

## V. Anlegerschutz- und Marketinganforderungen

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

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

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

#### a) Grundlagen

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

---

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

286 Siehe Ziff. I.

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

## b) Spezifische Informationen

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

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

---

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

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

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

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

#### c) Zeitpunkt der Bereitstellung

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

#### d) Kreditbewertungsdaten und Preisermittlung

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

---

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

297 Zu den technischen Hintergründen [https://wiki.selfhtml.org/wiki/CSS/Media\\_Querys/Mediaabfragen\\_einbinden](https://wiki.selfhtml.org/wiki/CSS/Media_Querys/Mediaabfragen_einbinden).

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

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

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

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

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

---

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

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

301 Dazu Ziff. IV. 4. b).

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

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

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

e) Informationsgeeignete Gestaltung der Kundenschnittstelle

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a) Anforderungen an die Kundenexploration

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

---

306 Vgl. ausdrücklich ErwGr 43 ECSP-VO.

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

---

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

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

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

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

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

b) Rechtsfolgen bei negativer Kundenexploration

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

### c) Risikotragfähigkeitssimulation und Datengrundlage

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

---

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

319 Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187.

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

a) Angebotsbindung des Projektträgers

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

b) Viertägige Bedenkzeit mit Widerrufsrecht

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

---

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

330 Dazu sogleich b) aa).

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

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

333 Vgl. dazu ErwGr 74 ECSP-VO.

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

aa) Plattformseitige Verankerung der Bedenkzeit

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

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

---

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

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

336 Freitag/Wolf WM 2021, 657, 662.

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

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

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

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

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

bb) Flankierende Pflichten

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

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

---

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

341 Dazu unten Ziff. V. 7.

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

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

#### cc) Rechtsfolgen bei fehlender Compliance

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

---

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

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

344 Siehe auch Annex zu DelVO 2022/2119.

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

360 2022/0147(COD).

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

362 SWD(2022) 141 final, 11.

363 Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 187.

364 Näher Rennig BKR 2022, 562, 566.

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### a) Anwendungsbereich

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

---

371 Oben Ziff. V. (eingangs).

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

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

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

375 Ausführlich oben Ziff. II. 2.

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

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

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

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

---

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

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

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

aa) Abgrenzung der Verantwortungsbereiche

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

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

---

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

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

382 Vgl. schon oben bei Fn. 238.

383 Näher dazu Ziff. V. 1. c).

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

### (1) Aktualisierungspflicht

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

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

---

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

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

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

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

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

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

## (2) Vollständigkeit, Richtigkeit, Korrektur

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

---

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

392 Näher dazu unten Ziff. V. 6.

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

394 Uffmann JZ 2016, 928, 933.

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

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

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

---

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

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

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

## bb) Gestaltung, Aufmachung und Bereitstellung

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

---

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

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

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

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

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

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

### cc) Inhaltliche Anforderungen

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

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

---

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

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

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

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

#### (1) Gesetzlich vorgeschriebener Disclaimer

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

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

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

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

## (2) Gesetzlich vorgeschriebene Risikowarnung

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

409 Zum Begriff oben Ziff. IV. 4.

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

aa) Inhaltliche Anforderungen und Ausgestaltung

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

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

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

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

---

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

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

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

## bb) Aktualisierung

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

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

---

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

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

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

415 Typographische Hervorhebungen von den Verfassern.

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

cc) Korrekturen

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

#### e) Unionsrechtliche Haftungsregeln

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

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

---

418 Buck-Heeb BKR 2022, 169, 174.

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

420 Buck-Heeb BKR 2022, 169, 170.

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

bb) Haftungsrechtliche Vorgaben des Art. 24 ECSP-VO

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

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

f) Nationale Haftungsregeln

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

433 Oben Ziff. V. 5. c).

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

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

436 Renner/Seidel BKR 2022, 176, 177.

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

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

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

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

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

(1) Leitungs-, Verwaltungs- und Aufsichtsorgane

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

---

438 Schedensack, Crowdinvesting, 2018, S. 276.

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

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

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

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

## (2) Informationsverantwortung

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

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

---

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

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

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

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

445 Typographische Hervorhebung von den Verfassern.

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

### (3) Verschulden

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

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

---

453 Anders ohne nähere Begründung Rusch BKR 2022, 192. Auf die anschließend von Rusch diskutierte Frage, ob sich die strengere Haftung als Korrektiv zum fehlenden behördlichen Gestattungsverfahren rechtfertigen lässt (aaO, S. 193), kommt es nach hiesiger Lösung nicht an.

454 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 47 mit Bezug auf Buck-Heeb BKR 2021, 317, 324; Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400; Renner/Seidel BKR 2022, 176, 182.

455 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400.

456 Näher zum Kollisionsrecht unten Ziff. VII.

Acht blieb, was im gegebenen Fall jedem hätte einleuchten müssen.<sup>457</sup> Hierbei sind in der Person des Handelnden begründete Umstände wie seine Fach- und Sachkunde und sein Kenntnisstand zu berücksichtigen.<sup>458</sup>

#### (4) Beweisführung und Rechtsfolgen

**Beweisbelastet** ist grundsätzlich der **Anleger**. Eine Umkehr der Beweislastverteilung bzw. eine Verschuldensvermutung zulasten des Verpflichteten,<sup>459</sup> wie sie beispielsweise von § 12 WpPG bekannt ist, findet nicht statt.<sup>460</sup> Demnach muss der Anleger das **Verschulden** der für das Anlagebasisinformationsblatt verantwortlichen Personen sowie den **Kausalzusammenhang** zwischen Pflichtverletzung, dh dem unzutreffenden oder unvollständigen Anlagebasisinformationsblatt als schädigendes Ereignis, und der Investition in das konkrete Schwarmfinanzierungsprojekt nachweisen (**Veranlassung des Anlageentschlusses**).<sup>461</sup> Der notwendige Ursachenzusammenhang zwischen dem Mangel im Anlagebasisinformationsblatt und der Entscheidung des Anlegers ist anzunehmen, wenn der Entschluss zumindest auch von den unrichtigen oder unvollständigen Angaben mitbestimmt oder beeinflusst war und wenn sich der Anleger in Kenntnis der wahren Sachlage nicht an dem Schwarmfinanzierungsprojekt beteiligt hätte.<sup>462</sup> Den Informationsverantwortlichen trifft hingegen die Darlegungs- und Beweislast dafür, dass der Schaden auch bei pflichtgemäßer Information eingetreten wäre.<sup>463</sup>

Auf Rechtsfolgenseite sollen nach dem Willen des Gesetzgebers die §§ 249–254 BGB gelten, sofern in den §§ 32c, 32e Abs. 1 WpHG keine

---

457 EBJS/Groß, 4. Auflage 2020, WpPG § 9 Rn. 94; Habersack in Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformati- on, 3. Auflage 2020, § 28 Rn. 28; Canaris, Bankvertragsrecht, 1981, Rn. 2280.

458 Habersack in Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformati- on, 3. Auflage 2020, § 28 Rn. 28.

459 Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanla- gerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 185.

460 Kritisch etwa Renner/Seidel BKR 2022, 176, 183.

461 Vgl. zur parallelen Situation bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung BeckOGK/Herresthal, 15.9.2022, BGB § 311 Rn. 642 ff. mwN.

462 Dies entspricht der Regel bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, vgl. etwa BGHZ 115, 214, 223 = NJW 1992, 228, 231; BGHZ 111, 314, 321 = NJW 1990, 2461, 2463.

463 BGHZ 115, 214, 223 = NJW 1992, 228, 231 mwN.

abweichende Regelungen getroffen sind.<sup>464</sup> Berechnet wird demnach die **Höhe des Schadensersatzanspruchs** gemäß §§ 249 ff. BGB.<sup>465</sup>

bb) Umsetzung des Art. 24 ECSP-VO in § 32d WpHG

Die Haftung für das Anlagebasisinformationsblatt des Art. 24 ECSP-VO in § 32d WpHG richtet sich nach den Kriterien, die auch für § 32c WpHG gelten. Gesetzlicher **Haftungsadressat** ist demnach die juristische Person, die Betreiberin der Schwarmfinanzierungsplattform ist. Nach der hier befürworteten engen Auslegung sind – mangels Verantwortungsanordnung des deutschen Gesetzgebers – die Leitungs-, Verwaltungs- und Aufsichtsorgane nur bei entsprechender Erklärung (Art. 24 Abs. 4 S. 2 ECSP-VO) im Anlagebasisinformationsblatt einstandspflichtig. Dieses Ergebnis erscheint im Zusammenhang mit der Haftung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters nochmals angezeigt als dies hinsichtlich des Projektträgers der Fall ist, denn es ist schon eine Spezialität von § 32d WpHG iVm Art. 24 ECSP-VO, den Betreiber von einer Plattform der finanzmarktrechtlichen Informationshaftung zu unterwerfen, die nicht an Abnormität durch eine gesellschaftsrechtlich in dieser Form ungewöhnliche Durchgriffshaftung hinzugewinnen sollte. Zudem ist der Wortlaut des Art. 24 Abs. 4 S. 1 ECSP-VO im Vergleich zum Art. 23 Abs. 9 S. 1 ECSP-VO enger: bei ersterem Tatbestand fehlt die Wendung „oder dessen Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan“. Auch mit Blick hierauf sollte die Norm zurückhaltender angewandt werden. In der Konsequenz bedeutet dies: Ohne Verantwortlichkeitserklärung der Organe des Plattformbetreibers läuft § 32d Abs. 2 WpHG regelmäßig leer.

cc) Haftungsausschluss gemäß § 32e WpHG

Ein Anspruch des Anlegers aus § 32c WpHG oder § 32d WpHG ist ausgeschlossen, wenn er trotz Aufdeckung des Fehlers oder Mangels im Anlagebasisinformationsblatt eine Investition getätigt hat. Schädlich ist nur die

---

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

465 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 49.

**positive Kenntnis**, solange es dem Anleger möglich ist, sich von seiner Investitionserklärung zu lösen.<sup>466</sup>

Unwirksam ist eine Vereinbarung, durch die Ansprüche nach §§ 32c, 32d WpHG **im Voraus ermäßigt oder erlassen** werden. Zulässig sind somit nachträgliche Vereinbarungen über den Anspruch (zB Vergleich).<sup>467</sup> Dies setzt freilich voraus, dass der Anspruchsberechtigte von der Entstehung seines Schadensersatzanspruchs Kenntnis hat; eine Ermäßigungs- oder Erlassvereinbarung, die hingegen in Unkenntnis des konkreten Anspruchs geschlossen wurde, ist wie eine unzulässige Vorausvereinbarung zu behandeln.<sup>468</sup>

Nach wohl überwiegender Auffassung führt ein Verstoß gegen § 32e Abs. 2 WpHG zur Unwirksamkeit der Vereinbarung gemäß § 134 BGB.<sup>469</sup> Auf § 134 BGB kommt es allerdings nach allgemeinen Rechtsregeln erst an, wenn die Verbotsnorm keine eigene Rechtsfolgenanordnung enthält (*lex imperfecta*). Ordnet hingegen die ein Rechtsgeschäft missbilligende Norm die Rechtsfolge selbst an (*lex perfecta*), so ist nur diese Vorschrift maßgeblich und einer zivilrechtlichen Umsetzung über § 134 BGB bedarf es nicht.<sup>470</sup> Eine solche *lex perfecta* stellt § 32e Abs. 2 WpHG dar, der die Rechtsfolge ausdrücklich festschreibt. Demnach ist eine vorab getroffene Vereinbarung über eine Ermäßigung oder über einen Erlass *ipso iure* unwirksam.

Wie vom § 16 Abs. 2 WpPG schon bekannt, bleiben nach § 32e WpHG etwaige Ansprüche aus Vertrag oder aus unerlaubter Handlung von den §§ 32c, 32d WpHG unberührt. Dies betrifft in erster Linie etwaige Ansprüche der Kunden aus dem Plattformnutzungsvertrag wegen Pflichtverletzung (§ 241 BGB) sowie Ersatzansprüche der Anleger, die wegen Verletzung von Informations- und Aufklärungspflichten (§ 241 Abs. 2 BGB) oder die aus dem Austauschgeschäft mit dem Projektträger entstehen.

---

466 Näher dazu BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32e Rn. 3.

467 Vgl. zum insoweit parallelliegenden § 16 Abs. 1 WpPG Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 203.

468 Siehe wiederum die mit dem Gedanken des Anlegerschutzes argumentierende Auffassung zu § 16 Abs. 1 WpPG; vgl. etwa Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 204 mN zur Gegenmeinung.

469 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32e Rn. 4 mit Blick auf den Meinungsstand zu § 16 Abs. 1 WpPG.

470 BGHZ 143, 283 = NJW 2000, 1186, 1187; PWW/Ahrens, BGB – Kommentar, 16. Auflage 2021, § 134 Rn. 1.

Deliktische Ansprüche sind vor allem aus § 826 BGB denkbar, seltener aus § 823 Abs. 2 BGB iVm einem Schutzgesetz.<sup>471</sup> Auch etwaige Haftungsansprüche infolge fehlerhafter oder irreführender Marketingmitteilungen werden von den §§ 32c, 32d WpHG nicht verdrängt.<sup>472</sup> Vor allem problematisch ist das Verhältnis zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, worauf nachfolgend näher einzugehen ist.

#### dd) Allgemeine bürgerlich-rechtliche (Prospekt-)Haftung

Im Zusammenhang mit § 32e Abs. 3 WpHG stellt sich insbesondere hinsichtlich des Plattformbetreibers die Frage, ob eine Einstandspflicht nach dem **richterrechtlichen Institut** der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung entstehen kann. Dabei sind zwei Erscheinungsformen zu unterscheiden, die auf dem Grundsatz der Vertrauenshaftung fußen:<sup>473</sup> Bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung *ieS* knüpft die Einstandspflicht des Informationsverantwortlichen an ein **typisiertes Vertrauen** in die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts an.<sup>474</sup> Teilweise wird auch von „Rollenvertrauen“ gesprochen.<sup>475</sup> Demgegenüber liegt der Haftungsgrund bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung *iwS* – auch „uneigentliche Prospekthaftung“ genannt – in einem **besonderen persönlichen Vertrauen** im Rahmen von Vertragsverhandlungen (§§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB);<sup>476</sup> es handelt sich insoweit um eine „normale“ Haftung aus *culpa in contrahendo*.<sup>477</sup>

Schon nach bisher hM waren die **spezialgesetzlichen Regelungen** – etwa des KAGB, VerkProspG, BörsG, WpPG, VermAnlG etc. – im Verhältnis zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung *ieS* als **abschließend**

---

471 Dazu noch sogleich Ziff. V. 5. d) ee).

472 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32e Rn. 8.

473 J. Koch BKR 2022, 271: diffuses und schwer greifbares dogmatisches Fundament der Vertrauenshaftung.

474 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 397 und insbesondere 400; BeckOGK BGB/Herresthal, 15.9.2022, § 311 Rn. 593 mwN.

475 Köndgen AG 1983, 85, 96 und zuvor vertiefend ders., Selbstbindung ohne Vertrag, 1981, S. 201 ff.

476 BeckOGK BGB/Herresthal, 15.9.2022, § 311 Rn. 688 mwN.

477 MüKo BGB/Emmerich, 9. Auflage 2022, § 311 Rn. 185.

anzusehen;<sup>478</sup> dies gilt nun auch angesichts der §§ 32c, 32d WpHG.<sup>479</sup> Das Schwarmfinanzierungsrecht verdrängt die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung ieS und sie kann nur dort Bedeutung erlangen, wo der Anwendungsbereich der ECSP-VO nicht eröffnet ist und weder das WpPG noch das VermAnlG einschlägig sind.

Hingegen wird die uneigentliche Prospekthaftung teilweise als nicht verdrängt angesehen.<sup>480</sup> In der Rechtsprechung wird die Frage unterschiedlich beantwortet.<sup>481</sup> Für eine Anwendbarkeit der Prospekthaftung iwS wird angeführt, ihr Anknüpfungspunkt nicht die Verantwortlichkeit für einen fehlerhaften Prospekt, sondern für eine selbständige Aufklärungspflichtverletzung bei einem als Vertragspartner oder Sachwalter persönlich in Anspruch genommenen – nicht nur typisierten – besonderen Vertrauen.<sup>482</sup> Hiervon sei auszugehen, wenn der Anspruchsgegner eine über das normale Verhandlungstrauen hinausgehende „persönliche Gewähr“ für die Seriosität der Informationen und des Vertrages übernommen hat.<sup>483</sup> Dabei kann es allerdings sein, dass sich die Vertrauen in Anspruch nehmende Person im vorvertraglichen Stadium des Prospekts bedient hat, um ihre Aufklärungspflichten zu erfüllen, und insoweit kann es nicht zugänglich sein, der uneigentlichen Prospekthaftung eine weiter-

---

478 Siehe BGHZ 203, 1 = NJW 2015, 236 Rn.71 (Telekom – Dritter Börsengang); BGHZ 220, 100 = BKR 2019, 94 Rn.55; BGHZ 228, 237 = NZG 2021, 1073 Rn.22 ff. Vor diesem Hintergrund wird teils angenommen, der Anwendungsbereich dieses Rechtsinstituts sei damit praktisch null; vgl. Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 30; ähnlich Oulds in Kumpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 6. Auflage 2022, Rn. 15.851. Die Sperrwirkung sollte nach teils vertretener Auffassung nicht gelten, sofern aufgrund eines Ausnahmetatbestandes keine Prospektspflicht bestand; vgl. etwa D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 135.

479 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 397; Renner/Seidel BKR 2022, 2022, 176, 183; Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 189; Uffmann JZ 2016, 928, 936; differenzierend Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 850 ff.

480 Siehe etwa MüKo BGB/Emmerich, 9. Auflage 2022, § 311 Rn.185 („in jedem Fall“) mwN; auch Uffmann JZ 2016, 928, 936 („unstreitig“).

481 Während der II. Zivilsenat des BGH eine Verdrängung der Prospekthaftung iwS typischerweise verneint (vgl. BGHZ 83, 222, 227 = NJW 1982, 1514, 1515; jüngst bekräftigt durch BGH, Beschluss vom 25. Oktober 2022 – II ZR 22/22 –, juris-Rn. 31 mwN), ist der XI. Zivilsenat anderer Ansicht (vgl. etwa BGH BKR 2021, 774 [1. Leitsatz]).

482 BGHZ 227, 49 Rn. 38 = NJW 2020, 3451; BGH BeckRS 2020, 23374 Rn. 18.

483 BGHZ 227, 49 Rn. 38 = NJW 2020, 3451; BGH BeckRS 2020, 23374 Rn. 18; Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 851.

reichende Bedeutung beizumessen als der spezialgesetzlichen Prospekthaftung.<sup>484</sup>

Spezifisch die Schwarmfinanzierungsdienstleistungen betreffend soll die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung iWSt nach manchen Stellungnahmen „denkbar“ bleiben,<sup>485</sup> nach anderen sei sie – ua mit Blick auf Unterschiede in der Beweislastverteilung – verdrängt.<sup>486</sup> Überzeugend ist es, die **Haftung aus bürgerlich-rechtlicher Prospekthaftung** im Anwendungsbereich der §§ 32c, 32d WpHG iVm Artt. 23 f. ECSP-VO als **allgemein ausgeschlossen** anzusehen, denn die spezialgesetzlichen Tatbestände reflektieren die Besonderheiten des öffentlichen Angebots von Schwarmfinanzierungsprojekten, während die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung hierauf nicht zugeschnitten ist.<sup>487</sup> Die zivilrechtliche Vertrauenshaftung kann in Umfang und Folgen zudem – wie gesehen – ohnehin nicht über den spezialgesetzlich gesetzten Rahmen hinausgehen, soweit vorvertraglich gegenüber dem Anleger das Anlagebasisinformationsblatt verwendet wurde.

Erwägenswert ist es, eine **Haftung** aus § 280 Abs. 1 BGB iVm dem **Plattformnutzungsvertrag** vorzusehen, etwa bei Verstoß gegen Art. 23 Abs. 11 f. ECSP-VO.<sup>488</sup> Da diese spezialgesetzlich vorgeschriebene Gatekeeperaktivität des Plattformbetreibers offensichtlich eine anlegerschützende Funktion hat, wäre es möglich, insoweit eine (haftungsbegründende) Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht anzunehmen.<sup>489</sup> Zudem erscheint ein Rückgriff auf das Rechtsinstitut der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung iES möglich bei fehlerhaften oder irreführenden **Marketingmitteilungen**, weil eine diesbzgl. Haftung ausserhalb des Anwendungs- und Regelungsbereichs der ECSP-VO liegt.<sup>490</sup> Auf dieses Rechtsinstitut kann es jedenfalls in den Fällen ankommen, in denen der Anleger typisiert

---

484 BGHZ 220, 100 = BKR 2019, 94 Rn. 55 mit zustimmender Anm. Dieckmann BKR 2019, 102, 104.

485 Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400; Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 850 ff.

486 Renner/Seidel BKR 2022, 2022, 176, 183.

487 Ähnlich die Erwägungen bei BGHZ 203, 1 = NJW 2015, 236 Rn. 71 aE (Telekom – Dritter Börsengang).

488 Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 191.

489 In diese Richtung Rotter/Ertl BKR 2022, 184, 191 (mit Einschränkung hinsichtlich der Vorschriften, die besonderen Sanktionen nach Art. 39 ECSP-VO unterliegen); eine Ausstrahlungswirkung der aus der ECSP-VO folgenden Verhaltenspflichten schließt auch Renner in Möslein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, § 23 Rn. 85 aE nicht aus.

490 In diesem Sinne Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 247.

in die Marketingmitteilungen vertraut.<sup>491</sup> Erfüllt ist der richterrechtliche Prospektbegriff nach der Rupert-Scholz-Formel erst, wenn die „Produktinformationen“ den „Eindruck einer umfassenden, informierenden Beschreibung der Anlage“ erwecken.<sup>492</sup> Es muss eine marktbezogene (schriftliche) Erklärung vorliegen, die für die Beurteilung der angebotenen Anlage erhebliche Angaben enthält oder den Anschein eines solchen Inhalts erweckt.<sup>493</sup> Dabei ist nicht entscheidend, ob die einzelnen Schriftstücke miteinander verbunden sind. Es ist vielmehr ein weiter Prospektbegriff anzulegen,<sup>494</sup> der angesichts der technischen Entwicklungen nach überwiegender, obgleich umstrittener Auffassung selbst flüchtige Internetinhalte wie Videos umfassen kann.<sup>495</sup>

Grundsätzlich unterfallen reine Werbebroschüren und andere Dokumente, die nach Art oder Umfang „erkennbar werblichen und weniger informativen Charakter“ haben, nicht dem allgemein-zivilrechtlichen Prospektbegriff.<sup>496</sup> Zu solchen reinen Werbeschriften nicht zu zählen sind allerdings die hier interessierenden Marketingmitteilungen. Wie aus Absatz 2 UAbs. 2 des Art. 27 ECSP-VO deutlich wird, stehen die Marketingmitteilungen in einem engen Zusammenhang mit den Angaben im Anlagebasisinformationsblatt – gerade auf „Ebene der Plattform“, da das Dokument auf dieser Ebene aus vielen Rahmenparametern besteht, die zugleich werbewirksam und -trächtig sind (Methoden der Kreditrisikobewertung, Risikodiversifizierungsstrategien, Kapitalgarantien etc.). Deswegen ist in Art. 27 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO hinsichtlich der Beschaffenheit und Gestaltung der Marketingmitteilungen annähernd dieselbe Formulierung gewählt wie hinsichtlich der Kundeninformationen (Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO aE): „redlich, eindeutig und nicht irreführend“.

Selbst wenn der Prospektbegriff nicht erfüllt sein mag, ist eine privatrechtliche Haftung der Plattform nicht ausgeschlossen. Wie *Franck* aufgezeigt hat, kann bei feststehender Transaktionskausalität eine Haftung

---

491 Eine solche Situation ist hier wegen der Schnittflächen zwischen Anlagebasisinformationsblatt und Marketingmitteilung denkbar; aA wohl Fischer/Spitzley BKR 2022, 847, 850, 852.

492 BGHZ 191, 310 = NJW 2012, 758 Rn. 25 – Rupert Scholz.

493 BGHZ 191, 310 Rn. 21 = NJW 2012, 758.

494 Detailliert zum Prospektbegriff der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung Schedensack, *Crowdinvesting*, 2018, S. 283 ff.

495 Dafür Schedensack, *Crowdinvesting*, 2018, S. 288; Hellgardt ZBB 2012, 73, 82; Assmann/Kumpan in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 5. Auflage 2020, § 5 Rn. 38.

496 BGH NJW 2013, 2343 Rn. 22.

aus *culpa in contrabando* bei pflichtwidriger Beeinflussung der Willensbildung und Enttäuschung eines typisierten Vertrauens bestehen.<sup>497</sup> Inwieweit Marketingmitteilungen die besagten Anforderungen erfüllen, ist eine fallabhängige Tatfrage. – Steht konkret enttäuschtes Vertrauen oder die Verletzung einer anderen vertraglichen Pflicht im Raum, so ist regelmäßig zumindest § 280 Abs. 1 BGB iVm § 311 Abs. 2 BGB oder dem Nutzungsvertrag einschlägig. Dass solches konkretes Vertrauen allein aufgrund von „Werbeaktivitäten“ entstehen kann, wird im Schrifttum freilich teils angezweifelt.<sup>498</sup> Anders soll es erst sein, wenn Mitarbeiter der Plattform im Zusammenhang mit einer Schwarmfinanzierungskampagne im Kommentarbereich des Angebots konkrete Fragen beantworten.<sup>499</sup>

#### ee) Außervertragliche Haftung

Inwieweit ein **deliktsrechtlicher Anlegerschutz** aus den Vorschriften des Bank- und Finanzmarktrechts folgen kann, ist seit jeher umstritten;<sup>500</sup> dieser Streit trägt sich im Anwendungsbereich der ECSP-VO fort. Reibungspunkt der Debatte ist, ob das Finanzmarktregulierungsrecht systemisch dem Schutz der Anleger als Kollektiv dient oder auch eine Individualschutzrichtung feststellbar ist. Eine fast schon unüberschaubare Komplexität erlangt diese Fragestellung angesichts des Umstandes, dass sie nicht für Gesetze oder Rechtsmaterien insgesamt, sondern nur mit Blick auf den Einzelatbestand beantwortet werden kann.<sup>501</sup>

Der XI. Zivilsenat des BGH bejaht die Schutzwirkung einer bank- oder finanzmarktrechtlichen Vorschrift nur äußerst zurückhaltend:<sup>502</sup> Es genüge zwar, dass die Norm *auch* das Interesse des Einzelnen schütze, obgleich sie in erster Linie das Interesse der Allgemeinheit im Auge haben möge. Nicht ausreichend sei es aber, dass der Individualschutz durch Befolgung der Norm nur als ihr Reflex objektiv erreicht werde. Vielmehr müsse diese Schutzrichtung im Aufgabenbereich der Norm liegen. Außerdem müsse

---

497 Franck, Marktordnung durch Haftung, 2016, S. 527 ff.

498 Siehe D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 137.

499 Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 273; zustimmend D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 137.

500 Siehe im Überblick statt aller MüKoBGB/Wagner, 8. Auflage 2020, § 823 Rn. 569 ff.

501 So ausdrücklich und treffend MüKoBGB/Wagner, 8. Auflage 2020, § 823 Rn. 569.

502 BGHZ 176, 281 = NJW 2008, 2245 Tz. 51 mwN.

die Schaffung eines individuellen Schadensersatzanspruches sinnvoll und im Licht des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheinen.

Offensichtliches Anliegen dieser Entscheidungspraxis ist es, eine Haftungsausuferung zu vermeiden, die durch einen unüberschaubaren Kreis potenziell Geschädigter zu drohen scheint. Eine Konsequenz hiervon ist, dass vom XI. Senat die **Wohlverhaltenspflichten** des Wertpapierhandelsrechts (§§ 63 ff. WpHG, §§ 31 ff. WpHG aF) **nicht als Schutzgesetze qualifizieren**.<sup>503</sup> Dies wird als Ausgangspunkt – mit wenigen Ausnahmen<sup>504</sup> – auch für die verschiedenen Verhaltenspflichten der ECSP-VO zu gelten haben. Soweit man geneigt sein mag, einzelnen Wohlverhaltenspflichten eine zivilrechtliche Wirkung zuzusprechen, gilt der Grundsatz, dass ein deliktischer Ersatzanspruch über etwaige vertragliche Schadensersatzansprüche nicht hinaus reichen kann.<sup>505</sup>

#### 6. Betrieb eines Forums (Art. 25 ECSP-VO)

Grundsätzlich sind Crowdfundingdienstleistungen primärmarktbezogen. Eine Ausnahme wird mit Art. 25 Abs. 1 ECSP-VO dahingehend gemacht, dass Schwarmfinanzierungsdienstleister auch ein „(Sekundärmarkt-)Forum“<sup>506</sup> bereitstellen können. Eine (positive) Legaldefinition des Begriffs „Forum“ (auch „Bulletin Board“) existiert dabei weder in der ECSP-VO<sup>507</sup> noch andernorts.<sup>508</sup> Allgemein werden darunter Systeme verstanden, die für die Bekanntmachung von Kauf- und Verkaufsinteressen genutzt werden, aber nicht der Ausführung von Geschäften im eigentlichen Sinne dienen.<sup>509</sup> Durch die Ermöglichung solcher Foren im Crowdfundingbereich sollen Kunden im Sinne der Transparenz und des ungehinderten Informationsflusses<sup>510</sup> ihre Kauf- oder Verkaufsinteressen hinsichtlich

---

503 BGH BKR 2014, 32 Rn. 21 ff. mwN.

504 Eine solche könnte im Zusammenhang mit Art. 26 ECSP-VO einschlägig sein; dazu unten Ziff. V. 7.

505 BGHZ 170, 226 = BKR 2007, 160 Tz. 19.

506 So Kuthe/Dresler-Lenz CB 2020, 471, 472.

507 Vgl. zB auch Hakvoort in Ortolani/Louise, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 13.24. Zur Negativdefinition sogleich a).

508 Vgl. aber die Diskussion zur Einführung einer Definition im MiFID II-Kontext, ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23.3.2021, ESMA70–156–4225, Rn. 116.

509 Vgl. ErwGr 8 MiFIR.

510 Dies betonend ErwGr 55 S. 2 ECSP-VO.

der auf der Plattform angebotenen Produkte anzeigen können. Damit wird insbesondere versucht, Risiken der Illiquidität von Crowdfundinginvestitionen zu mindern (*Investor Liquidity Risk*).<sup>511</sup> Dieser Zweck wird in der ECSP-VO indes nur unvollkommen verfolgt. Vom **Anwendungsbereich** des Art. 25 ECSP-VO erfasst wird nämlich nur die Anzeige von „ursprünglich“ auf der jeweiligen Plattform angebotenen Krediten und Wertpapieren, mithin findet die Bündelung der Angebote mehrerer Plattformen nicht statt.<sup>512</sup>

a) Grundsätzliches Verbot multilateraler Transaktionssysteme

Wie schon die englische Bezeichnung „Bulletin Board“<sup>513</sup> nahelegt, bezieht sich das Forum nur auf die Publikation von Geschäftsanzeigen. In diesem Sinne ist in Art. 25 Abs. 2 ECSP-VO normiert, dass das Forum nicht genutzt werden darf, um die Interessen oder Aufträge mithilfe von Protokollen oder anderen internen Verfahren auf eine Weise zusammenzuführen, die einen Kaufvertrag (automatisch) zustande bringt. Ein multilaterales System iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 MiFID II<sup>514</sup> ist somit prinzipiell unzulässig. Um nicht in die Nähe der Qualifikation als multilaterales System zu gelangen, sind nach Ansicht der ESMA **drei charakteristische Elemente eines Bulletin Boards** einzuhalten: *Erstens* soll es sich nur um ein „Interface“ handeln, das Kauf- und Verkaufsinteressen an Finanzinstrumenten aggregiert und veröffentlicht; *zweitens* ermöglicht das System weder die Kommunikation oder Verhandlung zwischen Interessenten, inkl. der Notifikation über einen potenziellen „Match“ zwischen Kauf- und Verkaufsinteressen im System, noch schreibt es die Verwendung von „Tools“ affiliiertes Unternehmen vor; *drittens* darf keine Möglichkeit der Ausführung oder der Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsinteressen im

---

511 Näher Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 49 und 71. Vgl. ferner die Ausführungen in ErwGr 13 S. 1 ECSP-VO.

512 Vgl. auch BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 21.

513 Die geläufige deutsche Übersetzung ist „schwarzes Brett“.

514 Dabei handelt es sich um „ein System oder Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt.“

System bestehen.<sup>515</sup> Während sich das letztgenannte Element bereits aus der Definition des multilateralen Systems ergibt, wurde in Bezug auf das zweite Merkmal von der ESMA noch betont, dass im System zwar die Kontaktdaten von potenziellen Käufern und Verkäufern angezeigt werden können, allerdings kein direkter Austausch oder Verhandlungen zwischen Interessenten (über wesentliche Verkaufsbedingungen) ermöglicht werden darf.<sup>516</sup> Ob daher seitens des Dienstleisters standardisierte Vertragsunterlagen zur Verfügung gestellt werden dürfen, wird in der Literatur unterschiedlich beurteilt.<sup>517</sup>

Eine präzise Abgrenzung zwischen dem Betrieb eines Bulletin Boards und eines Handelsplatzes ist mit Blick auf das Verbot des Art. 25 Abs. 2 ECSP-VO für Plattformbetreiber essenziell. Etwas anderes gilt nur dann, wenn ein Schwarmfinanzierungsdienstleister gleichzeitig über eine Zulassung als Wertpapierfirma iSv Art. 5 MiFID II oder als geregelter Markt gemäß Art. 44 MiFID II verfügt.<sup>518</sup> Wie Art. 12 Abs. 14 ECSP-VO darlegt, ist eine **Mehrfachzulassung** nach ECSP-VO und nach anderen EU-Finanzmarktakten möglich;<sup>519</sup> davon ist *expressis verbis* auch die MiFID II umfasst. Doch selbst wenn ein Dienstleister sowohl eine Zulassung als Schwarmfinanzierungsdienstleister als auch nach der MiFID II vorweisen kann, sind Abgrenzungen notwendig. Insbesondere wird darauf zu achten sein, dass bei Betrieb von solchen „mixed platforms“ den unterschiedlichen Marktzugangsvorgaben ausreichend Rechnung getragen wird: Während das Forum nach der ECSP-VO gerade auch nicht kundigen Anlegern offen steht, ist der Zugang zu Handelsplätzen gemäß Art. 53 bzw. Art. 19 Abs. 2 MiFID II von einem Grundsatz der Beschränkung des Teilnehmerkreises

---

515 Vgl. ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23 March 2021, ESMA70-156-4225, Rn. 116.

516 Vgl. ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23 March 2021, ESMA70-156-4225, Rn. 117.

517 Dafür Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.31; zweifelnd Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 72: „unclear“.

518 Siehe ErwGr 55 S.3 ECSP-VO, wo auf den Betrieb eines Handelsplatzes iSd MiFID II bzw. § 2 Abs. 22 WpHG und die damit verbundenen Zulassungstatbestände für den Betrieb eines „multilateralen Handelssystems“ (MTF) iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II bzw. eines „geregelten Markts“ gemäß Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II Bezug genommen wird. Vgl. auch Riethmüller in Möslein/Omlor FinTech-HdB, 2. Auflage 2021, Rn. 206.

519 Dazu oben Ziff. III. 2.

geprägt.<sup>520</sup> Eine Möglichkeit, Kleinanlegern direkt Zugang zum Handel zu gewähren, ist hier (nur) unter gewissen Voraussetzungen nach dem DLT-Pilot Regime (VO 2022/858) möglich.<sup>521</sup>

Detailfragen beim gleichzeitigen Betrieb ergeben sich noch mit Blick auf ErwGr 55 S. 3 ECSP-VO, demzufolge bei Vorliegen einer MiFID II-Zulassung etwaige Kundenaufträge im Rahmen des Forums wohl auf multilateraler Basis zusammengeführt werden können.<sup>522</sup> Ob eine **Zusammenführung von Forum und Handelsinterface** zulässig ist, erscheint jedoch fraglich.<sup>523</sup> So können die unterschiedlichen Dienstleistungen zwar nach Ansicht der ESMA über das gleiche internetbasierte Informationssystem erbracht werden, aber es müsse eine Differenzierung zwischen den Dienstleistungen durch zwei getrennte Bereiche sichergestellt sein. Es muss für Kunden im Übrigen zu jedem Zeitpunkt klar ersichtlich sein, dass es sich um unterschiedliche Dienstleistungen handelt.<sup>524</sup>

Schließlich ist bei Betrieb eines Handelsplatzes eine **Reihe anderer strikter Rechtsvorschriften** zu beachten (ua MiFIR, MAR), weshalb es im Einzelfall uU zweckmäßiger sein kann, als Schwarmfinanzierungsdienstleister mit Handelsplätzen zu kooperieren.<sup>525</sup>

---

520 Vgl. iZm Kryptohandelsplattformen Raschner BKR 2022, 217, 220 mwN. Vollständigkeitshalber angemerkt sei, dass nach Art. 53 Abs. 3 MiFID II neben EU-Wertpapierfirmen und Kreditinstituten theoretisch ebenfalls „andere Personen“ bei Erfüllung gewisser Kriterien unmittelbaren Zugang erhalten können.

521 Näher zur Verordnung Pfurtscheller et al. ZFR 2021, 4, 10 f.; Weiss RD i 2022, 196.

522 Wörtlich ist die Rede davon, dass „[d]as von einem Schwarmfinanzierungsdienstleister bereitgestellte Forum (...) kein internes System zur Zusammenführung von Aufträgen sein [sollte], das Kundenaufträge auf multilateraler Basis ausführt, es sei denn, der Schwarmfinanzierungsdienstleister verfügt in Bezug auf übertragbare Wertpapiere auch über eine gesonderte Zulassung“. Ein solches Verständnis wohl auch annehmend Majcen ÖBA 2020, 868, 873.

523 Vgl. zum gleichzeitigen Betrieb einer (aufsichtsfreien) Kryptohandelsplattform neben einem Handelsplatz iSd MiFID II Schopper/Raschner ÖBA 2019, 249, 260 f.

524 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.8.

525 Vgl. Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.63.

b) Informations- und Gatekeeper-Anforderungen

In Art. 25 Abs. 3 lit. a–d ECSP-VO werden **übergreifende Anforderungen** für den Betrieb eines Forums festgelegt.<sup>526</sup> Insbesondere werden Pflichten statuiert, damit Anleger auf informierter Grundlage ihre Entscheidungen treffen können,<sup>527</sup> wodurch sich die systematische Verortung des Art. 25 ECSP-VO im Kapitel „Anlegerschutz“ erklärt. Daneben spielen auch Markteffizienzerwägungen eine Rolle,<sup>528</sup> indem auf Kunden und nicht nur Anleger abgestellt wird.<sup>529</sup>

Zunächst müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister ihre Kunden **über die Art des Forums informieren** (lit. a). Dazu zählt insbesondere die Erläuterung, ob der Schwarmfinanzierungsdienstleister (nur) ein Bulletin Board oder auch einen Handelsplatz betreibt. Kunden sind im Falle des Bulletin Boards auch darüber klar und deutlich zu unterrichten, dass jede An- und Verkaufstätigkeit im Ermessen und in der Verantwortung des jeweiligen Anlegers liegt (ErwGr 55 S. 4 ECSP-VO). Des Weiteren müssen Dienstleister ihren Kunden vorschreiben, bei Werbung für den Verkauf eines Produkts das „Basisinformationsblatt“ zur Verfügung zu stellen (lit. b). Aus diesem Grund wird vom Betreiber eine Uploadfunktion zu implementieren und „*by design*“ zu unterbinden sein, dass ein Angebot freigeschaltet wird, dem keine Datei angehängt ist. Es werden auch gewisse **Gatekeeper-Anforderungen** an die Plattformbetreiber gestellt.<sup>530</sup> So müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister im Fall der Kreditvermittlung potenziellen Käufern „Informationen über die Bedienung“ – treffender: „Performance“ – der vermittelten Kredite bereitstellen (lit. c). Anlegerschutzermägungen sprechen dafür, dass sich die Angaben nicht nur auf die durchschnittliche Bedienung der über eine Plattform vermittelten Kredite beziehen müssen, sondern – soweit vorhanden – auf das

---

526 Soweit ersichtlich werden damit im Finanzmarktrecht erstmals Anforderungen an das bloße Betreiben eines Online-Forums gestellt, weshalb die hier formulierten Pflichten auch auf andere Bereiche ausstrahlen können.

527 Vgl. ebenso Hakvoort in Ortolani/Louise, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 13.66.

528 So zu Art. 25 Abs. 3 lit. c ECSP-VO Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, 2021, 37, 72.

529 Zum Kundenbegriff Ziff. II. 2. b).

530 Vgl. Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, 2021, 37, 72. Zur Abgrenzung vom DMA eingangs Ziff. I. aE.

konkret angebotene Projekt.<sup>531</sup> Wenn Kunden als nicht kundige Anleger gelten und ein Produkt kaufen wollen, müssen Dienstleister zudem noch Informationen gemäß Art. 19 Abs. 2 ECSP-VO sowie Risikowarnungen gemäß Art. 21 Abs. 4 ECSP-VO zur Verfügung stellen (lit. d). Daraus kann im Umkehrschluss gefolgert werden, dass für den Erwerb über ein Forum gerade keine Kenntnisprüfung oder Simulation der Verlusttragfähigkeit durchgeführt werden muss.<sup>532</sup>

Speziell für Schwarmfinanzierungsdienstleister, welche die **Verwahrung des Kundenvermögens** nach Art. 10 Abs. 1 ECSP-VO anbieten, sieht Art. 25 Abs. 4 ECSP-VO noch vor, dass diese „von ihren Anlegern, die (ein) solches Interesse anzeigen“ zu verlangen haben, jegliche Änderungen der Eigentumsverhältnisse mitzuteilen. Hintergrund ist die Überprüfung der Eigentumsverhältnisse und die Führung von Aufzeichnungen. Wer von den Vertragsparteien mitteilungs pflichtig ist, wird nicht näher spezifiziert. Aus praktischer Sicht wird es zweckmäßig sein, diesbzgl. Regelungen für die Mitteilungspflicht in die AGB aufzunehmen. Jedenfalls wird eine Notifikation sinnvollerweise erst nach erfolgter Transaktion vorzunehmen sein.

Implizit wird in Art. 25 Abs. 4 ECSP-VO zuletzt noch klargestellt, dass Schwarmfinanzierungsdienstleister **Vorschläge für Referenzpreise** für eine An- oder Verkaufstätigkeit unterbreiten können; diesbzgl. unterliegen sie dann weiteren **Informationspflichten**: *Erstens* ist auf die Unverbindlichkeit der vorgeschlagenen Referenzpreise hinzuweisen. *Zweitens* ist der vorgeschlagene Referenzpreis zu begründen. *Drittens* sind die wichtigsten Elemente der Berechnungsmethode im Einklang mit Art. 19 Abs. 6 ECSP-VO offenzulegen.<sup>533</sup> Welche „key elements“ im Einzelnen dazu gehören, wird sich insofern nach den auf Level 2 noch zu spezifizierenden Anforderungen richten.<sup>534</sup>

### c) Weitere Abgrenzungsfragen

Wie bereits vereinzelt in der Literatur herausgearbeitet wurde, wirft der **Handel von Krediten über Bulletin Boards** noch Folgefragen auf. Gewis-

---

531 AA BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 22.

532 BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 23.

533 Dazu oben Ziff. V. 1. d).

534 Siehe dazu Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503, Chapter II.

se Unklarheiten bestehen dahingehend, ob die Verkaufsmöglichkeit von Krediten über das Forum (oder ggf. auch andere Arten von Marktplätzen) dazu führt, dass diese als „übertragbare Wertpapiere“ iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 1 MiFID II einzuordnen sind.<sup>535</sup> Vom Begriff umfasst sind nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. b MiFID II „die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, wie (...) Schuldverschreibungen oder andere verbrieftete Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten (Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere“. Entgegen manch bisheriger mitgliedstaatlicher Ansichten wird die Ermöglichung des *bilateralen* Handels mit Hilfe des Bulletin Boards außerhalb der Plattform nunmehr eindeutig **nicht mehr zur Umqualifikation** der Kredite als „übertragbare Wertpapiere“ führen.<sup>536</sup> Von der ECSP-VO soll kein multilateraler Handel von Krediten nach eigenständigen Regeln ermöglicht werden, sondern es bleibt insoweit bei den Anforderungen der MiFID II. Erst wenn die dortigen Voraussetzungen erfüllt sind, müssen entsprechende Kredite als Schuldverschreibungen und somit als übertragbare Wertpapiere angesehen werden.<sup>537</sup> Etwaige künftige Anpassungen werden im Rahmen von Art. 45 Abs. 2 lit. m ECSP-VO zu evaluieren sein, wonach über den „Einsatz der in Artikel 25 genannten Foren, einschließlich der Auswirkungen auf den Sekundärmarkt für Kredite, übertragbare Wertpapiere und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“ zu berichten ist.

Der Betrieb eines Bulletin Boards wirft zudem **Abgrenzungsfragen zur Anlage- oder Abschlussvermittlung** iSd § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 bzw. 2 KWG, § 2 Abs. 2 Nr. 4 bzw. 5 WpIG auf. Bei der Anlagevermittlung geht es um „die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten“, während die Abschlussvermittlung

---

535 Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.33, 13.45 ff.; auch Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 54.

536 Vgl. mwN für die Niederlande Hakvoort in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 13.45 ff. und iE Rn. 13.54.

537 Vgl. dazu schon iZm tokenisierten Krediten Ziff. II. 2. a) ff). In diese Richtung auch Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 72; aA zum KOM-E Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 466, der davon ausgeht, dass einem multilateralen System für herkömmliche Darlehen nichts im Weg steht. Für ein solches multilaterales Systems benötigt ein Schwarmfinanzierungsdienstleister zudem eine Zulassung nach der MiFID II, siehe dazu Ziff. V. 6. a).

„die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung“ betrifft.<sup>538</sup> Von der BaFin wurde im Zusammenhang mit der Blockchaintechnologie vertreten, dass Kryptohandelsplattformen, die regional strukturierte kostenpflichtige Verzeichnisse von Kauf- und Verkaufsinteressenten anbieten, in der Regel in der Anlage- und Abschlussvermittlung tätig sind.<sup>539</sup> Eine potentielle Qualifikation als Anlagevermittlung oder Abschlussvermittlung wurde für Plattformbetreiber – vor Erlass der ECSP-VO – ohne nähere Begründung auch für den Bereich des Crowdinvesting in den Raum gestellt.<sup>540</sup> Dieser Sichtweise ist in Bezug auf die hier interessierenden Bulletin Boards nicht beizupflichten:

Hinsichtlich der Anlagevermittlung ist zwar festzustellen, dass die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen iSv Anhang I Abschnitt A Nr. 1 MiFID II nunmehr einen integralen Bestandteil der anlagebasierten Schwarmfinanzierung darstellt.<sup>541</sup> Beim nachgelagerten Bereitstellen eines schwarzen Bretts agiert ein Plattformbetreiber aber gerade nicht als Bote für den Anleger, sodass schon deswegen keine Anlagevermittlung vorliegt.<sup>542</sup> Darüber hinaus fehlt es aufseiten des Betreibers am anpreisenden Verhalten, das für die Anlagevermittlung prägend ist und mit dem die Abschlussbereitschaft des Kunden überhaupt erst herbeigeführt werden soll.<sup>543</sup> Ein Forumbetrieb wird überdies nicht als Abschlussvermittlung einzuordnen sein, weil es bei ordnungskonformer Ausgestaltung keine Kommunikationsmöglichkeiten gibt, die als Anschaffung und Veräußerung im fremden Namen für fremde Rechnung anzusehen wären. Vielmehr wäre eine Qualifikation als Abschlussvermittler nur möglich, wenn ein Dienstleister über das Bulletin Board eine eigene Willenserklärung als Vertreter abgibt.<sup>544</sup> Ob ein Crowdfunding-Sekundärmarkt derart konzipiert ist, ist nach dem objektiven Erscheinungsbild zu bestimmen.<sup>545</sup>

---

538 Siehe weiterführend jeweils das Merkblatt Anlagevermittlung (17.5.2011, geändert am 13.7.2017) sowie das Merkblatt Abschlussvermittlung (7.12.2009, geändert am 11.9.2014).

539 Vgl. zitiert nach Patz BKR 2019, 435, 439 f.

540 Siehe Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers, Fachartikel vom 2.6.2014, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa\\_bj\\_1406\\_crowdfunding.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding.html).

541 Dazu schon oben Ziff. II. 2. a).

542 Vgl. schon Winde, Internet-Plattformen, 2019, S. 191.

543 BGH WM 1993, 1238, 1239.

544 Vgl. so Winde, Internet-Plattformen, 2019, S. 195.

545 Anlehnend an das BGH-Urteil zum illegalen Versicherungsvertrieb von Tchibo, BGH GRUR 2014, 398 Rn. 21 f.

7. Aufbewahrung von und Zugang zu Aufzeichnungen (Art. 26 ECSP-VO)

Schwarmfinanzierungsdienstleister sind verschiedenen, in der ECSP-VO verstreuten **Aufzeichnungspflichten** unterworfen: Artt. 4 Abs. 4 lit. g, 6 Abs. 3, 7 Abs. 3, 22 Abs. 4. Nach ErwGr 56 ECSP-VO sollen Schwarmfinanzierungsdienstleister im „Interesse der Transparenz und einer ordnungsgemäßen Dokumentation der Kommunikation mit Kunden (...) alle relevanten Aufzeichnungen über ihre Dienstleistungen und Transaktionen aufbewahren.“ Der **Regelungszweck** der Aufzeichnungspflichten besteht mithin darin, Transparenz herzustellen. Zwingende Bedingung von Transparenz ist die **Aufbewahrung** und **Zugänglichmachung** der entsprechenden Aufzeichnungen. Dies regelt Art. 26 ECSP-VO, dessen Wortlaut im Wesentlichen selbsterklärend ist. Aus dem Gesetzestext wird allerdings nicht gänzlich deutlich, welchen Personen gegenüber Transparenz konkret geschuldet ist. Weiterführend ist insoweit ein Blick auf den von der Regulationsrichtung vergleichbaren § 83 WpHG. Wie dort bereits der Wortlaut deutlich macht, haben die Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten den **Zweck**, der Aufsicht die **Durchsetzung der Aufsichtspflichten zu erleichtern**. Eine gleichlautende Zwecksetzung wird auch dem Art. 26 ECSP-VO zu unterstellen sein, der aber – wie letztlich auch § 83 WpHG mit seinem Absatz 7 – aufgrund des **zivilrechtlichen Zugangsanspruchs** des Anlegers gemäß Art. 26 lit. b ECSP-VO darüber hinaus auch individuelle Interessen bedient.<sup>546</sup> Relevant ist der Zugangsanspruch des Kunden etwa zur Abmessung und Vorbereitung etwaiger zivilrechtlicher Schadensersatzansprüche. Verletzt der Schwarmfinanzierungsdienstleister die Pflicht aus Art. 26 lit. b ECSP-VO, welche als leistungsbezogene Nebenpflicht zu qualifizieren sein dürfte, so kann er schadensersatzpflichtig gemäß § 280 BGB werden.<sup>547</sup>

Vom zivilrechtlichen Herausgabeanspruch des § 83 Abs. 7 WpHG einmal abgesehen wird hinsichtlich der Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten mit Verweis auf ErwGr 92 DelVO 2017/565 aE angenommen, im Fokus stünden „Anlegerschutz und Marktintegrität“, was überwiegend als systemisch-abstrakte Zielsetzung öffentlich-rechtlicher Natur verstanden

---

546 Zur zivilrechtlichen Einordnung des § 83 Abs. 7 WpHG siehe Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 34.

547 Zur parallelen Situation bei § 83 Abs. 7 WpHG siehe Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 34; aA wohl EBS/Polzig, 4. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 6, die sich jedoch in erster Linie auf die prozessrechtliche Bedeutung der Norm bezieht.

wird.<sup>548</sup> Mangels individualschützenden Charakters sei dementsprechend § 83 WpHG nicht als Schutzgesetz iSd § 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren.<sup>549</sup> Inwieweit man für Art. 26 ECSP-VO diese Ansicht adaptieren kann, ist fraglich, schließlich ist die Norm nicht so ausdifferenziert wie § 83 WpHG formuliert und nimmt in den Begünstigtenkreis die Aufsicht wie auch den Kunden gleichermaßen auf. Unzutreffend ist es jedenfalls, den Verhaltenspflichten der ECSP-VO pauschal einen zivilrechtlichen Bedeutungsgehalt, etwa mit Verweis auf die Anlegerschutzbestimmungen der Artt. 22f. ECSP-VO, abzusprechen.<sup>550</sup> Aus der Tatsache, dass die Verordnung hinsichtlich mancher Pflichten eigene Rechtsfolgenanordnungen enthält, kann nicht allgemeingültig abgeleitet werden, alle Regelungen der ECSP-VO seien nicht mit privatrechtlicher Wirkung ausgestattet.<sup>551</sup>

Für die Aufzeichnung und Aufbewahrung ist ein „dauerhafter Datenträger“ iSd Art. 2 Abs. 1 lit. p ECSP-VO zu verwenden. Üblicherweise genannt werden hier optische Datenspeicher (CD-ROM, DVD), Festplatten, USB-Sticks etc. Papier ist, wie nach Art. 3 DelVO 2017/565, nur ausnahmsweise geeignet.

## 8. Anforderungen für Marketingmitteilungen (Artt. 27f. ECSP-VO)

Das fünfte Kapitel der ECSP-VO enthält Vorgaben hinsichtlich Marketingmitteilungen, die zwar in erster Linie dem Schutz der Anleger dienen,<sup>552</sup> aber auch andere „Kunden“ im Blick haben, sodass sie *strictu sensu* nicht Teil des Investor-Protection-Regimes gemäß Kapitel IV sind.<sup>553</sup>

Marketingmitteilungen werden in Art. 2 Abs. 1 lit. o ECSP-VO **legaldefiniert** als alle Informationen oder Mitteilungen eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters über seine Dienstleistungen, die einerseits (i) an potenzielle Anleger jedoch andererseits auch (ii) an potenzielle Projektträ-

---

548 Vgl. etwa Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 3 f.

549 Fett in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 83 Rn. 4; Koller in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Auflage 2019, WpHG § 83 Rn. 1; aA Binder in Staub 11/2 7. Teil Rn. 110.

550 Für eine weitgehend aufsichtsrechtliche Interpretation der von der ECSP-VO statuierten Verhaltenspflichten Buck-Heeb BKR 2022, 169 f.

551 Burchardi EuZW 2021, 1013, 1017 f.

552 Vgl. schon zum Vorschlag Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201.

553 Ähnlich BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Rennig, 15.5.2022, WpHG § 32c Rn. 25.

ger gerichtet sein können; ausgenommen von der Begriffsbestimmung sind nur die nach der ECSP-VO offenzulegenden Angaben für Anleger. Erfasst sind somit sämtliche Informationen – letztlich unabhängig von ihrem Verbreitungsmedium –, die den Kunden dazu veranlassen sollen, Schwarmfinanzierungsdienstleistungen in Anspruch zu nehmen oder in Schwarmfinanzierungsprojekte zu investieren.<sup>554</sup> Ausgeschlossen werden damit bloße Imagewerbung und andere allgemeine Angaben ohne Bezug zu den Schwarmfinanzierungsdienstleistungen.<sup>555</sup>

Die Regeln über das Schwarmfinanzierungsmarketing werden von der ECSP-VO weitgehend dem nationalen Recht überlassen. Art. 27 ECSP-VO formuliert jedoch spezifische Anforderungen für den Inhalt, die Gestaltung und die Verbreitung. Im Großen und Ganzen ähneln die normierten Pflichten freilich bereits bestehenden Bestimmungen des (Primär-)Marktrechts (insbesondere der ProspektVO und des WpPG, zT auch der MiFID II [Art. 24 Abs. 3<sup>556</sup>]); eine Orientierung an die existierenden Standards ist daher möglich und sinnvoll. Im unmittelbaren Vergleich variiert freilich die Detailliertheit der zitierten Bestimmungen.<sup>557</sup> **Nicht** durch Art. 27 f. ECSP-VO geregelt werden Vorgaben an das **Marketing der Projektträger**.<sup>558</sup> Die entsprechenden Gebote folgen hier insbesondere aus dem UWG.

#### a) Inhaltliche Vorgaben für Schwarmfinanzierungsdienstleister

Nach Art. 27 Abs. 1 ECSP-VO müssen Marketingmitteilungen des Schwarmfinanzierungsdienstleisters eindeutig als solche erkennbar sein. Dies umfasst sowohl Informationen über die eigenen als auch über die an Dritte ausgelagerten Dienste. In Bezug auf die **Erkennbarkeit als Marketingmitteilungen** kann grundsätzlich auf die Literatur zu Art. 22 Abs. 3 ProspektVO sowie § 7 Abs. 2 WpPG zurückgegriffen werden. Informatio-

---

554 Vgl. zum tradierten Verständnis im Anwendungsbereich des § 63 WpHG BaFin, Rundschreiben 05/2018 (WA), MaComp vom 19.4.2018 (28.3.2022), BT 3.1.1, Nr. 1.

555 Letztlich so wie im Anwendungsbereich des § 63 WpHG, vgl. Rothenhöfer in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020, WpHG § 63 Rn. 149.

556 Ebenso zB Goanta/Louise/Ortolani in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 14.08.

557 Ähnlich schon Riethmüller BKR 2022, 149, 150.

558 Dazu näher ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.7.

nen, die sich an nicht kundige Anleger richten, müssen demnach mit dem Wort „Marketingmitteilung“ deutlich gekennzeichnet sein.<sup>559</sup>

Weiterhin darf vor Abschluss der Kapitalbeschaffung für ein (geplantes) Projekt **nicht in unverhältnismäßiger Weise einzelfallbezogene Werbung** gemacht werden (vgl. Art. 27 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO). Es müssen alle (potenziellen) Projektträger von der Plattform diskriminierungsfrei und fair behandelt werden.<sup>560</sup> Schwarmfinanzierungsdienstleister dürfen sich also bei ihren Marketingbemühungen nicht ausschließlich oder zu stark auf ein Projekt oder eine Gruppe von Projekten konzentrieren, wengleich laut Q&A der ESMA eine gewisse Ausnahme anhand *objektiver Kriterien* möglich sei.<sup>561</sup>

Entgegen dem ursprünglichen Vorschlag der Kommission hat die Klarstellung, dass sich Dienstleister auf erfolgreich abgeschlossene Angebote berufen können, keinen Eingang in die Erwägungsgründe der ECSP-VO gefunden.<sup>562</sup> Derartige Marketingmitteilungen, die sich nur oder in hohem Maße auf Projekte konzentrieren, für die ein Fundraising bereits beendet ist, werden vom Wortlaut wie auch Normzweck des Absatzes 2 aber von vornherein nicht erfasst.<sup>563</sup>

In Art. 27 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO wird sodann nochmals die Pflicht dupliziert, dass die enthaltenen Informationen **redlich, eindeutig und nicht irreführend** sein müssen (siehe bereits Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO).<sup>564</sup>

---

559 Schlitt/Ries in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, 4. Auflage 2022, Art. 22 ProspektVO Rn. 18; auch Schlitt/Ries in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kommentar, 4. Auflage 2022, § 7 WpPG Rn. 9.

560 Bereits zum etwas anders lautenden Kommissionsvorschlag Will/Quarch WM 2018, 1481, 1489; ebenso Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 467.

561 Siehe näher ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.18, die demonstrativ die Konzentration auf (a) ein bestimmtes Geschäftsfeld und/oder ein bestimmtes nachhaltiges Entwicklungsziel, (b) auf einen bestimmten geografischen Standort und (c) auf bestimmte Finanzierungsstadien als zulässige Kriterien nennt.

562 Dazu noch Will/Quarch WM 2018, 1481, 1489 f.; ebenso Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 467. Siehe den Vergleich zum angenommenen Text bei Goanta/Louisse/Ortolani in Ortolani/Louisse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 14.20.

563 Vgl. auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.18, die allerdings für den hierbei zu beachtenden Rechtsrahmen noch auf Art. 3 Abs. 2 und 3 ECSP-VO verweist.

564 Dabei ist zwar anstelle von „redlich“ die Rede von „fair“; im Ergebnis ist dies freilich unterschiedslos. Siehe auch den englischen Wortlaut. Dazu oben Ziff. V. 1. a).

Ergänzend müssen die Informationen bei Vorliegen eines Anlagebasisinformati-  
onsblatts mit diesem bzw. bei Nichtvorliegen mit den in der ECSP-  
VO im Übrigen zwingend vorgeschriebenen Informationen übereinstim-  
men. Damit besteht auch beim Marketing von Crowdfunding-Projekten  
ein **Konsistenzgebot**.<sup>565</sup>

In Art. 27 Abs. 3 ECSP-VO erfolgt eine **Sprachenregelung**: Schwarmfi-  
nanzierungsdienstleister müssen die Mitteilungen entweder (a) in einer  
der *Amtssprachen* des Mitgliedstaats oder (b) einer von den zuständi-  
gen Behörden dieses Mitgliedstaats *akzeptierten Sprache*<sup>566</sup> verfassen.<sup>567</sup>  
**Bei grenzüberschreitenden Marketingaktivitäten** besteht eine **Überset-  
zungspflicht**, sofern die Marketingkommunikationen für das Zielland  
nicht den obigen Anforderungen (dh Amtssprache oder akzeptierte Spra-  
che) bereits entsprechen (näher ErwGr 60 ECSP-VO).<sup>568</sup> Da von der BaFin  
keine anderen Sprachen akzeptiert werden, müssen Marketingmitteilun-  
gen von einem andernorts zugelassenen Dienstleister bei einem Vertriebs-  
fokus auf Deutschland somit in deutscher Sprache verfügbar sein. Im Fall  
von Auslandsaktivitäten müssen Dienstleister mithin (nur) die nationalen  
Marketingvorschriften des Mitgliedstaats, in dem sie verbreitet werden,  
beachten.<sup>569</sup> Nach Art. 27 Abs. 4 ECSP-VO sind die zuständigen Behörden  
des Mitgliedstaats, in dem Marketing betrieben wird, zur Überwachung  
der Einhaltung und Durchsetzung berufen.

Unionsweit harmonisiert wird die behördliche Vorabkontrolle von Mar-  
ketingmitteilungen. Im Unterschied zur Vermarktung von AIFs<sup>570</sup> dürfen  
die zuständigen Behörden im Anwendungsbereich der ECSP-VO **keine  
vorherige Genehmigung oder Notifizierung** verlangen (Art. 27 Abs. 5  
ECSP-VO). Somit ist zwar keine *ex-ante*-Kontrolle durch die Aufsicht vor-  
gesehen, nach Art. 30 Abs. 2 lit. b ECSP-VO können die zuständigen Be-  
hörden allerdings **ex post** tätig werden. Im Einklang mit § 10 Abs. 4 Nr. 2  
lit. c WpHG besteht für die BaFin damit ua die Möglichkeit, Marketing-

---

565 Vgl. Schlitt/Ries in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht Kom-  
mentar, 4. Auflage 2022, § 7 WpPG Rn. 13 f.

566 Die in den Mitgliedstaaten jeweils akzeptierten Sprachen werden grundsätzlich  
den für Anlagebasisinformati-  
onsblätter zulässigen Sprachen entsprechen, die  
nach Art. 23. Abs. 5 ECSP-VO auf der Webseite der ESMA abrufbar sind. Wohl  
auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.6.

567 Vgl. dies betonend auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.5.

568 Vgl. auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.3.

569 Siehe dazu und zum Folgenden auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.8;  
auch Majcen ÖBA 2020, 868, 875.

570 DelVO 2019/1156; dazu Majcen ÖBA 2020, 868, 875.

mitteilungen zu untersagen oder für jeweils höchstens zehn aufeinander folgende Arbeitstage auszusetzen. Eine Ausnahme vom soeben Gesagten besteht nur dadurch, dass Dienstleister gemäss Art. 12 Abs. 2 lit. d ECSP-VO als Teil des Zulassungsantrags eine Beschreibung ihrer beabsichtigten Vermarktungsstrategie vorlegen müssen (dazu genauer Anhang, Feld 5.3 der DelVO 2022/2112).<sup>571</sup>

## b) Behördliche Veröffentlichungspflichten

Art. 28 Abs. 1 ECSP-VO verpflichtet die zuständigen nationalen Behörden, die jeweiligen **nationalen Marketingvorschriften, deren Einhaltung sie überwachen**,<sup>572</sup> auf ihren Internetseiten **zu veröffentlichen** und diese auf dem neuesten Stand zu halten.<sup>573</sup> Nach Art. 28 Abs. 2, 3 ECSP-VO sind der ESMA jeweils unverzüglich aktualisierte Zusammenfassungen der einschlägigen Vorschriften in einer in der internationalen Finanzwelt gebräuchlichen Sprache zu übermitteln. Wie dies im Einzelnen zu erfolgen hat, wird gemäß Art. 28 Abs. 5 ECSP-VO auf Level 2 in der DVO 2022/2123 festgelegt, die Standardformulare, Vorlagen und Verfahren für die Veröffentlichung der nationalen Vorschriften über Marketinganforderungen näher spezifiziert. Nach Erhalt der Informationen hat die **ESMA ebenfalls eine Übersicht über die nationalen Vorschriften für Marketingkommunikation** auf ihrer Webseite **publik** zu machen (Art. 28 Abs. 6 ECSP-VO).<sup>574</sup> Zugrundeliegender Telos der Veröffentlichungspflichten ist dabei sowohl die **Gewährleistung der Rechtssicherheit** für grenzüberschreitend tätige Dienstleister als auch eine **Erleichterung neuer Markteintritte** (vgl. ErwGr 58 ECSP-VO). Ob dieses Ziel gegenwärtig erreicht wird, scheint aufgrund eines offenbar unterschiedlichen Verständnisses

---

571 Darauf hinweisend auch Goanta/Louise/Ortolani in Ortolani/Louise, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 14.21.

572 Laut englischem Verordnungswortlaut umfasst dies „national laws, regulations and administrative provisions“.

573 Art. 28 Abs. 4 ECSP-VO sieht in diesem Zusammenhang noch vor, dass die zuständigen Behörden auf ihren Internetseiten anderweitige Kontaktdaten veröffentlichen müssen, wenn sie nicht für die Überwachung der Einhaltung und Durchsetzung zuständig sind.

574 Siehe ESMA35–42–1305, 10 November 2021, Tabelle 3, abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305\\_crowdfunding\\_tables.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf).

der zuständigen Behörden allerdings zweifelhaft.<sup>575</sup> Insofern bleibt abzuwarten, ob der Europäische Gesetzgeber hier nochmals nachschärfen wird. Um die regulatorischen Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten besser zu verstehen, müssen die zuständigen Behörden der ESMA nach Art. 28 Abs. 8 ECSP-VO einen detaillierten **Jahresbericht** über ihre Durchsetzungsmaßnahmen vorlegen (siehe auch ErwGr 59 ECSP-VO).

### c) Haftung für Marketingmitteilungen

Mit Blick auf die umfangreichen Haftungsvorgaben für das Anlagebasisinformationsblatt überrascht, dass die Verordnung keine korrespondierenden Bestimmungen für fehlerhafte oder irreführende Marketingmitteilungen enthält.<sup>576</sup> Vertragsabschlüsse auf digitalen Marktplätzen sind geprägt von „Zeitdruck und Ungeduld“.<sup>577</sup> Deshalb erheben sich Zweifel, ob die theoretisch vorausgesetzte Bedeutung der Anlagebasisinformationsblätter *in praxi* zutreffend ist. Der ungeduldige Anleger wird sich oftmals ganz wesentlich von den Marketingmitteilungen zu einer Entscheidung verleiten lassen. Daher ist die verhaltenssteuernde Wirkung des Haftungsrechts<sup>578</sup> hinsichtlich dieser Angaben unverzichtbar. Da die Thematik außerhalb der ECSP-VO liegt, kann diese Lücke fallabhängig durch einen Rückgriff auf die allgemeine Haftung wegen Verletzung einer Pflicht aus dem Plattformnutzungsvertrag oder nach den Grundsätzen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung (ieS) geschlossen werden.<sup>579</sup>

---

575 So wird etwa von der österreichischen FMA als relevante Marketingvorschrift (nur) das Schwarmfinanzierung-Vollzugsgesetz gemeldet, von der lettischen „Financial and Capital Market Commission“ hingegen die Gesetze betreffend Werbung, unlautere Geschäftspraktiken sowie Schutz der Verbraucherrechte angeführt. Von der BaFin wurden wiederum gar keine Marketingvorschriften gemeldet („No measures / national regime in place“). Wie hier kritisch Kaufmann ZFR 2022, 531, 532.

576 Bereits Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 247

577 Dornis ZfPW 2022, 310, 330.

578 Siehe im Überblick dazu Wagner VersR 1999, 1441 ff.

579 Dazu auch oben Ziff. V. 5. f) dd) am Ende.