

## I. Einleitung und Genese

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

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

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

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

---

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

6 Renner ZBB 2014, 261, 263.

7 Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 246.

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

9 Siehe für eine Analyse Macchiavello EBLR 2021, 557.

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

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

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

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

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

---

12 Danach ist Crowdfunding eine „Finanztechnologie-Lösung“.

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

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

15 Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 848.

16 Uffmann JZ 2016, 928, 931.

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

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

---

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