

§ 1 Einleitung	21
A. Problemaufriss	23
B. Zielsetzung und Gegenstand der Untersuchung	25
I. Grauer Kapitalmarkt	26
II. Spannungsfelder	28
1. Dualismus von zivil- und aufsichtsrechtlichen Informationspflichten	28
2. Vermögensanlageninformationsblatt und Basisinformationsblatt	29
3. Bestimmungen des Telemediengesetzes	29
4. Fernabsatzgeschäft im elektronischen Geschäftsverkehr	29
C. Methoden der Untersuchung	30
I. Neue Institutionenökonomik und Verhaltensökonomik	30
II. Rechtsvergleichung	31
D. Gang der Untersuchung	32
§ 2 Grundlagen	33
A. Die gesetzliche Ausgangslage	33
I. Das Vermögensanlagengesetz	33
1. Hintergrund des KASG und der Regelungsintention des Gesetzgebers	33
2. Gesetzesänderungen und -erweiterungen durch das KASG	35
a. Überblick	35
b. Der Befreiungstatbestand in § 2 a VermAnlG	37
3. Gesetzesänderungen und -erweiterungen durch das Gesetz zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie	39
II. Die Erlaubnispflicht nach § 34 f GewO und die Finanzanlagenvermittlerverordnung	40
1. Entstehungsgeschichte und gesetzgeberische Regelungsintention	41

2. Gesetzesänderungen und -erweiterungen durch das KASG	43
III. Das Telemediengesetz	45
1. Entstehungsgeschichte des Telemediengesetzes und gesetzgeberische Regulationsintention	45
2. §§ 4–10 TMG	47
IV. Fernabsatzrechtliche Informationspflichten und Pflichten im elektronischen Geschäftsverkehr	49
V. Die PRIIP-Verordnung	49
B. Charakterisierung der Hauptakteure auf dem FinTech-Markt	50
I. Anleger	51
II. Anlagegesellschaft	52
1. Start-ups und KMU	52
2. Emissionsgrenzwert	54
3. Vermögensanlagen und Beteiligungsmodelle	55
a. Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG	56
b. Schwierigkeiten der Abgrenzung zwischen partiarischem Darlehen und stiller Gesellschaft	58
c. Schwierigkeiten der Abgrenzung zwischen partiarischem Darlehen und Genussrechten	61
d. Restriktion auf bestimmte Vermögensanlagen durch § 2 a VermAnlG	62
e. Beteiligungsmodelle	64
aa. Stimmrechtspooling	65
bb. Kapitalpooling	66
cc. Treuhandmodell	66
III. Anlagevermittelnde und -beratende Internet-Plattformen	67
1. Internet-Dienstleistungsplattform i.S.d. § 2 a Abs. 3 VermAnlG	67
2. Crowdfunding-Plattformen	68
a. Terminologie	68
aa. Crowdsourcing	69
bb. Crowdfunding	69
cc. Crowdfunding	70
dd. Crowdlending	71
b. Funktion und Leistung der Crowdfunding-Plattform	73
aa. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne	73
(1) Zulassungsverfahren	73
(2) Finanzierungsphase	74

(3) Zuteilung nach dem Prioritätsprinzip oder Auktionsverfahren	76
(4) Alles-oder-nichts-Prinzip	76
(5) Zahlungsabwicklung	77
bb. Sonstige Leistungen	78
cc. Provision	78
3. Robo-Advisor	79
a. Funktion und Leistung	80
b. Sekundäre Exemplarfunktion	81
C. Zusammenfassung	82
§ 3 Rechtsbeziehungen	85
A. Spannungsfeld: Terminologie	85
I. Anlagevermittlung, Anlageberatung und Maklertätigkeit	85
II. Stellungnahme	88
B. Rechtsbeziehung zwischen Plattform und Anlagegesellschaft	91
I. Vertragliche Ausgestaltung des Bewerbungsverfahrens	92
II. Vertragstypologische Einordnung des Fundingvertrags	93
1. Kommissionsvertrag gem. § 383 HGB	93
2. Geschäftsbesorgungsvertrag mit werkvertraglichen Elementen gem. § 675 Abs. 1 BGB	94
3. Maklervertrag nach § 652 BGB	95
a. Nachweis- und Vermittlungstätigkeit	96
b. Sonderformen	97
aa. Maklerdienstvertrag	97
bb. Alleinauftrag	98
c. Implikation für anlageberatende und -vermittelnde Plattformen	99
4. Handelsmaklervertrag	101
a. Abgrenzung des Zivilmaklers vom Handelsmakler	101
b. Implikation für anlagevermittelnde und -beratende Plattformen	102
5. Handelsvertretervertrag gem. § 84 HGB	104
a. Betrautsein	105
b. Ständig	105
c. Implikation für anlageberatende und -vermittelnde Plattformen	107

C. Rechtsbeziehung zwischen Plattform und Anleger	108
I. Plattformnutzungsvertrag	108
1. Technischer Ablauf des Registrierungsvorgangs	108
2. Vertragstypologische Einordnung des Plattformnutzungsvertrags	109
II. Anlagevermittlungsvertrag	110
1. Nachweismaklervertrag i.S.d. § 652 BGB	111
2. Rechtsverhältnis i.S.d. § 98 HGB	113
a. Analoge Anwendung des § 98 HGB	114
b. Implikation für anlageberatende und -vermittelnde Plattformen	115
3. Anlageberatungsvertrag	117
a. Terminologie: Beratung versus Aufklärung	117
b. Zustandekommen des Beratungsvertrags	118
c. Implikation für Internet-Plattformen	119
4. Auskunftsvertrag	121
a. Terminologie	121
b. Rechtsnatur	122
c. Zustandekommen des Auskunftsvertrags	123
aa. Rechtsprechung	123
bb. Kritische Stimmen in der Literatur	124
5. Schuldverhältnis nach § 311 Abs. 3 BGB	127
a. Eigenes wirtschaftliches Interesse	127
b. Besonderes persönliches Vertrauen	128
6. Vergleich	129
7. Implikation für Internet-Plattformen	130
a. Entgegenstehende AGB	130
b. Anwendung der Auslegungskriterien	131
c. Dauerauskunftsvertrag	132
d. Fazit	133
D. Die telemedienrechtliche „Zurechnungsfigur der sich zu eigen gemachten Informationen“	133
I. Anwendungsbereich des Telemediengesetzes	134
1. Personaler Anwendungsbereich	135
2. Sachlicher Anwendungsbereich	136
3. §§ 7–10 TMG als Querschnittsregelungen	137
II. Verantwortlichkeitsbestimmungen nach §§ 7–10 TMG	138
1. Content-, Access- und Host-Provider	138
2. Implikation für anlagevermittelnde und -beratende Internet-Plattformen	140

3. Richtlinienkonformität	141
a. Meinungsstand	141
b. Rechtsprechung des EuGH im Fall Google France und Google	146
aa. Kritik des Generalanwalts Jääskinen	146
bb. Restriktion des Anwendungsbereichs	147
cc. Stellungnahme	148
III. Zurechnungskriterien	150
1. Leitkriterien des EuGH	151
2. Rechtsprechung des BGH	152
3. Implikation für anlagevermittelnde und -beratende Plattformen	154
IV. Dogmatische Einordnung der Verantwortlichkeitsbestimmungen in das zivilrechtliche Haftungsgefüge	156
1. Meinungsspektrum	156
a. Verortung im Rahmen des Verschuldens	157
b. Vorfilter und Nachfilter außerhalb des Normtatbestands	158
c. Inkorporation in den Normtatbestand	159
2. Stellungnahme	160
E. Zusammenfassung	161
§ 4 Aufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten	163
A. Erlaubnispflicht nach dem KAGB	164
I. Verhältnis des KAGB zum KWG, zur GewO und zum VermAnlG	164
II. Tatbestand des Investmentvermögens	165
1. Organismus	165
2. Gemeinsame Anlagen	166
3. Einsammeln von Kapital	167
B. Bankrechtliche versus gewerberechtliche Erlaubnis	167
I. Verhältnis des KWG zur GewO und zum VermAnlG	168
II. Bankgeschäfte i.S.d. § 1 Abs. 1 KWG	170
1. Einlagengeschäft i.S.d. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG	170
a. Annahme	170
b. Unbedingtheit des Rückzahlungsanspruchs	171
c. Spannungsfeld: Rangrücktrittsvereinbarung	173
2. Kreditgeschäft i.S.d. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 1. Alt KWG	174

3. Emissionsgeschäft i.S.d. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG	175
III. Finanzdienstleistungen i.S.d. § 1 Abs. 1 a KWG	176
1. Platzierungsgeschäft i.S.d. § 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 1 c KWG	176
2. Betrieb eines multilateralen Handelssystems i.S.d. § 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 1 b KWG	177
a. Zusammenbringen nach festgelegten Bestimmungen	177
b. Stellungnahme	178
c. Kontinuität	179
d. Stellungnahme	180
3. Organisiertes Handelssystem i.S.d. § 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 1 d KWG	181
4. Anlageberatung i.S.d. § 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 1 a KWG	182
a. Persönliche Empfehlung	182
b. Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten	184
c. Nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben	185
d. Spannungsfeld: entgegenstehende AGB	187
5. Anlagevermittlung i.S.d. § 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 1 KWG	188
a. Botentätigkeit	188
b. Einwirkung auf die Abschlussbereitschaft	189
c. Nachweis partiarischer Darlehensverträge	190
d. Implikation für Crowdfunding-Plattformen	191
6. Die Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 lit e KWG	192
a. Anlageberatung und -vermittlung von Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG	192
b. Eigentum und Besitz an Geldern oder Anteilen von Kunden	193
c. Implikation für anlagevermittelnde und -beratende Plattformen	193
7. Abschlussvermittlung i.S.d. § 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 2 KWG	195
8. Finanzportfolioverwaltung i.S.d. § 1 Abs. 1 a S. 2 Nr. 3 KWG	195
C. Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG	196
D. § 4 TMG	197
E. Zusammenfassung	198

§ 5 Verhaltenspflichten	200
A. Zivilrechtliche Informationspflichten im Rahmen der Anlageberatung und Anlagevermittlung	200
I. Aufklärungspflichten	201
1. Normativer Anknüpfungspunkt und Konkretisierungsansätze im Schrifttum	201
2. Inhalt und Umfang der Aufklärungspflicht	203
a. Formfreie Aufklärung	203
b. Verständliche Aufklärung	204
c. Richtige und vollständige Aufklärung über entscheidungserhebliche Umstände	205
II. Anleger- und anlagegerechte Beratung	208
III. Warnpflicht	209
IV. Formularmäßige Pflichtenreduktion	210
1. Internet-Plattformen als Discount Broker	211
2. Formularmäßiger Beratungsausschluss	212
3. Formularmäßiger Ausschluss von Aufklärungspflichten	214
a. Grund-/Eingangserklärung	215
b. Unangemessene Benachteiligung	215
4. Formularmäßiger Ausschluss von Warnpflichten	216
V. Aufklärung über Rückvergütungen und versteckte Innenprovisionen	216
1. Innenprovision	217
2. Rückvergütungen	218
B. Verhaltenspflichten nach §§ 11–19 FinVermV und ihr Zusammenspiel mit den zivilrechtlichen Informationspflichten	220
I. Einfluss des Aufsichtsrechts auf das Zivilrecht	221
1. Keine zwingenden europarechtlichen Vorgaben	222
2. Meinungsstand auf nationaler Ebene	223
a. Der öffentlich-rechtliche Charakter der Wohlverhaltenspflichten	224
b. Die Rechtsprechung des BGH: allgemeines, flächendeckendes Rechtsprinzip	225
c. Ausgewählte Standpunkte in der Literatur: Konkretisierungs- versus Ausstrahlungswirkung	226
d. Streitentscheid	226
3. Implikation für §§ 11–19 FinVermV	228
4. Schutzgesetzcharakter i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB	229
a. Meinungsstand zu §§ 31 ff. WpHG a.F.	230

b. Implikation für §§ 11–19 FinVermV	232
II. Einfluss des Zivilrechts auf das Aufsichtsrecht	233
III. Inhalt der einzelnen Informations-, Beratungs- und Dokumentationspflichten nach §§ 11–19 FinVermV	234
1. Allgemeine Verhaltenspflicht nach § 11 FinVermV	234
2. Einfluss der MiFID II	234
3. Statusbezogene Informationspflichten nach § 12 FinVermV	235
4. Informationen über Risiken, Kosten und Nebenkosten nach § 13 FinVermV	236
5. Einfluss der MiFID II	238
6. Information über Interessenkonflikte	239
7. Einfluss der MiFID II	240
8. Rückvergütung und Innenprovisionen	241
a. § 12 a, § 17 und § 17 a FinVermV im Überblick	242
b. Auswirkung auf zivilrechtliche Aufklärungspflichten	243
aa. Innenprovisionen	243
bb. Rückvergütungen	244
c. Einfluss der MiFID II	246
aa. Neustrukturierung der Wohlverhaltenspflichten	246
bb. § 63 Abs. 3 WpHG	246
cc. Vorgaben im Rahmen der Anlageberatung	247
9. Redliche, eindeutige und nicht irreführende Informationen und Werbung i.S.d. § 14 FinVermV	249
a. Terminologie	249
b. Pflichteninhalt	249
c. Einfluss der MiFID II	252
10. Einholung von Informationen über den Anleger sowie Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung i.S.v. § 16 FinVermV	253
a. Terminologie	253
b. Geeignetheitsprüfung im Rahmen der Anlageberatung	253
c. Verhältnis der Geeignetheitsprüfung zu den zivilrechtlichen Beratungsgrundsätzen	254
d. Angemessenheitsprüfung im Rahmen der Anlagevermittlung	256
e. Verhältnis der Angemessenheitsprüfung zu den zivilrechtlichen Informationspflichten	257
f. Überprüfung von Einzelanlagenschwellen	258

g. Einfluss der MiFID II	259
aa. Geeignetheitserklärung	259
bb. Zusätzliche Prüfkriterien im Rahmen der (fortlaufenden) Geeignetheitsprüfung	260
cc. Product Governance-Vorgaben	261
11. Spannungsfeld: formularmäßiger Ausschluss von Informationspflichten	263
a. Formularmäßiger Beratungsausschluss	264
b. Formularmäßiger Ausschluss von Aufklärungspflichten	265
c. Unangemessene Benachteiligung nach § 307 Abs. 2 Nr. 1 und Nr. 2 BGB	267
d. Formularmäßiger Ausschluss von Warnpflichten	268
e. Schlussbetrachtung	269
IV. Zusammenfassung	269
Bestimmungen nach dem VermAnlG und der PRIIP-Verordnung	270
I. Anwendungsbereich	271
1. Öffentliches Angebot	271
2. Anbieter	272
a. Emittent	272
b. Anlagevermittelnde und -beratende Plattform	273
II. Pflichtenprogramm und haftungsrechtliche Aspekte	275
1. Werbebeschränkungen	276
a. Terminologie	276
b. Anforderungen nach § 12 VermAnlG	276
c. Verhältnis zu den Anforderungen aus § 14 FinVermV	278
d. Gestaltungsvorgaben der PRIIP-Verordnung und ihr Verhältnis zu § 14 FinVermV	279
2. Erstellung und Bereitstellung von Kurzinformationsblättern	279
a. Die Erstellungspflicht	280
b. Die Bereitstellungspflichten	281
aa. Anforderungen an das Vermögensanlagen- Informationsblatt	281
(1) Normadressat	281
(2) Form	283
(3) Rechtzeitigkeit der Zurverfügungstellung	284
(4) Einfluss der MiFID II	285
bb. Anforderungen an das Basisinformationsblatt	285
(1) Normadressat	285

(2) Rechtzeitigkeit und Form der Zurverfügungstellung	285
c. Die Erfüllung der Informationspflicht aus § 13 FinVermV durch Kurzinformationsblätter	287
aa. Formalia	287
(1) Anforderungen an das Vermögensanlagen- Informationsblatt	287
(2) Anforderungen an das Basisinformationsblatt	290
bb. Inhalt	291
(1) Anforderungen an das Vermögensanlagen- Informationsblatt	291
(2) Anforderungen an das Basisinformationsblatt	293
cc. Schlussbetrachtung	294
3. Verhältnis zu den zivilrechtlichen Informationspflichten im Rahmen der Anlagevermittlung und Beratung	295
4. Haftungsrechtliche Konsequenzen auf nationaler Ebene	297
a. Vertragliche Haftung	297
b. Deliktische Haftung	299
5. Haftungsrechtliche Konsequenzen auf europäischer Ebene	301
III. Zusammenfassung	301
D. Bestimmungen nach §§ 5–7 TMG	303
I. Allgemeine Informationspflichten nach § 5 TMG	303
1. Anwendungsbereich	304
2. Verhältnis zu § 12 FinVermV	304
3. Verhältnis zu den statusbezogenen Informationspflichten des VermAnlG und der PRIIP- Verordnung	306
4. Verhältnis zu den zivilrechtlichen Informationspflichten im Rahmen der Anlagevermittlung und -beratung	308
II. Besondere Informationspflichten bei kommerzieller Kommunikationen nach § 6 TMG	308
1. Terminologie	309
2. Verhältnis zu § 14 FinVermV	309
3. Verhältnis zu § 12 VermAnlG und Art. 9 PRIIP- Verordnung	311

III. Keine Überwachungs- und Nachforschungsverpflichtungen	
i.S.d. § 7 Abs. 2 TMG	311
1. Allgemeine und spezifische Überwachungspflichten	312
2. Implikation für Internet-Plattformen	316
a. Rechtsprechung des BGH	316
b. Auslegung des § 7 Abs. 2 TMG	318
aa. Wortlaut	318
bb. Systematik	319
cc. Erwägungsgrund 48	320
dd. Teleologische Reduktion	321
IV. Zusammenfassung	322
E. Pflichten im Fernabsatz und im elektronischen Geschäftsverkehr	323
I. Informationspflichten nach § 312 d Abs. 2 BGB i.V.m.	
Art. 246 b EGBGB	324
1. Fernabsatzverträge i.S.d. § 312 c Abs. 1 BGB	324
2. Der Begriff der Finanzdienstleistung	326
a. Rückgriff auf das Begriffsverständnis in § 1 Abs. 1 a S. 2 KWG	326
b. Implikation für anlagevermittelnde und -beratende Plattformen	327
3. Vorgaben des Art. 246 b i.V.m. § 1 und § 2 EGBGB	328
a. Verhältnis zu § 5 TMG	328
b. Verhältnis zu §§ 11 ff. FinVermV	334
c. Verhältnis zu den Informationspflichten des VermAnlG und der PRIIP-Verordnung	337
d. Verhältnis zu den zivilrechtlichen Informationspflichten im Rahmen der Anlagevermittlung und -beratung	338
II. Allgemeine Pflichten im elektronischen Geschäftsverkehr nach § 312 i BGB	338
1. Rechtsbeziehung zwischen Plattform und Kunden	339
2. Rechtsbeziehung zwischen Anlagegesellschaft und Kunden	340
3. Informationspflichten nach § 312 i Nr. 2 BGB i.V.m. Art. 246 c EGBGB	341
a. Informationspflicht gem. § 312 i Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BGB i.V.m. Art. 246 c Nr. 5 EGBGB	342
b. Verhältnis zu Informationspflichten anderer Vorschriften	343

III. Besondere Pflichten im elektronischen Geschäftsverkehr nach § 312 j BGB	344
IV. Zusammenfassung	345
F. Schlussbetrachtung	346
§ 6 Bewertung und Regelungsperspektiven	351
A. Französische Rechtsrahmen	351
I. Die gesetzliche Ausgangslage	352
II. Prospektfreie Emission im Wege des Crowdfunding	354
1. Kein öffentliches Angebot	354
2. Restriktion auf bestimmte Arten von Wertpapieren	354
3. SAS	356
4. Gesamtemissionsgrenzwert und Zeichnungsgrenzen	359
III. Prestataire de services d'investissement	360
IV. Conseiller en investissement participatif und intermédiaire en financement participatif	361
1. Charakteristika des conseiller en investissement participatif	362
2. Charakteristika des intermédiaire en financement participatif	363
3. Zulassungsvoraussetzungen	363
4. Pflichtenkatalog	365
a. Verhaltenspflichten des conseiller en investissement participatif	365
b. Verhaltenspflichten des intermédiaire en financement participatif	366
V. Schlussbetrachtung	366
B. Regelungsvorschläge unter Einbeziehung rechtsvergleichender Erkenntnisse	369
I. Regulierungsebene	370
II. Deregulierung	371
III. Plattformstatus sui generis	371
IV. Flankierende rechtliche Bestimmungen	374
1. Berechnungszeitraum in § 2 a VermAnlG	374
2. Restriktion auf Beratungsleistungen	374
3. Vorselektion	376
a. Verhältnis zu § 7 Abs. 2 TMG	378
b. Verhaltenskodex	379
4. Anlegertest	381

5. Verbot des Haltens eigener Anteile	383
6. Ausfall- und Erfolgsstatistiken	385
V. Fazit	386
§ 7 Zusammenfassung	387
Literaturverzeichnis	393