

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	13
Abkürzungsverzeichnis	23
Kapitel 1: Einführung	31
A. Untersuchungsgegenstand	31
I. Ausgangslage	31
II. Problemstellung	43
B. Gang der Untersuchung	48
Kapitel 2: Der zentrale Begriff „Crowdfunding“	51
A. Entstehung	51
I. Etymologie	52
II. Zwischenergebnis	68
B. Begriffsbestimmung – Definition	68
C. Abgrenzung zu weiteren Crowdfunding-Arten	75
I. Donation-Based	79
II. Reward-Based	80
III. Crowdlending/Debt-Based/Lending-Model	85
IV. Zusammenfassung	89
D. Entwicklung – Historisches	89
I. „New way to do something old“	90
II. Die Entwicklung des modernen Crowdfunding in den USA	97
	9

Inhaltsübersicht

E.	Abgrenzung zu weiteren Finanzierungsarten	100
I.	Venture Capital / Private Equity	102
II.	Business Angels	108
III.	Hedgefonds	110
IV.	Inkubatoren/Acceleratoren	115
V.	Staatliche Beteiligung	117
VI.	Zusammenfassung	118
Kapitel 3:	Der Rechtsrahmen für Investment Crowdfunding in den USA	121
A.	Rechtslage vor Inkrafttreten des CROWDFUND Act	121
I.	Wichtige Etappen der Finanzmarktregulierung	121
II.	Investment Crowdfunding gemäß alter Rechtslage	136
III.	Entwicklung der Gesetzgebung	172
B.	Vorschriften des CROWDFUND Act	194
I.	Überblick	195
II.	Die Vorschriften im Einzelnen	197
III.	Zusammenfassung	264
C.	Proposed und Final Crowdfunding Rules der SEC	267
I.	Reichweite der Regelungsbefugnis der SEC	268
II.	Zeitraum zur Ausarbeitung der Regelungen	270
III.	Grundgedanken der SEC bei der Ausarbeitung der Regelungen	271
IV.	Die Regelungen im Einzelnen	275
D.	Ausblick und aktuelle regulatorische Bestrebungen	465
E.	Gesamtfazit zur Regulierung von Investment Crowdfunding	467
Kapitel 4:	Rechtsrahmen in Deutschland	473

A.	Investment Crowdfunding in Deutschland	473
I.	Entwicklung von Investment Crowdfunding in Deutschland	474
II.	Rechtsrahmen vor Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes (KASG)	476
III.	Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) im Überblick	478
B.	Kurzfasit zur Situation in Deutschland	486
Kapitel 5:	Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Arbeit in Thesen	489
	Literaturverzeichnis	505
	Stichwortverzeichnis	533

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
Kapitel 1: Einführung	31
A. Untersuchungsgegenstand	31
I. Ausgangslage	31
II. Problemstellung	43
B. Gang der Untersuchung	48
Kapitel 2: Der zentrale Begriff „Crowdfunding“	51
A. Entstehung	51
I. Etymologie	52
1. Anglizismus aus deutscher Sicht	53
2. Neologismus aus US-amerikanischer Sicht	54
3. Crowdsourcing	55
a) Crowd	56
b) Outsourcing	58
c) Inhaltliche Bedeutung von „Crowdsourcing“	59
4. Microfinance/Microlending	65
II. Zwischenergebnis	68
B. Begriffsbestimmung – Definition	68
C. Abgrenzung zu weiteren Crowdfunding-Arten	75
I. Donation-Based	79
II. Reward-Based	80
1. Allgemeines	80
2. Funktionsweise einer Crowdfunding-Plattform	83
	13

Inhaltsverzeichnis

III.	Crowdlending/Debt-Based/Lending-Model	85
IV.	Zusammenfassung	89
D.	Entwicklung – Historisches	89
I.	„New way to do something old“	90
1.	Der Beginn der Mikrofinanzierung und die Geburtsstunde der Irish Loan Funds	91
2.	Von der Übersetzung der <i>Ilias</i> , über Kompositionen Mozarts bis hin zur Freiheitsstatue	93
II.	Die Entwicklung des modernen Crowdfunding in den USA	97
E.	Abgrenzung zu weiteren Finanzierungsarten	100
I.	Venture Capital / Private Equity	102
II.	Business Angels	108
III.	Hedgefonds	110
IV.	Inkubatoren/Acceleratoren	115
V.	Staatliche Beteiligung	117
VI.	Zusammenfassung	118
Kapitel 3:	Der Rechtsrahmen für Investment Crowdfunding in den USA	121
A.	Rechtslage vor Inkrafttreten des CROWDFUND Act	121
I.	Wichtige Etappen der Finanzmarktregulierung	121
1.	Die Große Depression	122
2.	Post-Depression	127
a)	Public Utility Holding Company Act of 1935	127
b)	Trust Indenture Act of 1939	127
c)	Investment Company Act of 1940	128
d)	Investment Advisers Act of 1940	128
e)	Zusätzliche Änderungsgesetze	128
3.	Die DotCom-Blase	129
4.	Die Große Rezession	131

5. Post-Recession	135
II. Investment Crowdfunding gemäß alter Rechtslage	136
1. „Howey“-Test	140
a) „Contract, Transaction or Scheme“	145
b) „Investment of Money“	146
c) „Common Enterprise“	147
aa) „Horizontal Commonality“	148
bb) „Strict Vertical Commonality“	149
cc) „Broad Vertical Commonality“	150
dd) Zwischenergebnis	150
d) „Expected Profits“	151
e) „Solely from the efforts of others“	152
f) Zwischenergebnis	153
2. Ausnahmen vom Registrierungserfordernis	155
a) Ausnahme nach § 3 (a) Securities Act	158
b) Ausnahme nach § 4 (2) Securities Act a.F.	159
aa) Rule 506	163
bb) Zwischenergebnis	166
c) Regulation D	166
aa) Rule 504	167
bb) Rule 505	168
d) Ausnahme nach § 4 (6) Securities Act a.F. bzw. § 4(a)(5) Securities Act n.F.	169
e) Regulation A – qualifizierte Ausnahme	169
f) Zwischenergebnis	171
3. Fazit	171
III. Entwicklung der Gesetzgebung	172
1. Gesetzgebungspetitionen von Nichtregierungsorganisationen	175
a) Sustainable Economies Law Center	175
b) Small Business & Entrepreneurship Council	178
c) „Startup Exemption“-Vorschlag	179
2. Aktionspläne des Weißen Hauses	179
3. Gesetzgebungsvorschläge des Kongresses	180
a) „The Entrepreneur Access to Capital Act“	181
b) „Democratizing Access to Capital Act“	185

Inhaltsverzeichnis

c)	„Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2011 (S. 1970)“	187
4.	Vorschlag der NASAA	189
5.	„Title III“ des JOBS Act: CROWDFUND Act	190
B.	Vorschriften des CROWDFUND Act	194
I.	Überblick	195
II.	Die Vorschriften im Einzelnen	197
1.	Gesamtzeichnungsgrenze bzw. Funding Limit	198
2.	Anforderungen an den Emittenten	198
a)	Berechtigung des Emittenten	199
b)	Publizitätspflichten	200
aa)	Allgemeine Unternehmensangaben	200
bb)	Finanzbericht	200
cc)	Beteiligungs- und Kapitalstruktur	201
dd)	Angaben über die Kapitalanlage	202
ee)	Regelungsermächtigung der SEC	203
c)	Jährliche Berichtspflichten	203
d)	Beschränkungen der Bewerbung der Kapitalanlage	203
e)	Zusätzliche Voraussetzungen durch die SEC	204
3.	Anforderungen an den Anleger	204
a)	Investitionsobergrenze pro Unternehmen	205
aa)	Einkommen und Vermögen kleiner als USD 100.000	205
bb)	Einkommen und Vermögen mindestens USD 100.000	206
cc)	Einkommen kleiner als und Vermögen mindestens USD 100.000 – oder vice versa	206
b)	Gesamtinvestitionsgrenze	207
c)	Test, Bestätigung und Anlegerfortbildung	208
4.	Anforderungen an Investment Crowdfunding Intermediäre	208
a)	Investment Crowdfunding Intermediäre als „exchanges“	209

b) Investment Crowdfunding Intermediäre als „underwriter“	211
c) Investment Crowdfunding Intermediäre als „investment adviser“	213
aa) Definition des „investment adviser“	213
(1) Vergütetes Tätigsein in der betreffenden Branche	214
(2) Empfehlungen bzw. Analysen	214
bb) Ausschlussstatbestand	216
cc) Zusammenfassung	219
d) Investment Crowdfunding Intermediäre als „Broker“ bzw. „Funding Portal“	220
aa) Broker	221
(1) Definition	221
(2) Rechtsfolgen	223
(3) Zwischenergebnis	224
bb) „funding portal“	224
cc) Registrierung bei SRO	226
dd) Risikohinweis und Aufklärungspflichten gegenüber den Investoren	228
ee) Due Diligence des Emittenten	229
ff) Informationen über den Emittenten an SEC und Investor	231
gg) Freigabe der Anlagebeträge und Widerruf	232
(1) Freigabe bei Erreichen des gesamten anvisierten Fundingziels	232
(2) Widerrufsrecht	233
hh) Sicherstellung der Zeichnungsgrenzen	234
ii) Sicherstellung des Datenschutzes	236
jj) Verbot der Promoter Kompensation	236
kk) Interessenskonflikte	237
ll) Zusätzliche Voraussetzungen durch SEC	237
mm) Fazit	238
5. Ausschlussvorschriften	239
6. Weiterverkaufsbeschränkungen bzw. Haltefristen	241
7. Keine Anwendung von Landesrecht	242

8. Neue Haftungsvorschrift gem. § 4A (c) Securities Act	244
a) Legislative Entwicklung	245
b) Merkmale der neuen Haftungsvorschrift aus § 4A (c) Securities Act	246
aa) Haftung gem. § 12 (a)(2) Securities Act	247
bb) Haftung aus § 4A (c) Securities Act	249
9. Wechselwirkung mit anderen Wertpapierangeboten	255
a) Ermittlung der Gesamtinvestitionsgrenze	256
b) „Integration Doctrine“	258
c) „Integration“ bei Tochterunternehmen bzw. Unternehmen unter gemeinschaftlicher Kontrolle	262
10. Keine Anwendung von § 12 (g) Exchange Act	263
III. Zusammenfassung	264
C. Proposed und Final Crowdfunding Rules der SEC	267
I. Reichweite der Regelungsbefugnis der SEC	268
II. Zeitraum zur Ausarbeitung der Regelungen	270
III. Grundgedanken der SEC bei der Ausarbeitung der Regelungen	271
IV. Die Regelungen im Einzelnen	275
1. Rule 100	276
a) Gesamtzeichnungsgrenze – Rule 100(a)(1)	277
b) Individuelle Zeichnungsgrenzen – Rule 100(a)(2)	280
c) Zwingende Durchführung über einen Intermediär – Rule 100(a)(3)	286
d) Nichtberechtigung des Emittenten – Rule 100(b)	289
e) Kritische Stellungnahme	290
aa) Individuelle Zeichnungsgrenzen willkürlich	291
(1) Schutz des Investors „vor sich selbst“	296
(2) Keine Geltung für professionelle Anleger	301
(3) Weisheit und Torheit der Vielen	303
(a) Madness of the Crowd	305
(b) Wisdom of the Crowd	308
(c) Übertragung der Theorien auf Investment Crowdfunding	313

bb)	Zu geringe Gesamtzeichnungsgrenze	317
cc)	Keine „Integration“ mit Emissionen anderer Registrierungsausnahmen	321
dd)	Zwingende Durchführung über einen Intermediär sinnvoll	322
ee)	Diversifizierungsproblem durch den Ausschluss von Investmentfonds und Kapitalgesellschaften	323
2.	Rule 201-205 (Issuer Requirements)	326
a)	Rule 201 – ex ante Publizitätspflichten	327
aa)	Zusätzliche Publizitätsanforderungen der Kommission	327
bb)	Angaben zu Finanzdaten	332
b)	Rule 202 – ex post Publizitätspflichten	335
c)	Rules 203/204/205	336
d)	Kritische Stellungnahme	338
aa)	Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	341
bb)	Das Anlegerleitbild des <i>Homo Oeconomicus</i>	344
cc)	Zwischenergebnis	346
dd)	Zweifel an der Richtigkeit der Grundan- nahmen der Kapitalmarktregulierung	346
(1)	Begrenzte Rationalität	347
(2)	Vom normativen Problem des verständ- igen Anlegers (<i>reasonable investor</i>)	351
(3)	„Information Overload“	357
(4)	Fazit	361
ee)	Weitere Kritikpunkte	362
(1)	Anforderungen an den Finanzbericht	363
(2)	Fortlaufende Publizitätspflichten	367
(3)	Das Werbeverbot	371
ff)	Gesamtfazit	377
3.	Intermediär (Rules 300-305) und <i>funding portal</i> Vorschriften (Rules 400-404)	377
a)	Grundsätzliches – Rule 300	379
b)	Maßnahmen zur Eingrenzung des Betrugsrisikos – Rule 301	381
c)	Anlegerfortbildung und Kontoeröffnung – Rule 302	383

d) Anforderungen in Bezug auf die Transaktionen – Rule 303	385
aa) Bereitstellung der Informationen des Emittenten	385
bb) Zeichnungsbefähigung und Risikobewusstsein	386
cc) Kommunikationskanal	387
e) Voraussetzungen bei Beendigung des Wertpapierangebots und Widerrufs – Rule 304	388
f) Zahlungen gegenüber Drittparteien – Rule 305	390
g) <i>funding portal</i> Registrierung – Rule 400	391
h) Ausnahmen vom Registrierungserfordernis – Rule 401	393
i) Bedingte <i>safe harbor</i> – Rule 402	394
j) Sonstiges – Rule 403/404	396
k) Kritische Stellungnahme	396
aa) Vertrauen auf die Selbstzertifizierung bzw. Eigenerklärung des Investors	397
bb) Lösungsansatz einer zentralen Datenbank	405
cc) Anlegerfortbildung	407
dd) Kommunikationskanäle	413
ee) Widerrufsrecht	417
ff) Angemessene Kosten	421
gg) Fazit	423
4. Sonstige wichtige Bestimmungen	425
a) Weiterverkaufsbeschränkung – Rule 501	426
b) Unerhebliche Abweichungen – Rule 502	427
c) Disqualifizierung – Rule 503	428
d) Haftung	429
e) Kritische Stellungnahme	430
aa) Haftungsregime	431
(1) Emittentenhaftung	432
(a) Erhöhtes Haftungsrisiko	432
(b) Erhöhte Kosten	438
(c) Zusammenfassung	439
(2) Haftung der Crowdfunding Plattform	440
(a) Klagebefugnis aus § 10 Exchange Act	441

(aa)	Haftung gemäß Rule 10b-5 (b)	441
(bb)	Haftung gemäß Rule 10b-5 (a) und Rule 10b-5 (c)	443
(b)	Haftung gemäß § 17 (a) Securities Act	444
(c)	Sonstige Haftungsvorschriften	446
(d)	Haftung gemäß § 4A (c) Securities Act i.V.m § 12 (a)(2) Securities Act	447
(aa)	Offering or Selling	448
(bb)	Die Eigenschaft als „maker“	457
(e)	Zusammenfassung	458
(3)	Fazit zum Haftungsregime	460
bb)	Weiterverkaufsbeschränkung	461
D.	Ausblick und aktuelle regulatorische Bestrebungen	465
E.	Gesamtfazit zur Regulierung von Investment Crowdfunding	467
Kapitel 4:	Rechtsrahmen in Deutschland	473
A.	Investment Crowdfunding in Deutschland	473
I.	Entwicklung von Investment Crowdfunding in Deutschland	474
II.	Rechtsrahmen vor Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes (KASG)	476
III.	Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) im Überblick	478
1.	Kurze, aber intensive Gesetzgebungsgeschichte	479
2.	Die wichtigsten Regelungen des KASG	480
a)	Erweiterung des Anwendungsbereichs des VermAnlG	480
b)	Privilegierung des Investment Crowdfunding	481
c)	Zeichnungsgrenzen	482
d)	Vermögensinformationsblatt (ViB)	483
e)	Werbung	484
f)	Plattform-Pflicht	484

Inhaltsverzeichnis

g) Widerrufsrecht	485
h) Kompetenzerweiterung der BaFin	486
B. Kurzfazit zur Situation in Deutschland	486
Kapitel 5: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Arbeit in Thesen	489
Literaturverzeichnis	505
Stichwortverzeichnis	533