

BENEDIKT M. QUARCH

# Die Europäische Regulierung des Crowdlendings

*Schriften zum  
Recht der Digitalisierung*

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

2





Benedikt M. Quarch

# Die Europäische Regulierung des Crowdlendings

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

Mohr Siebeck

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

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

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

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

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

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

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

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

Printed in Germany.

*Meinen Eltern & M.*



## Vorwort

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

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

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

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

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

Düsseldorf, im Februar 2020

Benedikt M. Quarch





# Inhaltsübersicht

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

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

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Inhaltsübersicht .....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXIX

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

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

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

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

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

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

ee) Zwischenergebnis . . . . .	112
ff) Neue Entwicklungen: Automatisierte Anlage . . . . .	112
gg) Ergebnis für herkömmliches Crowdlending . . . . .	113
hh) Einordnung in die Institutionalisierungsentwicklungen . . . . .	113
b) Ex-post-Informationsasymmetrie . . . . .	114
5. Zusammenfassung . . . . .	114
III. Risiken . . . . .	115
1. Im Vergleich: Risikomanagement der Banken . . . . .	115
2. Risikomanagement beim Crowdlending . . . . .	117
a) Risikomanagement nur durch die Anleger . . . . .	117
b) Volles Risiko alleine bei den Anlegern . . . . .	118
3. Neuere Ansätze . . . . .	119
4. Ergebnis . . . . .	119
IV. Teilnahmekosten . . . . .	119
V. Transformationsprobleme . . . . .	120
1. Losgrößentransformation . . . . .	120
2. Fristentransformation . . . . .	121
a) Im Vergleich: Fristentransformation bei einer Bank . . . . .	121
b) Fristentransformation beim Crowdlending . . . . .	123
VI. Ergebnis . . . . .	123
<i>D. Weitere Erklärungsansätze für die Existenz des Crowdlendings</i> . . . . .	124
I. Kreditnehmer . . . . .	124
II. Kreditgeber . . . . .	126
III. Reaktion der Banken . . . . .	127
IV. Ergebnis . . . . .	129
<i>E. Ergebnisse</i> . . . . .	129
Kapitel 5: Konsequenzen für die Regulierungsgestaltung des Crowdlendings . . . . .	131
<i>A. Einleitung</i> . . . . .	131
<i>B. Analyse des Regulierungsfeldes</i> . . . . .	131
I. Ursprünge . . . . .	131
II. Verschiedene Modelle . . . . .	132
1. Echtes Crowdlending . . . . .	132
2. Unechtes Crowdlending . . . . .	133
3. Wertpapierbasiertes Crowdlending . . . . .	133
4. Balance sheet loans . . . . .	133
5. Gemeinsamkeit der Modelle ist das trilaterale Verhältnis . . . . .	134
III. Verschiedene Akteure . . . . .	134
1. Anleger . . . . .	134
a) Bedeutung der institutionellen Anleger . . . . .	134
b) Interessenkonflikte des Plattformbetreibers . . . . .	136
c) Kleinanleger . . . . .	137



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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



# Abkürzungsverzeichnis

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

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

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

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

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



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

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

*Erster Teil*

**Einführung und Bestimmung  
des Untersuchungsgegenstands**



## Kapitel 1

# Einführung

## A. Digitale Disruption

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

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

Die Digitalisierung, also die Informationsverarbeitung mittels binären Zahlen-codes aus 1 und 0,<sup>2</sup> hat vor allem mit der weltweiten Vernetzung von Computern durch das Internet<sup>3</sup> eine globale Kommunikationsplattform geschaffen, die es der Menschheit ermöglicht, quasi überall in Echtzeit miteinander in Verbindung zu stehen.<sup>4</sup> Häufig wird die Verbreitung dieser Technologien auch als dritte Stufe der Industriellen Revolution<sup>5</sup> eingeordnet und damit in eine historische Entwicklungslinie mit den fundamentalen Umwälzungen des 18. und 19. Jahrhunderts gesetzt.<sup>6</sup> Weitergehend als damals wird der technische Fortschritt heute allerdings in allen Lebensbereichen genutzt – sei es im Rahmen der grundlegenden Veränderung der Sozialbeziehungen durch die „Sozialen Medien“,<sup>7</sup> bei der Neuorientierung der industriellen Produktion durch das „Internet der Dinge“<sup>8</sup> oder aber im Zusammenhang mit dem Wandel der Finanzindustrie.<sup>9</sup>

---

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

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

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

<sup>4</sup> *Rödter*, 21.0, 2015, S. 22, 25; vgl. zur digitalen Disruption auch *Deipenbrock*, *ZVglRWiss* 118 (2019), S. 285.

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

<sup>6</sup> *Bundesministerium für Wirtschaft und Energie*, *Industrie 4.0 und Digitale Wirtschaft*, 2015, S. 9; *Rödter*, 21.0, 2015, S. 27.

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

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

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

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

## B. Plattformökonomie in der „Sharing Economy“

Eine jener disruptiven Entwicklungen ist das Aufkommen zahlreicher Internetplattformen, die als metaphorische „Spinne im Netz“ Anbieter<sup>13</sup> und Nachfrager von Waren oder Dienstleistungen mithilfe digitaler Kommunikationstechnologien weltweit verknüpfen.<sup>14</sup> In Anbetracht der mittlerweile teils übermächtigen Marktstellung solcher Plattformen – genannt seien nur *Facebook*, *Airbnb*<sup>15</sup> und *Uber*<sup>16</sup> – spricht die Forschung inzwischen auch von einer Plattformökonomie.<sup>17</sup>

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

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

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

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

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

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

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

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

Dabei treten die Plattformen in der Regel nicht selbst als Verkäufer oder Anbieter auf,<sup>18</sup> sondern ermöglichen einen direkten Austausch zwischen den Nutzern.<sup>19</sup> Diese globale, unmittelbare Verknüpfung gleichgesinnter Marktteilnehmer – im Englischen „peers“ genannt – hat an vielen Stellen auch dazu geführt, dass verfügbare Ressourcen gemeinschaftlich und damit häufig effizienter genutzt werden können.<sup>20</sup> Die so geschaffenen „Peer-to-Peer“-Beziehungen sind damit auch Ausdruck einer Ökonomie des Teilens,<sup>21</sup> die unter dem Schlagwort „Sharing Economy“ bekannt geworden ist.<sup>22</sup> Ein wesentlicher Teil davon ist das Crowdsourcing,<sup>23</sup> also die internetbasierte Auslagerung von Aufgaben an eine undefinierte Menge.<sup>24</sup> Die dadurch gewonnene „Schwarmintelligenz“<sup>25</sup> wird inzwischen in ganz unterschiedlichen Bereichen genutzt, von der alternativen Streitbeilegung<sup>26</sup> bis hin zur Ausarbeitung einer Verfassungsreform.<sup>27</sup>

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## C. Regulatorische Herausforderungen

Unter diesen Rahmenbedingungen steht das Recht als Regelungsmacht<sup>30</sup> vor großen – potentiell ebenfalls disruptiven – Herausforderungen.<sup>31</sup> Dies liegt vor allem daran, dass die digitalen Technologien nämlich – wie angedeutet – durch eine natürliche Grenzenlosigkeit geprägt sind,<sup>32</sup> die es dem Recht erschwert, passende Anknüpfungspunkte für die Regulierung der handelnden Plattformbetreiber zu finden. Die auch als „zweite Globalisierung“<sup>33</sup> bezeichnete zunehmende transnationale Entgrenzung der Online-Welt könnte dafür sprechen, auch einen transnationalen Gesetzgeber mit der rechtlichen Reaktion auf die plattformbasierten, digitalen Disruptionen zu betrauen.<sup>34</sup> Dieser sähe sich dann aber mit dem Problem konfrontiert, die innovativen Angebote der Digitalisierung in das bestehende Regelungsnetz, das häufig nicht technikoffen gestaltet ist, zu integrieren.<sup>35</sup> Schlaglichtartig ist nämlich nicht von vornherein sichergestellt, dass auch die von einem fast übermächtigen Plattformbetreiber verwalteten Algorithmen, die Anbieter und Nachfrager unmittelbar und ohne Umweg über andere „Mittelsmänner“ automatisiert zusammenbringen, den für die menschliche Interaktion geltenden Regulierungen folgen. Auf den ersten Blick scheint inzwischen vielmehr *Lawrence Lessigs* legendäre Feststellung „Code is Law“ die Realität abzubilden,<sup>36</sup> zumal die digitalen Innovationen – gleichsam proteisch – ihre realen Erscheinungsformen ständig ändern.

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

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

<sup>30</sup> Erneut *Boehme-Neßler*, NJW 2017, 3031 (3033).

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

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

<sup>33</sup> *Rödder*, 21.0, 2015, S. 55 ff.

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

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

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

## D. Digitalisierung des Finanzmarkts

Schon deshalb und angesichts der schier Menge plattformbasierter Geschäftsmodelle in der heutigen Zeit<sup>37</sup> können die so angerissenen regulatorischen Grundfragen der digitalen Disruption hier nicht umfassend dargestellt werden. Diese Untersuchung beschränkt sich daher *pars pro toto* auf einen repräsentativen Teil, aus dessen Analyse sich auch abstraktere Richtungsentscheidungen ableiten lassen.

Nicht nur einschlägige wissenschaftliche Veröffentlichungen<sup>38</sup> und politische Schritte sowohl der Europäischen Kommission<sup>39</sup> als auch der Bundesregierung,<sup>40</sup> sondern auch die kontinuierlich hohen Wachstumsraten und die deswegen immer weiter zunehmende ökonomische Bedeutung<sup>41</sup> rücken dabei vor allem die Digitalisierung des Finanzmarkts in den Fokus.<sup>42</sup> Gemeinhin werden die technischen und wirtschaftlichen Disruptionen in diesem Gebiet unter dem Neologismus „FinTech“ zusammengefasst.<sup>43</sup>

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>44</sup> Näher unten S. 60 ff.

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



geber grds. ohne eine dazwischengeschaltete Bank zusammen. Die Kapitalgeber investieren dann gemeinsam jeweils kleinere Beträge in ein konkretes Projekt des Kapitalsuchenden.<sup>46</sup> Dieser nutzt die über eine Internetplattform vermittelte „Crowd“,<sup>47</sup> um sein Projekt – gewissermaßen schwarmintelligent – durch viele einzelne, kleinere Beträge zu finanzieren.<sup>48</sup> Beim Crowdfunding, das insofern unmittelbar im Schnittfeld von Plattformökonomie und „Sharing Economy“ liegt, besteht die digitale Disruption folglich darin, dass jedenfalls auf den ersten Blick die herkömmlicherweise durch eine Bank geprägte Finanzierungsstruktur aufgebrochen wird. Der Softwareunternehmer *Bill Gates* fasste diesen Gedanken – dessen Stichhaltigkeit zu untersuchen sein wird<sup>49</sup> – einst treffend zusammen: „Banking is necessary, banks are not.“<sup>50</sup>

## E. Crowdfunding und seine Ausprägungen

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

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

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

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

<sup>49</sup> Näher unten S. 57 ff.

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

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

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

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

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

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

rungen vor allem in Deutschland allerdings häufig auch als partiarische Darlehen ausgestaltet, stellen sich letztlich also nicht mehr als wirkliche Eigenkapitalbeteiligung dar.<sup>56</sup> Im Rahmen des Crowddonatings<sup>57</sup> werden hingegen lediglich Spenden gesammelt, sodass keine Gegenleistung gewährt wird.<sup>58</sup>

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

## F. Crowdlending als ökonomisch bedeutsame globale Entwicklung

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dieses Wachstum zeigt sich auch in Kontinentaleuropa. So vervielfachte sich das Crowdlending-Finanzierungsvolumen hier im Jahr 2015 von 367,72 Millionen Euro<sup>70</sup> auf rund 577 Millionen Euro<sup>71</sup> und im Jahr 2017 schließlich auf knapp 2 Milliarden Euro.<sup>72</sup> Führende Nationen sind Deutschland, Frankreich und die Nie-

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Sachregister

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

- Gebühren 71, 102–103
- Crowdsourcing 5
- Cyber-Sicherheit 132, 138, 368, 427–428, 506–507
  
- Darlehensvermittlungsvertrag 396–397
- Datenschutz 212–221
  - Automatisierte Entscheidungsfindung 215–220
- Digitalisierung 4, 7–8, 529–538
  - digitaler Binnenmarkt 423–424
  - Finanzmarkt 7–8
- Disruption 3, 60, 86, 131, 146, 529–538
  - Verbrauchercreditmarkt 245
- Due Diligence 461
  
- E-Geld 194–196
- Economies of scale/ siehe Skaleneffekte
- Effet utile* 256, 422, 445
- Eigenkapital für Plattformen 502–503
- Eine-Schicht-Regulierungsmodell 483–485
- Einlagensicherung 236–241
  - Treuhandkonten 239–240
- ELTIF 283, 296
- ESMA 453–454, 467–468, 488
- Europäische Bankenunion 236–237
  - Europäische Einlagensicherung 237
- Europäischer Pass 154, 425, 444
  - Crowdlending 192, 211
- European Crowdfunding Network* 12, 407–408, 430
- European Currency Unit 242
  
- Financial illiteracy 108, 323, 427, 495, 518, 519, 525
- Finanzinstrumente (KWG) 356
  - Crowdlending 357–359, 434–435
- Finanzkrise 33, 41, 114, 117, 122, 126, 135, 202, 236, 246, 259, 418, 426, 497, 517
- FinTech 7, 60–64, 131, 146, 178–180, 274, 339, 422–428, 529–531
  - Aktionsplan 13, 422–428
- Friendly Societies 58, 86, 131
- Fristentransformation 121–123, 142
  - Prolongation 122
  - Substitution 122
- Gatekeeper 106–107, 124, 141, 303, 354, 491–492, 526
- Geldwäsche 33–34, 196–202, 290, 326, 370, 526
- Generalklauselartige Regulierung 321–322, 336, 486, 500, 534–538
- Gesetzesfolgenabschätzung 48–54, 131, 144, 151, 497–480
  - Crowdlending 54–55, 131
  - Schema 51–54
- Gewährleistungsverwaltung 24
- Gewerberecht 376–385
  - FinVermV 380–382
  - ImmVermV 384–385
  - MaBV 378–379
- Gewerbsmäßigkeit (KWG) 345–346
- Gewinnmaximierung 126
- Globale Regulierung 6, 426, 482
- Gold Plating 372, 489
- Gütesiegel 37, 299, 306, 407–408, 450, 488
  
- Haftung für fehlerhafte Informationen 325, 393, 514
- Handel treiben/ siehe Algorithmischer Handel
- Höchststanlagesummen 296–297, 322–323, 391–392, 402–403, 474, 522–525
  
- Industrielle Revolution 3
- Information overload 235, 258, 271, 427, 464, 520–522, 525
- Informationsasymmetrie 93, 103–115, 224, 235, 426, 517
  - Ex-ante-Informationsasymmetrie 108–114, 141
  - Ex-post-Informationsasymmetrie 114–115, 141
- Informationstechnologische Sicherheit/ siehe Cyber-Sicherheit
- Initial Coin Offerings 63
- Innovation 4, 146–150, 301–302, 309, 330, 422, 450–451, 481–482, 538
- Innovationsprinzip 148–150, 301
- Institutioneller Wettbewerb 447–451, 475–476
- Integrationsindikator 416
- Interdependenz der Finanzmärkte 114, 145, 418
- Interessenkonflikte 112, 136–137, 139, 457–459

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

- Ratingagentur-Verordnung 202–212
- Schematisches Modell 208, 217, 325
- Ratingagentur 203–212
  - siehe auch Rating
- Rechtspolitik 13–14, 529–538
- Rechtssicherheit 326, 398, 446, 484, 530, 535
- Rechtsvergleich 12
- Regulatory artifact 74, 143, 173, 343, 349, 370, 397, 491, 494, 500
- Regulatory Choice 47–55,
- Regulierung 17, passim
  - enger Regulierungsbegriff 20–21
  - Innovation als Ziel 146–148
  - Instrumente 35–45
  - Meta-Ziele 26–30
  - prinzipienbasierte 36–37, 306, 372, 455, 475, 486–487, 500
  - regulation im US-amerikanischen Sinne 17–19
  - weiter Regulierungsbegriff 21–23
  - Ziele der Finanzmarktregulierung 30–34, 144–146
- Regulierungsarbitrage 446–453
- Risikomanagement 115–118, 142, 368, 420, 495, 504, 518–525
  - cross-border risk sharing 420, 483
  - intertemporale Risikoglättung 116, 118, 142
  - Querschnittsrisikoteilung 115, 118, 142, 420
  - Reservenbildung 116, 118
- Robo Advisor 63, 78, 137
- Römische Verträge 417
  
- Schwarmfinanzierung 388–394
- Schwarmintelligenz 5
- Scoring/siehe Rating
- Sektorale Regulierung 267, 531–532
- Sekundärmarkt 81–84, 123, 139, 142, 157–159, 466, 473–474, 517–518
- Selbstregulierung 38–43, 407–409
  - regulierte 39–40, 42, 327–328, 409, 487–488
- Sharing Economy 5, 79
- Singularregulierung 306, 533–534
  
- Skaleneffekte 101
- Skin in the game 136, 458–459, 505–506, 515
- Soft law 38
- Suitability test 290, 464–465, 522
- Systemstabilität 33
  
- Technikoffenheit 6, 167, 336–337, 531, 538
- Transaktionskosten 92, 100–103, 416, 419–420, 447–448, 480, 484, 489–491
- Trilaterales Verhältnis 134, 437, 491–493
- TrustBuddy* 140, 253–257, 408, 493, 530
  
- Verbraucherdarlehen 138, 368–370
- Verbraucherkreditregulierung 244–271, 497–498, 525–526
  - Fernabsatz-Finanzdienstleistung 267–271
  - Frankreich 297–299
  - Immobilienkredite 258–267
  - Kreditvermittler 248–249, 259, 264–266, 270
  - Plattform als Kreditgeber 250–257, 298
- Verbraucherschutz 138, 440
- Vermögensanlagen 356–359, 385–395
  - öffentliches Angebot 386–387
- Vermögensanlageninformationsblatt 392–394, 402
- Vermögensverwaltung/siehe Portfolioverwaltung
  
- Währungsunion 415
- Wertpapierinformationsblatt 395–396
- Window dressing 110, 463–464, 515
  
- Zahlungsdienstleistungen 178–193, 459, 473
  - „open access“ 180
  - Crowdlending 180–181
  - Kontoinformationsdienst 187–190, 192
  - Zahlungsauslösedienst 184–187
- Zahnradregulierung 405, 533
- Zwei-Schichten-Regulierungsmodell 443–452, 468–469