst.⁹ Auch die zweite Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Befreiungsvorschriften in den §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagen-gesetzes in den Jahren 2018/2019 hat nicht zu Änderungen bei dem Widerrufsrecht geführt. Ein wesentlicher Aspekt dieser Arbeit wird daher sein, die Kritik aus Praxis und Lehre auf ihre Berechtigung hin zu untersuchen. Eng damit verbunden ist das Ziel, bestehende rechtliche Unklarheiten bei der Auslegung und Anwendung des § 2d VermAnlG zu beleuchten und Lösungsvorschläge für die Praxis zu erarbeiten. Auch das Spannungsfeld Anlegerschutz – Verbraucherschutz soll in diesem Zusammenhang erörtert werden.

Neben dem neu eingeführten Widerrufsrecht des § 2d VermAnlG steht dem Verbraucher-Anleger, der über das Internet Vermögensanlagen im Rahmen einer Schwarmfinanzierung erwirbt, regelmäßig auch das Widerrufsrecht gem. den §§ 312g Abs. 1 Alt. 2, 312c BGB i. V.m. § 355 BGB zu, das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen. Gerade aus der Gemengelage dieser beiden Widerrufsrechte können sich Schwierigkeiten und Konflikte ergeben. Ob darüber hinaus ein besonderer Nutzen mit der Doppelung der Widerrufsrechte einhergeht und worin genau die Unterschiede der Widerrufsrechte liegen, wird ein weiterer Schwerpunkt dieser Arbeit sein. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund zahlreicher Reformbestrebungen in diesem Bereich.

Über das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen hinaus kommen – zumindest auf den ersten Blick – weitere Widerrufsrechte bei Inanspruchnahme der Befreiung in § 2a VermAnlG in Betracht, etwa das Widerrufsrecht beim Abschluss von Verbraucherkreditverträgen.

Während sich die meisten Crowdinvesting-Finanzierungen in Deutschland der Ausnahme in § 2a VermAnlG bedienen, kam es in der Vergangenheit gleichwohl vereinzelt zu Emissionen außerhalb des Anwendungsbereichs der vermögensanlage-

⁸ Casper, ZBB 2015, 265 (279): „rechtspolitisch verfehlt“; ebenso Danwerth, WM 2016, 1212 ff.; Heuer, Die Regulierung von Crowdinvesting, S. 237–239: „§ 2d VermAnlG als willkürliches Widerrufsrecht“; Bundesverband Crowdfunding e. V., Stellungnahme KASG, S. 6; ders., Stellungnahme zum Gesetz zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie, S. 6.

⁹ BReg, Evaluierungsbericht KASG, S. 12; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung (BT-Drs. 18/11495, 18/11929, 18/12181 Nr. 1.9), BT-Drs. 18/12568, S. 162 f.; Gesetz zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie v. 17.07.2017, BGBl. 2017 I S. 2446.

rechtlichen Befreiungsnorm.¹⁰ Zum einen können Vermögensanlagen nach dem VermAnlG begeben werden, die aus irgendeinem Grund nicht unter die Befreiung des § 2a VermAnlG fallen. In Betracht kommen vor allem Emissionen, die über der Schwelle von 6 Millionen Euro liegen (bislang: 2,5 Millionen Euro). Zum anderen kommt die Emission von Wertpapieren nach dem WpPG/der EU-Prospektverordnung (EU-Prospekt-VO 2017)¹¹ in Betracht. In beiden Fällen können spezielle Widerrufsrechte einschlägig sein. Bei Erstellung eines Prospekts finden sich in § 11 Abs. 2 VermAnlG sowie in den Artt. 17 Abs. 1 lit. a), 23 Abs. 2 UA 1 Satz 1 EU-Prospekt-VO 2017 (§§ 8 Abs. 1 Satz 3, 16 Abs. 3 WpPG a. F.) besondere Widerrufsrechte, deren Anwendungsbereich aber jeweils sehr begrenzt ist. Ob daneben allgemeine Widerrufsrechte greifen, etwa das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen oder das Widerrufsrecht bei Außergeschäftsraumverträgen, wird ebenfalls zu erörtern sein.

Schließlich besteht die Möglichkeit, Wertpapiere prospektfrei zu begeben. Relevant war insoweit bislang vor allem § 3 Abs. 2 Satz 1 Nr. 5 WpPG a. F., der eine Ausnahme vom Prospekterfordernis vorsah, wenn der Verkaufspreis für alle angebotenen Wertpapiere im Europäischen Wirtschaftsraum weniger als 100.000,00 Euro betrug. Da der Finanzierungsbedarf junger Unternehmen regelmäßig über dieser Schwelle liegt, hat die Befreiung im Rahmen des Crowdinvestings keine nennenswerte Bedeutung erlangen können. Infolge des teilweisen Inkrafttretens der EU-Prospekt-VO 2017 sah sich der Gesetzgeber 2018 gezwungen, die bisherige Regelung zu überdenken. Mit dem Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10. Juli 2018¹² und durch das Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 8. Juli 2019¹³ hat der Gesetzgeber den zunächst in § 3 Abs. 2 Satz 1 Nr. 5 WpPG a. F. normierten Befreiungstatbestand überarbeitet. Die entsprechende Regelung findet sich nunmehr in § 3 Nr. 2 WpPG (zwischenzeitlich § 3 Abs. 2 Satz 1 Nr. 6 WpPG a. F.) und erlaubt unter bestimmten Voraussetzungen (§§ 4 ff. WpPG) prospektfreie öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert von bis zu 8 Millionen Euro im Europäischen Wirtschaftsraum. Vor diesem Hintergrund ist die Möglichkeit naheliegend, dass zumindest einige Crowdinvesting-Plattformen

¹⁰ Hainz/Hornuf, *Praxiserfahrungen* (2019), S. 22, 43; Hainz/Hornuf/Klöhn, *Praxiserfahrungen* (2017), S. 22 f.

¹¹ Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.06.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. 2017 L 168, 12.

¹² Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze v. 10.07.2018, BGBl. I S. 1102.

¹³ Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen v. 08.07.2019, BGBl. I S. 1002.