

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 221

*Financial Contracting
in Venture Capital am Beispiel
des Crowdinvesting*

Eine rechtliche, rechtstatsächliche
und rechtsökonomische Untersuchung
des Crowdinvesting und Analyse
des Crowdinvesting-Marktes

Von

Tobias Schilling



Duncker & Humblot · Berlin

TOBIAS SCHILLING

Financial Contracting in Venture Capital
am Beispiel des Crowdinvesting

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg
Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg
Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 221

Financial Contracting in Venture Capital am Beispiel des Crowdinvesting

Eine rechtliche, rechtstatsächliche
und rechtsökonomische Untersuchung
des Crowdinvesting und Analyse
des Crowdinvesting-Marktes

Von

Tobias Schilling



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin
hat diese Arbeit im Jahr 2022 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2023 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen

Druck: Beltz Grafische Betriebe GmbH, Bad Langensalza

Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-18864-2 (Print)

ISBN 978-3-428-58864-0 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Jahr 2022 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Die Arbeit ist im Wesentlichen auf dem Stand April 2021, wesentliche Gesetzesänderungen, Rechtsprechung und Veröffentlichungen konnten bis zum 31. Dezember 2022 berücksichtigt werden; die zitierte Literatur befindet sich ebenfalls auf dem Stand 31. Dezember 2022.

Die Arbeit entstand in wesentlichen Teilen während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Prof. Dr. Lars Klöhn, zunächst an der Ludwig-Maximilians-Universität München, dann an der Humboldt-Universität zu Berlin. Sie ging aus dem von der Deutschen Forschungsgemeinschaft geförderten interdisziplinären Forschungsprojekt „Crowdinvesting in Deutschland, England und den USA: Regulierungsperspektiven und Wohlfahrtseffekte einer neuen Finanzierungsform“ von Prof. Dr. Lars Klöhn und dem Ökonomen Prof. Dr. Lars Hornuf hervor.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Lars Klöhn. Er hat dieses Dissertationsvorhaben ermöglicht und mich mit wertvollen Ratschlägen unterstützt, wobei er mir zugleich jeglichen wissenschaftlichen Freiraum ließ. Die Zeit an seinem Lehrstuhl hat mich in vielerlei Hinsicht inspiriert und mein juristisches Denken geprägt. Großer Dank gebührt zudem Prof. Dr. Lars Hornuf, der mir insbesondere im Hinblick auf die empirischen und ökonomischen Teile dieser Arbeit mit Rat und hilfreichen Impulsen zur Seite stand. Herzlich danken möchte ich auch Prof. Dr. Gerhard Wagner für die Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern der Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe. Schließlich bin ich der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland, die mich in der Anfangsphase dieser Arbeit mit einem Dissertationsstipendium unterstützt hat, zu Dank verpflichtet.

Danken möchte ich auch Michaela Zell, Svenja Brüning und Antonia Felber, die mich als studentische Mitarbeiterinnen im Rahmen des Forschungsprojekts tatkräftig bei der teils mühsamen Datensammlung und -aufbereitung unterstützt haben.

Herzlich danken möchte ich schließlich Prof. Dr. Michael Ronellenfitsch für die bereichernden Jahre als studentischer Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl an der Eberhard Karls Universität Tübingen zu Beginn meiner juristischen Ausbildung, wo ich die Grundlagen wissenschaftlichen Arbeitens lernen durfte.

Mein größter Dank gebührt jedoch meinen Eltern. Sie haben meine Ausbildung ermöglicht und mich bei allen Vorhaben stets vorbehaltlos und mit unermüdlichem Zuspruch unterstützt. Ohne ihren bedingungslosen Rückhalt, ihr grenzenloses Verständnis und ihren unerschütterlichen Glauben an mich wäre diese Arbeit nicht entstanden. Ihnen ist diese Arbeit in tiefer Dankbarkeit gewidmet.

Berlin, im Dezember 2022

Tobias Schilling

Inhaltsübersicht

§ 1 Einleitung	47
A. Die „Crowdfunding Revolution“	47
B. Crowdinvesting in Deutschland	48
C. Untersuchungsgegenstand und Zielsetzung der Arbeit	50
D. Gang und Methode der Untersuchung	52
§ 2 Ökonomische und finanzierungstheoretische Grundlagen	56
A. Ökonomische Grundlagen	56
I. Überblick	56
II. Neue Institutionenökonomik	56
III. <i>Property Rights</i> -Theorie	59
IV. Transaktionskostenökonomik	61
V. Prinzipal-Agenten-Theorie	62
VI. Ökonomische Vertragstheorie und <i>Incomplete Contracts Approach</i>	73
B. Finanzierungstheoretische Grundlagen und Rahmenbedingungen der Start-up-Finanzierung mittels Venture Capital	73
I. Finanzierungstheoretische Grundlagen	73
II. Finanzierung von Start-up-Unternehmen und Venture Capital	80
C. Zusammenfassung	87
§ 3 Grundlagen und Charakteristika des Crowdinvesting	90
A. Begriffsbestimmung und Definition	90
I. Crowdsourcing als Vorläufer des Crowdfunding und des Crowdinvesting . .	91
II. Crowdfunding als Überkategorie des Crowdinvesting	92
III. Crowdinvesting	93
IV. Abgrenzung zu anderen Formen des Crowdfunding	102
B. Entwicklung des Crowdinvesting	105
I. Vorläufer des Crowdinvesting	105
II. Entwicklungslinien auf dem deutschen Crowdinvesting-Markt	107

C. Ablauf einer Crowdinvesting-Finanzierung	108
I. Phase vor dem Funding	108
II. Fundingphase	110
III. Investment-Phase	112
D. Akteure des Crowdinvesting	112
I. Kapitalsuchende Unternehmen	113
II. Crowdinvestoren	115
III. Crowdinvesting-Plattform	117
E. Chancen und Risiken des Crowdinvesting	118
I. Chancen	118
II. Risiken	123
F. Politische Wahrnehmung und Regulierungsbestrebungen	127
I. Europäische Ebene	128
II. Deutschland	131
G. Zusammenfassung	133
§ 4 Der Crowdinvesting-Markt als Teil des Venture Capital-Marktes	136
A. Der Venture Capital-Markt in Deutschland	136
B. Der deutsche Crowdinvesting-Markt	139
I. Marktvolumen und Kapitalnachfrage, Erfolgs- und Finanzierungsquote ..	140
II. Crowdinvesting-Plattformen	149
III. Wesentliche Kennzahlen der Crowdinvesting-Finanzierungen	155
IV. Kapitalsuchende Unternehmen	167
C. Zusammenfassung	176
§ 5 Rechtlicher Rahmen des Crowdinvesting	179
A. Rechtsverhältnis zwischen kapitalsuchendem Unternehmen und Crowdinvesting-Plattform	179
I. Rechte und Pflichten der Parteien	180
II. Rechtsnatur des Vertrages über die Durchführung einer Crowdinvesting-Kampagne	180
III. Zwischenergebnis	185
B. Rechtsverhältnis zwischen Crowdinvestoren und Crowdinvesting-Plattform	186
I. Maklervertrag	186

II.	Anlageberatungsvertrag	187
III.	Auskunftsvertrag	188
IV.	Zwischenergebnis	192
C.	Rechtsverhältnis zwischen Crowdinvestoren und kapitalsuchenden Unternehmen	192
I.	Stille Gesellschaft	193
II.	Genussrecht	204
III.	Partiarisches Nachrangdarlehen	208
IV.	Unterbeteiligung	214
V.	Zwischenergebnis	215
D.	Regulatorischer Rahmen des Crowdinvesting	216
I.	Aufsichtsrechtliche Anforderungen an kapitalsuchende Unternehmen als Emittenten	216
II.	Aufsichtsrechtliche Anforderungen an Crowdinvesting-Plattformen	255
E.	Zusammenfassung	289
§ 6	Agenturprobleme im Rahmen von Crowdinvesting-Finanzierungen	294
A.	Crowdinvesting-Beziehung als Prinzipal-Agenten-Beziehung	294
I.	Strukturelle Informationsasymmetrien	295
II.	Ziel- und Interessenkonflikte	297
III.	Risiko opportunistischen Handelns	300
IV.	Annahmen und Beschränkungen der Untersuchung	301
B.	Anreiz- und Regelungsprobleme	302
I.	Anekdotische Evidenz: Beispiele für opportunistisches Handeln von Unternehmensgründern	302
II.	Opportunismusrisiken der Crowdinvestoren	308
C.	Zusammenfassung	330
§ 7	Lösungsansätze aus der Venture Capital-Vertragspraxis als Gestaltungsmodelle	333
A.	Überblick und Regelungsziel von Venture Capital-Verträgen	333
B.	Finanzierungsform und Verteilung der Vermögensrechte	334
I.	Finanzierungsformen in der Venture Capital-Vertragspraxis	335
II.	Steuerungswirkung der Finanzierungsform	335
III.	Dividendenvorzüge und Liquidationspräferenzen	337
C.	Informations- und Einsichtsrechte	340

I.	Informationsrechte und Reportingpflichten	340
II.	Einsichts- und Kontrollrechte	342
III.	Funktion und verhaltenssteuernde Wirkung	342
D.	Mitwirkungs- und Entscheidungsrechte	343
I.	Korporative Stimmrechte	344
II.	Vertretung in Kontrollgremien	345
III.	Zustimmungsvorbehalte	346
IV.	Weitergehende Eingriffsrechte	347
E.	Stufenfinanzierung (<i>Staging</i>)	347
I.	Grundlagen	348
II.	Funktionen und verhaltenssteuernde Wirkung	349
F.	Bewertungskorrektur und Anpassung der Beteiligungsquote	355
I.	Grundlagen	355
II.	Funktion und verhaltenssteuernde Wirkung der Bewertungskorrektur	357
G.	Schutz vor Verwässerung und Abwertung	358
I.	Anteilsverwässerung und wirtschaftliche Verwässerung bei <i>Down Rounds</i>	358
II.	Verwässerungsschutz und <i>Down Round Protection</i>	359
H.	Mechanismen zur Bindung der Gründer	362
I.	Halteklauseln und <i>Vesting</i> -Regelungen	362
II.	Übertragungsbeschränkungen	364
III.	Wettbewerbsverbote	367
IV.	Geheimhaltungsverpflichtungen	368
I.	Garantien und Zusicherungen	369
J.	Arbeitszeitvorgaben	370
K.	Zusammenfassung	371
§8	Inhalt und Entwicklung der Crowdinvesting-Verträge	374
A.	Überblick und Datengrundlage	374
I.	Bestandteile der Finanzierungsdokumentation	374
II.	Regelungsinhalt der Crowdinvesting-Verträge	375
III.	Datengrundlage dieses Kapitels	377

B. Finanzierungsform und Finanzierungsstruktur	378
I. Rechtsform der Finanzierung	378
II. Finanzierungsstruktur	387
C. Finanzierungsbetrag und Auszahlung an das kapitalsuchende Unternehmen	390
I. Finanzierungsbetrag und Zahlungsmodalitäten	390
II. Gestaffelte Auszahlung	390
D. Investmentquote und Folgefinanzierungen	391
I. Investmentquote	391
II. Verwässerung der Investmentquote bei Folgefinanzierungen	392
III. Verwässerungsschutz und <i>Down-Round-Protection</i>	394
IV. Schutz vor missbräuchlicher Verwässerung	397
E. Vermögensrechte der Crowdinvestoren	397
I. Überblick über Art und Häufigkeit der Vermögensrechte	398
II. Festzins	398
III. Gewinnbeteiligung	400
IV. Beteiligung an Steigerungen des Unternehmenswerts	403
V. Verlustbeteiligung und Nachschusspflicht	409
VI. Rückzahlungsanspruch und Rückzahlungsmodalitäten	410
F. Laufzeit und Beendigung des Investments	412
I. Laufzeit	412
II. Kündigungsrechte	417
III. Beendigung durch Exit	418
G. Mitspracherechte bei der Unternehmensführung	419
I. Überblick	419
II. Empirischer Befund	420
H. Informations- und Kontrollrechte der Crowdinvestoren	423
I. Quartalsreporting	423
II. Übermittlung des Jahresabschlusses	427
III. Weitere Informationsrechte	429
IV. Einsichts- und Kontrollrechte	434
I. Stimmenpooling	436
I. Überblick	436

II.	Mehrheitsentscheidungen über die Ausübung vertraglicher Mitwirkungsrechte	437
III.	Mehrheitsentscheidungen über Exit-Entscheidungen	438
IV.	Mehrheitsentscheidungen über Änderungen des Beteiligungsvertrages	438
J.	Übertragbarkeit der Crowdinvesting-Verträge	439
K.	Nebenpflichten der Crowdinvestoren	441
I.	Wettbewerbsverbote der Crowdinvestoren	442
II.	Geheimhaltungsverpflichtung	443
L.	Pflichten des finanzierten Unternehmens, der Unternehmensgründer und der Gesellschafter	443
I.	Zweckbindung der Finanzierung	444
II.	Geschäftsführervergütung	445
III.	Nebentätigkeitsbeschränkungen für Geschäftsführer des finanzierten Unternehmens	447
IV.	Wettbewerbsverbote	448
M.	Zusicherungen und Garantien	449
N.	Nachrangklausel	450
O.	Zusammenfassung	450
§ 9	Analyse der Crowdinvesting-Verträge und Gestaltungsmöglichkeiten	455
A.	Finanzierungsform	455
I.	Anforderungen an eine für das Crowdinvesting geeignete Finanzierungsform	455
II.	Entwicklung des partiarischen Nachrangdarlehens als Rechtsform des Crowdinvesting	457
B.	Steuerungswirkung der Crowdinvesting-Verträge und Gestaltungsmöglichkeiten	463
I.	Ziel und Instrumente der Vertragsgestaltung	463
II.	Vermögensrechte der Crowdinvestoren	465
III.	Informations- und Kontrollrechte	479
IV.	Mitspracherechte und Zustimmungsvorbehalte	484
V.	Stufenfinanzierung	486
VI.	Zweckbindung der Kapitalüberlassung	491
VII.	Regelungen zur Geschäftsführervergütung	492
VIII.	Nebentätigkeitsbeschränkungen und Arbeitszeitvorgaben	493

IX.	Folgefinanzierungen und <i>Down Round Protection</i>	494
X.	Bewertungskorrektur und Anpassung der Investmentquote	497
XI.	Mechanismen zur Reduzierung vorvertraglicher Informationsasymmetrien	498
XII.	Mechanismen zur Bindung der Gründer und anderer <i>Key Persons</i>	505
XIII.	Übertragbarkeit der Crowdinvesting-Verträge	507
XIV.	Wettbewerbsverbote für Crowdinvestoren	509
C.	Zusammenfassung und Gestaltungsempfehlungen	510
§10 Quantitative Analyse der Crowdinvesting-Verträge und Investorenschutzindex		515
A.	Grundlagen und Methodik	515
I.	Der <i>Shareholder Rights Index</i> von LLSV als methodisches Vorbild	515
II.	Quantitative Rechtstatsachenforschung	517
III.	Wettbewerb der Crowdinvesting-Plattformen	518
B.	Konzeption eines Investorenschutzindexes	522
I.	Konzeptionelle Grundlagen	522
II.	Daten	523
III.	Auswahl der Variablen und Coding	524
IV.	Ermittlung der Indexwerte und des Investorenschutzindexes	525
V.	Zusammensetzung der Teilindizes	526
VI.	Beschreibung der Variablen im Einzelnen	528
C.	Ergebnisse der quantitativen Analyse	532
I.	Überblick über statistische Kenngrößen	533
II.	Marktweite Entwicklung des Investorenschutzindexes	536
III.	Entwicklung des Investorenschutzindexes nach Crowdinvesting-Plattformen	542
D.	Zusammenfassende Würdigung	557
§11 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse		560
Literaturverzeichnis		568
Stichwortverzeichnis		602

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	47
A. Die „Crowdfunding Revolution“	47
B. Crowdinvesting in Deutschland	48
C. Untersuchungsgegenstand und Zielsetzung der Arbeit	50
D. Gang und Methode der Untersuchung	52
§ 2 Ökonomische und finanzierungstheoretische Grundlagen	56
A. Ökonomische Grundlagen	56
I. Überblick	56
II. Neue Institutionenökonomik	56
III. <i>Property Rights</i> -Theorie	59
IV. Transaktionskostenökonomik	61
V. Prinzipal-Agenten-Theorie	62
1. Überblick	62
2. Interessenkonflikte und Informationsasymmetrien als zentrale Merkmale der Prinzipal-Agenten-Beziehung	64
a) Interessenkonflikte	64
b) Informationsasymmetrie	65
aa) <i>Ex ante</i> -Informationsasymmetrien	65
bb) <i>Ex post</i> -Informationsasymmetrien	66
3. Auswirkungen der Agenturprobleme auf den Markt	67
a) <i>Adverse selection</i>	68
b) <i>Moral hazard</i>	69
4. Strategien zur Lösung des Prinzipal-Agenten-Problems und Agency Kosten	69
a) Strategien zur Reduzierung von Agency-Problemen	69
aa) Reduzierung von Informationsasymmetrien	70
bb) Anreizmechanismen	70
b) Agency-Kosten	72
VI. Ökonomische Vertragstheorie und <i>Incomplete Contracts Approach</i>	73

B. Finanzierungstheoretische Grundlagen und Rahmenbedingungen der Start-up-Finanzierung mittels Venture Capital	73
I. Finanzierungstheoretische Grundlagen	73
1. Innen- und Außenfinanzierung	74
a) Fremdkapital	75
b) Eigenkapital	75
c) Mezzanine-Kapital	76
2. Finanzierungsstruktur als Mittel zur Risikoallokation	77
3. Finanzierungsstruktur als Mittel zur Anreizsteuerung	77
a) Erfolgsbeteiligung des Kapitalgebers (externe Eigenkapitalfinanzierung)	78
b) Feste Entgeltvereinbarung (Fremdkapitalfinanzierung)	79
II. Finanzierung von Start-up-Unternehmen und Venture Capital	80
1. Phasen der Unternehmensentwicklung	80
2. Spezifika der Unternehmensfinanzierung in der <i>Early Stage</i> -Phase und Venture Capital	81
a) Spezifische Risiken in der <i>Early Stage</i> -Phase	81
b) Spezifika von <i>Early Stage</i> -Finanzierungen	82
c) Venture Capital	83
d) Möglichkeiten der Frühphasenfinanzierung und <i>Early Stage Gap</i> ..	85
C. Zusammenfassung	87
§ 3 Grundlagen und Charakteristika des Crowdinvesting	90
A. Begriffsbestimmung und Definition	90
I. Crowdsourcing als Vorläufer des Crowdfunding und des Crowdinvesting ..	91
II. Crowdfunding als Überkategorie des Crowdinvesting	92
III. Crowdinvesting	93
1. Begriff des Crowdinvesting	93
2. Typische Elemente des Crowdinvesting	94
a) Finanzierungsbeiträge einer Vielzahl von Anlegern	94
b) Kapitalnehmer und Finanzierungsgegenstand	95
c) Berechtigung an zukünftigen Zahlungsströmen des Unternehmens als Gegenleistung	98
d) Einordnung des verwendeten Finanzierungsinstruments	99
e) Einschaltung einer Crowdinvesting-Plattform als Intermediär ..	101
3. Definition	102
IV. Abgrenzung zu anderen Formen des Crowdfunding	102
1. Schenkungsmodell (<i>donation model</i>)	103

2. Belohnungsmodell (<i>reward model</i>)	103
3. Subskriptionsmodell (<i>pre-purchase model</i>)	103
4. Crowdlanding	104
B. Entwicklung des Crowdinvesting	105
I. Vorläufer des Crowdinvesting	105
II. Entwicklungslinien auf dem deutschen Crowdinvesting-Markt	107
C. Ablauf einer Crowdinvesting-Finanzierung	108
I. Phase vor dem Funding	108
II. Fundingphase	110
III. Investment-Phase	112
D. Akteure des Crowdinvesting	112
I. Kapitalsuchende Unternehmen	113
II. Crowdinvestoren	115
III. Crowdinvesting-Plattform	117
E. Chancen und Risiken des Crowdinvesting	118
I. Chancen	118
1. Alternative Finanzierungsform, Schließung des <i>early stage funding gaps</i> und gesamtwirtschaftliche Auswirkungen	118
2. Demokratisierung der Kapitalallokation und „Weisheit der Vielen“ ..	120
3. Revolution des Innovationsprozesses und Lösung von Kollektivhandlungsproblemen	121
4. Zugang zu einem neuen Anlagesegment für Kleinanleger	122
II. Risiken	123
1. Risiken von Venture Capital-Investments	123
2. Betrugsrisiko	124
3. Interessenkonflikte zwischen Crowdinvesting-Plattformen und Anlegern	124
4. Crowdinvesting-Markt als <i>Market for Lemons</i> und <i>Moral Hazard</i>	125
5. Risiko Vertragsgestaltung	126
F. Politische Wahrnehmung und Regulierungsbestrebungen	127
I. Europäische Ebene	128
II. Deutschland	131
G. Zusammenfassung	133

§ 4 Der Crowdinvesting-Markt als Teil des Venture Capital-Marktes	136
A. Der Venture Capital-Markt in Deutschland	136
B. Der deutsche Crowdinvesting-Markt	139
I. Marktvolumen und Kapitalnachfrage, Erfolgs- und Finanzierungsquote ..	140
1. Marktvolumen	140
2. Anzahl angebotener Emissionen und Kapitalnachfrage	141
3. Erfolgs- bzw. Finanzierungsquote	143
4. Marktvolumen des Crowdinvesting und des traditionellen Venture Capital im Vergleich	147
II. Crowdinvesting-Plattformen	149
1. Im Untersuchungszeitraum aktive Crowdinvesting-Plattformen	149
2. Anzahl erfolgreicher Finanzierungen und Finanzierungsvolumen nach Plattform	150
3. Entwicklung von Finanzierungsanzahl und -volumen nach Plattform ..	152
4. Erfolgs- und Finanzierungsquoten	153
III. Wesentliche Kennzahlen der Crowdinvesting-Finanzierungen	155
1. Entwicklung des Finanzierungsvolumens pro Emission (<i>deal size</i>) ..	155
2. Entwicklung der Kapitalnachfrage pro Finanzierung	158
3. Entwicklung der Fundingschwellen	161
4. Entwicklung der durchschnittlichen Finanzierungsdauer	163
5. Entwicklung der Anzahl an Investments und Investoren pro Finanzierung	164
6. Entwicklung der Mindestinvestitionssumme und der durchschnittlichen Anlagesumme pro Anleger	166
IV. Kapitalsuchende Unternehmen	167
1. Rechtsform und Stammkapital der kapitalsuchenden Unternehmen ..	168
2. Alter der kapitalsuchenden Unternehmen	169
3. Branchenzugehörigkeit der kapitalsuchenden Unternehmen	169
a) Anzahl der erfolgreichen Finanzierungen nach Branche	169
b) Eingesammeltes Kapital nach Branche	171
c) Durchschnittliches Finanzierungsvolumen pro Emission nach Branche	172
4. Unternehmenswert der kapitalsuchenden Unternehmen	173
C. Zusammenfassung	176
§ 5 Rechtlicher Rahmen des Crowdinvesting	179
A. Rechtsverhältnis zwischen kapitalsuchendem Unternehmen und Crowdinvesting-Plattform	179
I. Rechte und Pflichten der Parteien	180

II.	Rechtsnatur des Vertrages über die Durchführung einer Crowdinvesting-Kampagne	180
1.	Handelsmaklervertrag nach §§ 93 ff. HGB	181
2.	Maklervertrag nach §§ 652 ff. BGB	185
III.	Zwischenergebnis	185
B.	Rechtsverhältnis zwischen Crowdinvestoren und Crowdinvesting-Plattform	186
I.	Maklervertrag	186
II.	Anlageberatungsvertrag	187
III.	Auskunftsvertrag	188
1.	Anlagevermittlung auf Grundlage eines Auskunftsvertrages	188
2.	Vertragsschluss	189
3.	Rechte und Pflichten	192
IV.	Zwischenergebnis	192
C.	Rechtsverhältnis zwischen Crowdinvestoren und kapitalsuchenden Unternehmen	192
I.	Stille Gesellschaft	193
1.	Charakteristika und Voraussetzungen der stillen Gesellschaft	194
2.	Beteiligung mehrerer stiller Gesellschafter	196
a)	Zweigliedrige stille Gesellschaft	196
b)	Mehrgliedrige stille Gesellschaft	197
c)	Gesellschaft bürgerlichen Rechts als stiller Gesellschafter	197
d)	Interessenpooling der stillen Gesellschafter in einer GbR	198
3.	Wesentliche Erscheinungsformen der atypischen stillen Gesellschaft ..	198
4.	Rechte und Pflichten des Unternehmens als Inhaber des Handelsgeschäfts ..	200
5.	Rechte und Pflichten des Anlegers als stiller Gesellschafter	201
6.	Beendigung der stillen Gesellschaft	202
7.	Übertragbarkeit	202
8.	Stellung des stillen Gesellschafters in der Insolvenz des Geschäftsinhabers	203
II.	Genussrecht	204
1.	Charakteristika von Genussrechten	204
2.	Abgrenzung zu anderen Rechtsverhältnissen	205
3.	Wesentliche Bestimmungen und Ausgestaltungsmöglichkeiten	206
4.	Rechte und Pflichten des Anlegers als Genussrechtsinhaber	207
5.	Übertragbarkeit und Stellung des Genussrechtsinhabers in der Insolvenz	208
III.	Partiarisches Nachrangdarlehen	208
1.	Charakteristika des partiarischen Nachrangdarlehens	208
a)	Darlehen	208

b) Partiarisches Darlehen	209
c) Nachrangdarlehen	210
2. Abgrenzung zur stillen Gesellschaft	211
IV. Unterbeteiligung	214
V. Zwischenergebnis	215
D. Regulatorischer Rahmen des Crowdinvesting	216
I. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an kapitalsuchende Unternehmen als Emittenten	216
1. Nach § 32 Abs. 1 KWG erlaubnispflichtiges Einlagengeschäft	216
2. Prospektpflicht für das öffentliche Angebot von Wertpapieren nach dem WpPG bzw. der ProspektVO	219
a) Prospektpflicht nach § 3 Abs. 1 WpPG a.F. bzw. Art. 3 Abs. 1 ProspektVO	220
aa) Wertpapier	221
bb) Öffentliches Angebot	222
cc) Anbieter	223
b) Prospektfreie Emission von Wertpapieren	223
aa) Rechtslage vor Inkrafttreten der ProspektVO	223
bb) Rechtslage seit Inkrafttreten der ProspektVO	224
c) Zwischenergebnis	225
3. Pflichten für das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen nach dem VermAnlG	225
a) Anwendungsbereich des VermAnlG	226
aa) Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG	226
(1) Rechtslage bis zum 31. Mai 2012 (vor Inkrafttreten des VermAnlG)	227
(2) Rechtslage vom 1. Juni 2012 bis zum 9. Juli 2015	228
(3) Rechtslage seit Inkrafttreten des KASG zum 10. Juli 2015	230
bb) Öffentliches Angebot	232
cc) Anbieter	233
b) Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts nach § 6 VermAnlG	235
c) Ausnahmen nach § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG	236
d) Befreiung für Schwarmfinanzierungen nach § 2a VermAnlG	237
aa) Privilegierte Vermögensanlagen	237
bb) Gesamtemissionsgrenze in Höhe von 6 Mio. Euro	238
(1) Verkaufspreis	239
(2) Zeitliche Grenze	239
(3) Für die Berechnung der Gesamtemissionsgrenze relevante Anbieter und Plattformen	241

cc) Vermittlung im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Crowdinvesting-Plattform	242
(1) Internet-Dienstleistungsplattform	242
(2) Anlageberatung oder Anlagevermittlung	243
dd) Zeichnungsgrenzen der Einzelinvestitionen und Prüfungspflicht der Crowdinvesting-Plattform	243
(1) Verpflichtung der Crowdinvesting-Plattform zur Überprüfung der Zeichnungsgrenzen durch Gesetz oder Verordnung ..	243
(2) Anlagegrenzen	245
(3) Keine Geltung der Anlagegrenzen für Kapitalgesellschaften	246
ee) Kein maßgeblicher Einfluss des Emittenten auf die Crowdinvesting-Plattform	246
ff) Kombinationsverbot	247
gg) Erleichterungen und Pflichten im Anwendungsbereich des § 2a VermAnlG	248
(1) Befreiung von der Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG ..	248
(2) Pflicht zur Veröffentlichung eines VIB nach § 13 VermAnlG	248
(3) Widerrufsrecht	250
e) Weitere Pflichten nach dem VermAnlG	251
aa) Mindestlaufzeit (§ 5a VermAnlG)	251
bb) Verbot der Nachschusspflicht (§ 5b VermAnlG)	251
cc) Werbebeschränkungen (§ 12 VermAnlG)	252
dd) Rechnungslegungs- und Prüfungspflicht (§§ 23 bis 26 VermAnlG)	252
(1) Pflicht zur Rechnungslegung	252
(2) Umfang der Rechnungslegungspflicht	253
(3) Prüfrecht der BaFin	254
(4) Pflicht zur Abschlussprüfung	254
(5) Privilegierung von Emissionen im Rahmen des Crowdinvesting	254
II. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an Crowdinvesting-Plattformen	255
1. Erlaubnispflichtigkeit des Betriebs einer Crowdinvesting-Plattform ..	255
a) Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG	256
aa) Gewerbsmäßigkeit oder kaufmännisch eingerichteter Geschäftsbetrieb	257
bb) Betreiben von Bankgeschäften (§ 1 Abs. 1 Satz 2 KWG)	257
(1) Einlagengeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG)	258
(2) Kreditgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG)	258
(3) Emissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10 KWG)	259

(4) Zwischenergebnis	260
cc) Erbringen von Finanzdienstleistungen (§ 1 Abs. 1a Satz 2 KWG)	260
(1) Finanzinstrumente	260
(2) Anlageberatung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG)	262
(3) Platzierungsgeschäft (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1c KWG)	262
(4) Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 2 KWG)	264
(5) Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG)	265
(6) Betrieb eines multilateralen Handelssystems (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG)	267
(7) Zwischenergebnis	270
dd) Bereichsausnahme nach § 2 Abs. 6 Nr. 8 lit. e) KWG	271
ee) Zwischenergebnis	272
b) Erlaubnispflicht als Wertpapierinstitut nach § 15 Abs. 1 WpIG	272
c) Erlaubnis- oder Registrierungspflicht nach KAGB	274
d) Erlaubnispflicht als Zahlungsinstitut nach § 10 Abs. 1 Satz 1 ZAG ..	277
e) Erlaubnispflicht als Finanzanlagenvermittler nach § 34f Abs. 1 Satz 1 GewO	278
2. Sonstige Pflichten des Betreibers einer Crowdinvesting-Plattform	280
a) Pflichten nach KWG	280
b) Pflichten nach WpIG	281
c) Pflichten nach WpHG	281
d) Pflichten nach VermAnlG	281
aa) Crowdinvesting-Plattformen als Anbieter i. S. d. VermAnlG ..	281
bb) Pflichten des Anbieters von Vermögensanlagen	285
e) Pflichten nach FinVermV	286
aa) Allgemeine Verhaltenspflicht nach § 11 FinVermV	286
bb) Statusbezogene Informationspflichten nach § 12 FinVermV ..	287
cc) Information des Anlegers über Vergütungspflichtigkeit der Anlagevermittlung nach § 12a FinVermV	287
dd) Pflicht zur Offenlegung von Zuwendungen nach § 12a Nr. 2 i. V. m. § 17 FinVermV	287
ee) Information des Anlegers über Risiken, Kosten und Interessenkonflikte nach § 13 FinVermV	288
ff) Redliche, eindeutige und nicht irreführende Informationen und Werbung nach § 14 FinVermV	288
gg) Bereitstellung des VIB nach § 15 FinVermV	288
hh) Pflicht zur Einholung von Informationen über den Anleger nach § 16 FinVermV	289
f) Pflichten nach GwG	289
E. Zusammenfassung	289

§ 6 Agenturprobleme im Rahmen von Crowdinvesting-Finanzierungen	294
A. Crowdinvesting-Beziehung als Prinzipal-Agenten-Beziehung	294
I. Strukturelle Informationsasymmetrien	295
II. Ziel- und Interessenkonflikte	297
1. Interessen der Crowdinvestoren	297
2. Interessen der Gründer	298
III. Risiko opportunistischen Handelns	300
IV. Annahmen und Beschränkungen der Untersuchung	301
B. Anreiz- und Regelungsprobleme	302
I. Anekdotische Evidenz: Beispiele für opportunistisches Handeln von Unternehmensgründern	302
1. Missbrauch von Unternehmensressourcen im Fall <i>Skully</i>	303
2. Vorvertragliche Informationsasymmetrien im Fall <i>Vibewrite</i>	304
3. <i>Hold-up</i> -Probleme im Rahmen des Exits von <i>Smarchive</i>	305
4. Anschlussfinanzierung von <i>Protonet</i>	305
5. Probleme der Unternehmensbewertung und der Bindung von <i>Key Persons</i> im Falle des Start-ups <i>Unyte Yoga</i>	307
II. Opportunismusrisiken der Crowdinvestoren	308
1. Vorvertragliche Informationsdefizite	308
a) <i>Ex ante</i> -Informationsdefizite der Crowdinvestoren hinsichtlich Geschäftsidee und Gründerteam	309
b) Unternehmensbewertung	312
2. Zu geringe Anstrengung und Arbeitseinsatz der Gründer	313
a) Zu geringe Anstrengung der Gründer (<i>reduced effort</i>)	313
b) Zu geringer zeitlicher Arbeitseinsatz der Gründer	314
3. Missbräuchlicher Einsatz von Unternehmensressourcen	314
a) Missbrauch von Unternehmensmitteln für private Zwecke	315
b) „Fehlgebrauch“ von Unternehmensressourcen	316
4. Suboptimales Investitionsverhalten	317
a) Unterinvestitionsproblem (<i>underinvestment</i>)	317
b) Überinvestitionsproblem (<i>overinvestment</i>)	317
5. Unternehmensstrategie und Risiko	318
a) Zielkonflikte hinsichtlich der Unternehmensstrategie	318
b) Veränderung des Risikos der Investition (<i>risk shifting</i>)	320
6. Folgefinanzierungen	321
a) <i>Trilateral Bargaining</i>	321
b) Wirtschaftliche Verwässerung bei <i>Down Rounds</i>	321

c) <i>Hold-up</i>	323
d) <i>Asset Stripping</i> späterer Kapitalgeber zu Lasten der Crowdinvestoren	324
7. Unmittelbare Aushöhlung und Vereitelung der Vermögensrechte der Anleger	325
a) Vereitelung der Gewinnbeteiligung der Crowdinvestoren	325
b) Vereitelung der Unternehmenswertbeteiligung am Laufzeitende	326
c) Vereitelung der Exit-Beteiligung	326
aa) Exit-Entscheidung	327
bb) Zeitpunkt des Exits	327
cc) Form des Exits	328
d) Weitere Umgehungs-Gestaltungsmöglichkeiten	328
8. <i>Key Person-Issues</i>	329
9. Gefahr der Insolvenzverschleppung	329
C. Zusammenfassung	330
§ 7 Lösungsansätze aus der Venture Capital-Vertragspraxis als Gestaltungsmodelle	333
A. Überblick und Regelungsziel von Venture Capital-Verträgen	333
B. Finanzierungsform und Verteilung der Vermögensrechte	334
I. Finanzierungsformen in der Venture Capital-Vertragspraxis	335
II. Steuerungswirkung der Finanzierungsform	335
III. Dividendenvorzüge und Liquidationspräferenzen	337
1. Dividendenvorzüge	337
2. Liquidationspräferenzen	338
C. Informations- und Einsichtsrechte	340
I. Informationsrechte und Reportingpflichten	340
II. Einsichts- und Kontrollrechte	342
III. Funktion und verhaltenssteuernde Wirkung	342
D. Mitwirkungs- und Entscheidungsrechte	343
I. Korporative Stimmrechte	344
II. Vertretung in Kontrollgremien	345
III. Zustimmungsvorbehalte	346
IV. Weitergehende Eingriffsrechte	347
E. Stufenfinanzierung (<i>Staging</i>)	347
I. Grundlagen	348
II. Funktionen und verhaltenssteuernde Wirkung	349

1. Minimierung des Verlustrisikos des Investors	350
2. Reduzierung von Informationsasymmetrien	350
3. Reduzierung von opportunistischem Verhalten	351
4. Entscheidungsbefugnis in Krisensituationen	352
5. Sanktionsmittel gegen <i>hold-up</i>	353
6. Bewertungskorrektur	353
7. Nachteile und Fehlanreize	354
 F. Bewertungskorrektur und Anpassung der Beteiligungsquote	355
I. Grundlagen	355
II. Funktion und verhaltenssteuernde Wirkung der Bewertungskorrektur	357
 G. Schutz vor Verwässerung und Abwertung	358
I. Anteilsverwässerung und wirtschaftliche Verwässerung bei <i>Down Rounds</i>	358
1. Anteilsverwässerung	358
2. Wirtschaftliche Verwässerung	358
II. Verwässerungsschutz und <i>Down Round Protection</i>	359
1. Bezugsrechte	360
2. Preisbasierter Verwässerungsschutz als <i>Down Round Protection</i>	361
 H. Mechanismen zur Bindung der Gründer	362
I. Halteklauseln und <i>Vesting</i> -Regelungen	362
II. Übertragungsbeschränkungen	364
1. Vinkulierung	364
2. Andienungspflichten, Vorerwerbsrechte und Vorkaufsrechte	365
III. Wettbewerbsverbote	367
IV. Geheimhaltungsverpflichtungen	368
I. Garantien und Zusicherungen	369
J. Arbeitszeitvorgaben	370
K. Zusammenfassung	371
 §8 Inhalt und Entwicklung der Crowdinvesting-Verträge	374
A. Überblick und Datengrundlage	374
I. Bestandteile der Finanzierungsdokumentation	374
II. Regelungsinhalt der Crowdinvesting-Verträge	375
III. Datengrundlage dieses Kapitels	377
B. Finanzierungsform und Finanzierungsstruktur	378

I.	Rechtsform der Finanzierung	378
1.	Überblick	378
2.	Entwicklung der angebotenen Beteiligungsformen	380
3.	Entwicklung des Finanzierungsvolumens nach Beteiligungsform	383
4.	Durchschnittliches Finanzierungsvolumen nach Beteiligungsform	383
5.	Durchschnittliche Kapitalnachfrage pro Finanzierung	384
6.	Entwicklung des maximalen Finanzierungsvolumens und der maximalen Kapitalnachfrage nach Finanzierungsform	385
II.	Finanzierungsstruktur	387
1.	Überblick	387
2.	Entwicklung	389
C.	Finanzierungsbetrag und Auszahlung an das kapitalsuchende Unternehmen	390
I.	Finanzierungsbetrag und Zahlungsmodalitäten	390
II.	Gestaffelte Auszahlung	390
D.	Investmentquote und Folgefinanzierungen	391
I.	Investmentquote	391
II.	Verwässerung der Investmentquote bei Folgefinanzierungen	392
1.	Zulässigkeit von Folgefinanzierungen	392
2.	Entwicklung der Regelungen zur Verwässerung	393
III.	Verwässerungsschutz und <i>Down Round Protection</i>	394
IV.	Schutz vor missbräuchlicher Verwässerung	397
E.	Vermögensrechte der Crowdinvestoren	397
I.	Überblick über Art und Häufigkeit der Vermögensrechte	398
II.	Festzins	398
III.	Gewinnbeteiligung	400
1.	Empirischer Befund	400
2.	Revanter Gewinn und Berechnung der Gewinnbeteiligung	402
IV.	Beteiligung an Steigerungen des Unternehmenswerts	403
1.	Überblick	403
2.	Reguläre Beendigung der Kapitalüberlassung nach Kündigung	403
a)	Empirischer Befund	403
b)	Berechnung der Beteiligung	405
3.	Beendigung infolge eines Exit-Ereignisses	406
a)	Empirischer Befund	406
b)	Exitfall und partieller Exit	406
c)	Beteiligungshöhe im Falle eines Exits	407

4. Life-Time-Gewinn- und Exit-Beteiligung	408
V. Verlustbeteiligung und Nachschusspflicht	409
VI. Rückzahlungsanspruch und Rückzahlungsmodalitäten	410
F. Laufzeit und Beendigung des Investments	412
I. Laufzeit	412
1. Befristete und unbefristete Kapitalüberlassung	412
2. Mindestlaufzeit der Kapitalüberlassung	413
a) Marktdurchschnitt	413
b) Durchschnittliche Laufzeit nach Plattformen	415
3. Unterschiedliche Laufzeiten für Investoren und finanzierte Unternehmen	416
II. Kündigungsrechte	417
1. Ordentliche Kündigung	417
2. Außerordentliche Kündigung	417
III. Beendigung durch Exit	418
G. Mitspracherechte bei der Unternehmensführung	419
I. Überblick	419
II. Empirischer Befund	420
H. Informations- und Kontrollrechte der Crowdinvestoren	423
I. Quartalsreporting	423
1. Entwicklung der Quartalsreporting-Pflicht	423
2. Inhaltliche Ausgestaltung der Quartalsreporting-Pflicht	425
3. Reportingfristen, Durchsetzung und Sanktionsmöglichkeiten	426
II. Übermittlung des Jahresabschlusses	427
III. Weitere Informationsrechte	429
1. Gewinnmitteilung	429
2. Mitteilung nach Verwässerung	430
3. Ad-hoc-Mitteilungspflicht und generelle Informationspflicht	432
4. Physische und webbasierte Investorenversammlungen	434
IV. Einsichts- und Kontrollrechte	434
I. Stimmenpooling	436
I. Überblick	436
II. Mehrheitsentscheidungen über die Ausübung vertraglicher Mitwirkungsrechte	437
III. Mehrheitsentscheidungen über Exit-Entscheidungen	438
IV. Mehrheitsentscheidungen über Änderungen des Beteiligungsvertrages ..	438

J. Übertragbarkeit der Crowdinvesting-Verträge	439
K. Nebenpflichten der Crowdinvestoren	441
I. Wettbewerbsverbote der Crowdinvestoren	442
II. Geheimhaltungsverpflichtung	443
L. Pflichten des finanzierten Unternehmens, der Unternehmensgründer und der Gesellschafter	443
I. Zweckbindung der Finanzierung	444
II. Geschäftsführervergütung	445
III. Nebentätigkeitsbeschränkungen für Geschäftsführer des finanzierten Unternehmens	447
IV. Wettbewerbsverbote	448
M. Zusicherungen und Garantien	449
N. Nachrangklausel	450
O. Zusammenfassung	450
§ 9 Analyse der Crowdinvesting-Verträge und Gestaltungsmöglichkeiten	455
A. Finanzierungsform	455
I. Anforderungen an eine für das Crowdinvesting geeignete Finanzierungsform	455
II. Entwicklung des partiarischen Nachrangdarlehens als Rechtsform des Crowdinvesting	457
1. Crowdinvestoren als Gesellschafter an einer GmbH	458
2. Crowdinvestoren als Aktionäre	459
3. Hybride Finanzierungsinstrumente als Lösung	460
4. Kapitalmarktrechtlicher Rahmen	461
B. Steuerungswirkung der Crowdinvesting-Verträge und Gestaltungsmöglichkeiten	463
I. Ziel und Instrumente der Vertragsgestaltung	463
II. Vermögensrechte der Crowdinvestoren	465
1. Rückzahlungsanspruch	465
2. Festzinskomponente	466
3. Gewinnbeteiligung	467
a) Wirtschaftliche Bedeutung	468
b) Risiko für opportunistisches Handeln	469
c) Lösungsansätze zur Reduzierung opportunistischen Handelns	469
4. Unternehmenswertbeteiligung	471
a) Unternehmenswertbeteiligung nach Kündigung	471

aa) Bestimmung des maßgeblichen Unternehmenswertes	471
bb) Anreiz- und Regelungsprobleme der Multiplikator-Methode . .	472
cc) Lösungsansätze und Anreizmechanismen	473
b) Exit-Beteiligung	475
aa) Zeitpunkt des Exits	475
bb) Höhe der Exit-Beteiligung	477
5. Zwischenergebnis und Gestaltungsempfehlungen	477
III. Informations- und Kontrollrechte	479
1. Spezifische Interessenlage	479
2. Informations- und Einsichtsrechte im Untersuchungszeitraum . .	481
3. Bewertung und Gestaltungsempfehlungen	481
IV. Mitspracherechte und Zustimmungsvorbehalte	484
V. Stufenfinanzierung	486
1. Minimierung des Verlustrisikos	486
2. Reduzierung vor- und nachvertraglicher Informationsasymmetrien . .	487
3. Anreiz zur Reduzierung opportunistischen Verhaltens	488
4. Grenzen und Fehlanreize des <i>Staging</i> -Mechanismus	488
5. Zwischenergebnis und Gestaltungsempfehlungen	490
VI. Zweckbindung der Kapitalüberlassung	491
VII. Regelungen zur Geschäftsführervergütung	492
VIII. Nebentätigkeitsbeschränkungen und Arbeitszeitvorgaben	493
IX. Folgefinanzierungen und <i>Down Round Protection</i>	494
1. Auswirkungen von Folgefinanzierungen auf die Investmentquote . .	494
2. Status quo der Crowdinvesting-Verträge	495
X. Bewertungskorrektur und Anpassung der Investmentquote	497
XI. Mechanismen zur Reduzierung vorvertraglicher Informationsasymmetrien	498
1. Vorvertragliche Informationsbereitstellung	498
2. Zusicherungen und Garantien	501
a) Rechtliche Einordnung und Steuerungswirkung	502
b) Bewertung und Gestaltungsmöglichkeiten	503
3. Weitere Lösungsansätze	504
XII. Mechanismen zur Bindung der Gründer und anderer <i>Key Persons</i> . .	505
XIII. Übertragbarkeit der Crowdinvesting-Verträge	507
XIV. Wettbewerbsverbote für Crowdinvestoren	509
C. Zusammenfassung und Gestaltungsempfehlungen	510

§10 Quantitative Analyse der Crowdinvesting-Verträge und Investorenschutzindex	515
A. Grundlagen und Methodik	515
I. Der <i>Shareholder Rights Index</i> von LLSV als methodisches Vorbild	515
II. Quantitative Rechtsstatsachenforschung	517
III. Wettbewerb der Crowdinvesting-Plattformen	518
1. Recht als Produkt und Wettbewerb um Recht	518
2. Klauselwettbewerb	521
B. Konzeption eines Investorenschutzindexes	522
I. Konzeptionelle Grundlagen	522
II. Daten	523
III. Auswahl der Variablen und Coding	524
IV. Ermittlung der Indexwerte und des Investorenschutzindexes	525
V. Zusammensetzung der Teilindizes	526
1. Mitspracherechte	526
2. Informationsrechte	526
3. Anti-Opportunismus	527
4. Exit	528
VI. Beschreibung der Variablen im Einzelnen	528
C. Ergebnisse der quantitativen Analyse	532
I. Überblick über statistische Kenngrößen	533
II. Marktweite Entwicklung des Investorenschutzindexes	536
1. Entwicklung des Gesamtindexes	536
2. Entwicklung des Teilindexes Mitspracherechte	537
3. Entwicklung des Teilindexes Informationsrechte	538
4. Entwicklung des Teilindexes Anti-Opportunismus	539
5. Entwicklung des Teilindexes Exit	539
6. Würdigung	540
III. Entwicklung des Investorenschutzindexes nach Crowdinvesting-Plattformen	542
1. Entwicklung des Investorenschutzniveaus auf den Plattformen	542
a) Entwicklung des Investorenschutzniveaus nach Plattformen	542
b) Entwicklung des Teilindexes Mitspracherechte nach Plattformen ..	544
c) Entwicklung des Teilindexes Informationsrechte nach Plattformen ..	545
d) Entwicklung des Teilindexes Anti-Opportunismus nach Plattformen ..	546
e) Entwicklung des Teilindexes Exit nach Plattformen	547
2. Divergenz oder Konvergenz der Crowdinvesting-Verträge	548

Inhaltsverzeichnis	33
a) Funktionale Konvergenz	549
b) Formale Konvergenz	552
3. Innovationsrate der Plattformen	553
4. Würdigung	555
D. Zusammenfassende Würdigung	557
§11 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	560
Literaturverzeichnis	568
Stichwortverzeichnis	602

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen und Fundingsumme pro Jahr (2011–2016, N = 257)	140
Abb. 2: Entwicklung der erfolgreichen Finanzierungen und des eingeworbenen Kapitals (2011–2016, N = 257)	141
Abb. 3: Anzahl der angebotenen Finanzierungen und Kapitalnachfrage p. a. (2011–2016, N = 384)	142
Abb. 4: Entwicklung der Kapitalnachfrage auf dem deutschen Crowdinvesting-Markt (2011–2016, N = 384)	142
Abb. 5: Verhältnis der Anzahl der erfolgreich abgeschlossenen Finanzierungen zur Anzahl der nicht erfolgreich abgeschlossenen Finanzierungen (2011–2016, N = 330)	143
Abb. 6: Verhältnis des eingeworbenen Kapitals zum nachgefragten Kapital (2011–2016, N = 330)	143
Abb. 7: Crowdinvesting-Angebote und Kapitalnachfrage, erfolgreiche Finanzierungen und eingeworbenes Kapital pro Jahr (2011–2016, N = 330)	144
Abb. 8: Quartalsweise Entwicklung der Kapitalnachfrage und des eingeworbenen Kapitals (2011–2016, N = 330)	145
Abb. 9: Entwicklung der Kapitalnachfrage und des erfolgreich eingeworbenen Kapitals pro Jahr (2011–2016, N = 330)	146
Abb. 10: Entwicklung der Finanzierungs- und der Erfolgsquote (2011–2016, N = 330)	146
Abb. 11: Vergleich der finanzierten Unternehmen und des Investitionsvolumens klassischer Beteiligungsgesellschaften in Unternehmen in der Seed-Phase und erfolgreiche Crowdfinanzierungen (2011–2016)	148
Abb. 12: Entwicklung des Investitionsvolumens klassischer Beteiligungsgesellschaften in Unternehmen in der Seed-Phase und erfolgreiche Crowdfinanzierungen im Vergleich (2011–2016)	148
Abb. 13: Aktive Crowdinvesting-Plattformen in Deutschland (2011–2016)	149
Abb. 14: Anzahl erfolgreich vermittelter Finanzierungen und eingeworbenes Kapital auf <i>Seedmatch</i> und <i>Companisto</i> sowie Marktanteil (2011–2016, N = 257)	150
Abb. 15: Erfolgreich vermitteltes Kapital/Anzahl der erfolgreichen Finanzierungen auf <i>Seedmatch</i> , <i>Companisto</i> und den sonstigen Plattformen (2011–2016, N = 257)	151
Abb. 16: Marktanteil von <i>Seedmatch</i> und <i>Companisto</i> am Volumen der erfolgreichen Finanzierungen (2011–2016, N = 257)	151

Abb. 17: Anzahl der erfolgreichen (dunkelgrau) und nicht erfolgreichen (hellgrau) Finanzierungen auf <i>Seedmatch</i> , <i>Companisto</i> und den sonstigen Plattformen (2011–2016, N = 330)	152
Abb. 18: Summe des erfolgreich eingeworbenen Kapitals pro Plattform (dunkelgrau) im Vergleich zur Summe der Fundingschwellen der nicht erfolgreichen Emissionen (hellgrau) (2011–2016, N = 330)	153
Abb. 19: Erfolgsquote der Finanzierungen auf <i>Companisto</i> und <i>Seedmatch</i> im Vergleich zur marktweiten Erfolgsquote (2011–2016, N = 330)	154
Abb. 20: Finanzierungsquote auf <i>Companisto</i> und <i>Seedmatch</i> im Vergleich zur marktweiten Finanzierungsquote (2011–2016, N = 330)	155
Abb. 21: Quartalsweise Entwicklung des Finanzierungsvolumens der erfolgreichen Finanzierungen (durchschnittliches Finanzierungsvolumen und Spannweite) (2011–2016, N = 257)	156
Abb. 22: Anzahl und Anteil der erfolgreichen Finanzierungen nach jeweils eingesammeltem Volumen (2011–2016, N = 257)	157
Abb. 23: Anteil der erfolgreichen Finanzierungen nach eingesammeltem Volumen (kumulierte Häufigkeiten) (2011–2016, N = 257)	158
Abb. 24: Entwicklung der durchschnittlichen Kapitalnachfrage (Fundinglimit) pro Emission (2011–2016, N = 384)	159
Abb. 25: Anzahl und Anteil des pro Emission nachgefragten Finanzierungsvolumens (2011–2016, N = 384)	160
Abb. 26: Anteil der pro Angebot nachgefragten Finanzierungsvolumina (kumulierte Häufigkeiten) (2011–2016, N = 384)	160
Abb. 27: Entwicklung der durchschnittlichen, der geringsten und der höchsten Fundingschwelle (2011–2016, N = 342)	162
Abb. 28: Entwicklung der durchschnittlichen Fundingschwelle nach Plattform (2011–2016, N = 342)	162
Abb. 29: Entwicklung der durchschnittlichen Finanzierungsdauer der erfolgreichen Finanzierungen in Tagen nach Plattform (2011–2016, N = 239)	163
Abb. 30: Entwicklung der durchschnittlichen Anzahl der Investments pro Emission (2011–2016, N = 232)	164
Abb. 31: Anzahl der Investments/Investoren pro erfolgreicher Finanzierung (2011–2016, N = 232)	165
Abb. 32: Entwicklung der durchschnittlichen Anzahl an Investments pro erfolgreicher Finanzierung nach Plattformen (2011–2016, N = 232)	165
Abb. 33: Durchschnittliche Höhe der Einzelinvestments nach Plattformen (2011–2016, N = 232)	167
Abb. 34: Entwicklung der durchschnittlichen Höhe der Einzelinvestments (2011–2016, N = 232)	167
Abb. 35: Rechtsformen der kapitalsuchenden Unternehmen nach Anzahl der Finanzierungen (2011–2016, N = 302)	168

Abb. 36: Rechtsform der kapitalsuchenden Unternehmen und eingeworbenes Kapital nach Rechtsform der Unternehmen (2011–2016, N = 302)	168
Abb. 37: Alter der kapitalsuchenden Unternehmen zu Beginn der Finanzierungsphase (kumulierte Häufigkeit) (2011–2016, N = 337)	169
Abb. 38: Anzahl der erfolgreichen Finanzierungen nach Branchen (2011–2016, N = 208)	170
Abb. 39: Anteil der erfolgreichen Finanzierungen nach Branchen (2011–2016, N = 208)	170
Abb. 40: Eingesammeltes Kapital nach Branche (2011–2016, N = 208)	171
Abb. 41: Anteil des eingesammelten Kapitals am Marktvolumen nach Branche (2011–2016, N = 208)	171
Abb. 42: Durchschnittliches Finanzierungsvolumen pro Emission nach Branche (2011–2016, N = 208)	172
Abb. 43: Durchschnittliche Pre-Money-Unternehmensbewertung der erfolgreich finanzierten Unternehmen und durchschnittliches Finanzierungsvolumen (2011–2016, N = 219)	173
Abb. 44: Entwicklung der Pre-Money-Unternehmensbewertung aller kapitalsuchenden Unternehmen (2011–2016, N = 275)	174
Abb. 45: Entwicklung der durchschnittlichen Pre-Money-Bewertung der erfolgreich und der nicht erfolgreich finanzierten Unternehmen (2011–2016, N = 275)	175
Abb. 46: Durchschnittliche Unternehmensbewertungen der erfolgreich und nicht erfolgreich finanzierten Unternehmen auf <i>Companisto</i> , <i>Seedmatch</i> und den sonstigen Plattformen (2011–2016, N = 273)	175
Abb. 47: Anzahl der angebotenen Beteiligungsformen (2011–2016, N = 326)	379
Abb. 48: Eingeworbenes Kapital nach Beteiligungsformen (2011–2016, N = 238)	379
Abb. 49: Anteil des mittels der jeweiligen Beteiligungsformen eingeworbenen Kapitals am Gesamtvolumen (2011–2016, N = 238)	380
Abb. 50: Entwicklung der Anzahl der angebotenen Rechtsformen (Anzahl der angebotenen Rechtsformen pro Quartal) (2011–2016, N = 297)	381
Abb. 51: Entwicklung der angebotenen Rechtsformen (Anteil der jeweiligen Rechtsform an der Gesamtzahl der pro Quartal angebotenen Emissionen) (2011–2016, N = 297)	382
Abb. 52: Entwicklung der Anzahl der angebotenen Rechtsformen nach Jahren (2011–2016, N = 297)	382
Abb. 53: Entwicklung des pro Quartal eingeworbenen Kapitals nach Rechtsform (2011–2016, N = 238)	383
Abb. 54: Minimale, durchschnittliche und maximale Fundingsummen nach Vertragsarten (2011–2016, N = 229)	384
Abb. 55: Minimale, durchschnittliche und maximale Kapitalnachfrage nach Vertragsarten (2011–2016, N = 297)	385

Abb. 56: Entwicklung des mittels stillen Gesellschaften höchsten angebotenen Finanzierungsvolumens (max. Kapitalnachfrage) und der höchsten erzielten Fundingsumme pro Quartal (2011–3/2014, N = 100)	386
Abb. 57: Entwicklung des mittels partiarischer Nachrangdarlehen höchsten angebotenen Finanzierungsvolumens (max. Kapitalnachfrage) und der höchsten erzielten Fundingsumme pro Quartal (2011–2016, N = 173)	387
Abb. 58: Anzahl der Crowdinvesting-Angebote mit mittelbarer und unmittelbarer Finanzierungsstruktur (2011–2016, N = 326)	388
Abb. 59: Entwicklung des Anteils der Angebote mit mittelbarer und unmittelbarer Finanzierungsstruktur, Anzahl der mittelbaren Finanzierungsangebote (2011–2016, N = 326)	388
Abb. 60: Entwicklung der Anzahl der angebotenen Crowdinvesting-Verträge mit unveränderlicher Beteiligungsquote (2011–2016, N = 264)	394
Abb. 61: Anzahl der Verträge mit und ohne <i>Down Round Protection</i> (2011–2016, N = 225)	396
Abb. 62: Entwicklung der Verträge mit und ohne Missbrauchsklausel bei Folgefinanzierungen (2011–2016, N = 225)	397
Abb. 63: Häufigkeit der Vermögensrechte in den Crowdinvesting-Verträgen (2011–2016, N = 326)	398
Abb. 64: Anteil/Anzahl der Verträge mit und ohne Festzins-Element (2011–2016, N = 326)	400
Abb. 65: Entwicklung der Verträge mit gedeckelter und ungedeckelter Gewinnbeteiligung nach Quartalen (2011–2016, N = 286)	401
Abb. 66: Entwicklung der Verträge mit Unternehmenswertbeteiligung bei regulärer Beteiligung (2011–2016, N = 326)	404
Abb. 67: Entwicklung der Verträge mit Exit-Beteiligung (2011–2016, N = 326)	406
Abb. 68: Entwicklung der Verträge mit und ohne Verlustbeteiligung (2011–2016, N = 326)	410
Abb. 69: Entwicklung der Ratenzahlungs- und Stundungsrechte der kapitalsuchenden Unternehmen (2011–2016, N = 326)	411
Abb. 70: Entwicklung der Angebote mit Festlaufzeit und unbefristeter Laufzeit (2011–2016, N = 326)	413
Abb. 71: Quartalsweise Entwicklung der durchschnittlichen Mindestlaufzeit der angebotenen Verträge in Tagen (2011–2016, N = 326)	414
Abb. 72: Jährliche Entwicklung der durchschnittlichen Mindestlaufzeit der angebotenen Verträge in Jahren (2011–2016, N = 326)	414
Abb. 73: Entwicklung der durchschnittlichen Mindestlaufzeit der angebotenen Verträge in Jahren nach Plattform (2011–2016, N = 326)	415
Abb. 74: Entwicklung der Verträge mit identischer und divergierender Laufzeit für Anleger und kapitalsuchende Unternehmen (2011–2016, N = 326)	416
Abb. 75: Entwicklung der Anzahl der angebotenen Verträge mit und ohne Zustimmungsrechte der Crowdinvestoren (2011–2016, N = 326)	421

Abb. 76: Verträge mit und ohne Zustimmungsrechte der Anleger nach Plattformen (2011–2016, N = 326)	421
Abb. 77: Entwicklung des Verhältnisses von angebotenen Verträgen mit und ohne Quartalsreportingpflicht nach Quartalen (2011–2016, N = 326)	424
Abb. 78: Entwicklung des Verhältnisses von angebotenen Verträgen mit und ohne Quartalsreportingpflicht nach Jahren (2011–2016, N = 326)	424
Abb. 79: Entwicklung der Anzahl der angebotenen Verträge mit und ohne Quartalsreportingpflicht nach Plattformen (2011–2016, N = 326)	425
Abb. 80: Entwicklung der Pflicht zur Übermittlung des Jahresabschlusses (2011–2016, N = 326)	428
Abb. 81: Entwicklung der Anzahl der Verträge, nach denen der Jahresabschluss nur auf Anfrage übermittelt werden muss (2011–2016, N = 267)	428
Abb. 82: Entwicklung der Verträge mit und ohne Gewinnmitteilungspflicht (2011–2016, N = 264)	429
Abb. 83: Häufigkeit der Verträge mit und ohne Pflicht zur Gewinnmitteilung nach Plattformen (2011–2016, N = 264)	430
Abb. 84: Entwicklung der Verträge mit und ohne Pflicht des finanzierten Unternehmens zur Mitteilung einer Verwässerung der Investmentquote der Crowdinvestoren (2011–2016, N = 228)	431
Abb. 85: Entwicklung der Verträge mit und ohne Pflicht zur Mitteilung einer Verwässerung nach Plattformen (2011–2016, N = 228)	431
Abb. 86: Entwicklung ausgewählter Informationspflichten (2011–2016, N = 326)	433
Abb. 87: Entwicklung ausgewählter Informationspflichten nach Plattform (2011–2016, N = 326)	433
Abb. 88: Entwicklung der Verträge mit und ohne Einsichtsrechte der Investoren (2011–2016, N = 326)	435
Abb. 89: Entwicklung der Verträge mit und ohne Einsichtsrechte der Investoren nach Plattformen (2011–2016, N = 326)	436
Abb. 90: Entwicklung der Verträge mit Stimmenpooling der Crowdinvestoren (2011–2016, N = 326)	437
Abb. 91: Beschränkungen der Übertragbarkeit der Crowdinvesting-Beteiligungen (2011–2016, N = 326)	440
Abb. 92: Entwicklung der Übertragungsbeschränkungen (2011–2016, N = 326)	441
Abb. 93: Entwicklung der Verträge mit Wettbewerbsverboten für Crowdinvestoren (2011–2016, N = 326)	442
Abb. 94: Entwicklung der Verträge mit Geheimhaltungsverpflichtungen für Crowdinvestoren (2011–2016, N = 326)	443
Abb. 95: Entwicklung der Verträge mit und ohne ausdrückliche Zweckbestimmung (2011–2016, N = 326)	444
Abb. 96: Entwicklung der Verträge mit Sanktionsmöglichkeiten der Crowdinvestoren bei zweckwidriger Verwendung des überlassenen Kapitals (2011–2016, N = 182)	445

Abb. 97: Entwicklung der Verträge mit Regelungen zur Vergütung der Geschäftsführer (2011–2016, N = 326)	446
Abb. 98: Entwicklung der Verträge mit Regelungen zur Vergütung der Geschäftsführer nach Plattformen (2011–2016, N = 324)	447
Abb. 99: Entwicklung der Verträge mit Wettbewerbsbeschränkungen für Gründer, Gesellschafter oder Geschäftsführer der finanzierten Unternehmen (2011–2016, N = 326)	448
Abb. 100: Entwicklung der Verträge mit Zusicherungen oder Garantien der Gründer gegenüber den Crowdinvestoren (2011–2016, N = 326)	449
Abb. 101: Kenngrößen Investorenschutzzindex, Teilindizes und Variablen	534
Abb. 102: Entwicklung des Investorenschutzzindexes (Durchschnitt und Spannweite) (2011–2016, 33 Variablen)	536
Abb. 103: Entwicklung des Teilindexes Mitspracherechte (2011–2016, 3 Variablen)	537
Abb. 104: Entwicklung des Teilindexes Informationsrechte (2011–2016, 9 Variablen)	538
Abb. 105: Entwicklung des Teilindexes Anti-Opportunismus (2011–2016, 15 Variablen)	539
Abb. 106: Entwicklung des Teilindexes Exit (2011–2016, 6 Variablen)	540
Abb. 107: Entwicklung des Investorenschutzzindexes nach Plattformen (2011–2016, 33 Variablen)	543
Abb. 108: Entwicklung des Teilindexes Mitspracherechte nach Plattformen (2011–2016, 3 Variablen)	544
Abb. 109: Entwicklung des Teilindexes Informationsrechte nach Plattformen (2011–2016, 9 Variablen)	545
Abb. 110: Entwicklung des Teilindexes Anti-Opportunismus nach Plattformen (2011–2016, 15 Variablen)	546
Abb. 111: Entwicklung des Teilindexes Exit nach Plattformen (2011–2016, 6 Variablen)	547
Abb. 112: Funktionale Konvergenz: Variationskoeffizient der Investorenschutzzindizes aller Verträge	549
Abb. 113: Funktionale Konvergenz: Variationskoeffizient der Investorenschutzzindizes nach Plattformen	550
Abb. 114: Funktionale Konvergenz <i>Seedmatch/Companisto</i> : Differenz der durchschnittlichen Indexwerte von <i>Seedmatch</i> und <i>Companisto</i>	551
Abb. 115: Formale Konvergenz der Verträge von <i>Seedmatch</i> und <i>Companisto</i> (Summe der Abweichungen der 33 Variablen)	553
Abb. 116: Innovationsrate der Plattformen <i>Seedmatch</i> , <i>Companisto</i> und Sonstige Plattformen (2011–2016)	554

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere(r) Ansicht
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Acad. Manag. Rev.	Academy of Management Review
Account. Rev.	Accounting Review
ACM Trans. Comput.- Hum. Interact.	ACM Transactions on Computer-Human Interaction
AG	(Die) Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
AnSchVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Anz. Beob.	Anzahl an Beobachtungen
AO	Abgabenordnung
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOGK AktG	beck-online.GROSSKOMMENTAR zum Aktienrecht
BeckOGK BGB	beck-online.GROSSKOMMENTAR BGB
BeckOGK HGB	beck-online.GROSSKOMMENTAR HGB
BeckOK GewO	BeckOnline Kommentar Gewerbeordnung
BeckOK GmbHG	BeckOnline Kommentar GmbH-Gesetz
BeckOK HGB	BeckOnline Kommentar Handelsgesetzbuch
BeckOK InsO	BeckOnline Kommentar Insolvenzordnung
BeckOK	BeckOnline Kommentar
Bell J. Econ.	Bell Journal of Economics
BeurkG	Beurkundungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
Bus. Hor.	Business Horizons

BVerfG	Bundesverfassungsgesetz
BVK	Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
BWNotZ	Zeitschrift für das Notariat in Baden-Württemberg
BYU L. Rev.	Brigham Young University Law Review
Calif. Manag. Rev.	California Management Review
Cardozo J. Int'l & Comp. L.	Cardozo Journal of International and Comparative Law
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CF	Corporate Finance
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Constit. Polit. Econ.	Constitutional Political Economy
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
Del. J. Corp. Law	Delaware Journal of Corporate Law
DePaul Bus. & Comm. L.J.	DePaul Business and Commercial Law Journal
DigiWorld Econ. J.	DigiWorld Economic Journal
DiRL	Digitalisierungsrichtlinie
DiRUG	Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
Drs.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
Durchschn.	Durchschnitt
EBOR	European Business Organization Law Review
Econ. J.	Economic Journal
ECSP-VO	Verordnung über Europäische Schwarzfinanzierungsdienstleister
ed.	edition
EGHGB	Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
ET&P	Entrepreneurship Theory and Practice
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUCL	European Company Law
Eur. J. L. & Econ.	European Journal of Law and Economics
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende
FB	Finanz-Betrieb
ff.	folgenden
Fin. Anal. J.	Financial Analysts Journal
FinVermV	Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung
Fla. St. U.L. Rev.	Florida State University Law Review
Fn.	Fußnote
Front. Entrep. Res.	Frontiers of entrepreneurship research
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
GewArch	Gewerbearchiv

GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GLJ	German Law Journal
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GNotKG	Gerichts- und Notarkostengesetz
GwG	Geldwäschegegesetz
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
h. M.	herrschende Meinung
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
Harv. J. Law Public Policy	Harvard Journal of Law & Public Policy
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
HTGF	High-Tech Gründerfonds
i. H. v.	in Höhe von
i. S. d.	im Sinne des
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
Ind. L. J.	Indiana Law Journal
Inf. Syst. Res.	Information Systems Research
InsO	Insolvenzordnung
Int. J. Entrepreneurial Behav. Res.	International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research
Int. J. Ind. Organ.	International Journal of Industrial Organization
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research
J. Bus. Vent.	Journal of Business Venturing
J. Bus.	Journal of Business
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Corp. Law Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Econ. Hist.	Journal of Economic History
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Manag. Strateg.	Journal of Economics & Management Strategy
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J. Econ. Theory	Journal of Economic Theory
J. Empir. Leg. Stud.	Journal of Empirical Legal Studies
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Finance	Journal of Finance
J. Inf. Sci.	Journal of Information Science
J. Innov. Econ.	Journal of Innovation Economics
J. Interact. Advert.	Journal of Interactive Advertising
J. L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics, and Organization
J. Law & Econ.	Journal of Law & Economics
J. Law Econ. Organ.	Journal of Law, Economics, & Organization
J. Legal Educ.	Journal of Legal Education

J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Political Econ.	Journal of Political Economy
J. Publ. Econ.	Journal of Public Economics
J. Small & Emerging Bus. L.	Journal of Small and Emerging Business Law
J. Small Bus. Strategy	Journal of Small Business Strategy
jM	juris – Die Monatszeitschrift
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KASG	Kleinanlegerschutzgesetz
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KSI	Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
KV	Kostenverzeichnis
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
LLSV	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer und Vishny
Loy. L. A. Ent. L. Rev.	Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Manag. Sci.	Management Science
Max.	Maximum
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive 2014 (Zweite Richtlinie über Märkte für Finanzierungsinstrumente)
Milbank Q.	Milbank Memorial Fund Quarterly/Health and Society
Min.	Minimum
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
Mio.	Million(en)
MMR	Multimedia und Recht
MüKo AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKo BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKo GmbHG	Münchener Kommentar zum GmbHG
MüKo HGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
MüKo InsO	Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung
MüKo	Münchener Kommentar
N. C. L. Rev.	North Carolina Law Review
N. Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NACE Rev. 2	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (<i>Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne</i>) Revision 2
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review

Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
OLG	Oberlandesgericht
Pepp. L. Rev.	Pepperdine Law Review
Prospekt-RL	Prospekt-Richtlinie
Prospekt-VO	Prospekt-Verordnung
Q	Quartal
Quar. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RAND J. Econ.	RAND Journal of Economics
RdF	Recht der Finanzinstrumente
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies
RG	Reichsgericht
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite
Sci. Technol. Innov. Stud.	Science, Technology & Innovation Studies
SE	Societas Europaea
Small Bus. Econ.	Small Business Economics
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Std.abw.	Standardabweichung
Strat. Change	Strategic Change
Tenn. J. Bus. L.	Transactions: The Tennessee Journal of Business Law
Tenn. L. Rev	Tennessee Law Review
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Business Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
u. a.	unter anderem/und andere
Uabs.	Unterabsatz
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
UG	Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)
Urt.	Urteil
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VermVerkProspV	Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
Vgl.	Vergleiche
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
VIBBestV	Vermögensanlagen-Informationsblatt-Bestätigungsverordnung
Vorbem.	Vorbemerkung
Vt. L. Rev.	Vermont Law Review

WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
z. B.	zum Beispiel
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZFCM	Zeitschrift für Controlling und Management
ZFGK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZfKE	Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozeßordnung
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht
ZUM-RD	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht – Rechtsprechungsdienst
ZVertriebsR	Zeitschrift für Vertriebsrecht

§ 1 Einleitung

A. Die „Crowdfunding Revolution“

Für Unternehmensgründer, die eine Idee verwirklichen und ein Unternehmen gründen wollen, ist es regelmäßig schwer, Kapital zur Umsetzung ihrer Idee und zur Finanzierung ihres Unternehmens einzuwerben.¹ Insbesondere in der Seed-, aber auch in der Start-up-Phase sind Unternehmen die klassischen Kapitalangebote des Kapitalmarkts in der Regel verwehrt. Für Risikokapitalgeber wie Venture Capital-Fonds sind die erforderlichen Finanzierungsvolumina noch zu klein. So verbleiben neben Business Angels zunächst häufig nur Familie und Freunde als Kapitalgeber.² Daneben und wenn diese Mittel nicht ausreichen, bestehen staatliche Förderprogramme sowie vermehrt Angebote von Inkubatoren und Acceleratoren, die zumindest einen Teil des Finanzierungsbedarfs der Unternehmensgründer decken.³ Gleichwohl wird vielfach ein volkswirtschaftlich relevantes *funding gap* beklagt, das dazu führt, dass finanziierungswürdige Ideen und Innovationen mangels entsprechender Frühphasenfinanzierung nicht umgesetzt werden können.⁴

Seit Beginn der 2010er Jahre wird den Phänomenen Crowdfunding und insbesondere Crowdinvesting das Potential zugeschrieben, als ein möglicher Baustein zur Füllung dieses *funding gaps* beitragen zu können.⁵ Bei diesen Finanzierungsformen sammeln Unternehmen eine Vielzahl von kleinen Finanzierungsbeiträgen von der *Crowd*, das heißt von einer Vielzahl von Menschen, ein. Jeder einzelne dieser Kapitalgeber trägt häufig nur eine verschwindend geringe Summe bei.⁶ Nach der Einschätzung von Kevin Lawton und Dan Marom in ihrem 2010 erschienenen Buch *The Crowdfunding Revolution – Social Networking Meets Venture Financing* soll Crowdinvesting nicht nur die Finanzierungslücken in der

¹ Siehe auch *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237, 238; *Bradford*, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 1, 5 (2012). Ausführlich dazu unter § 2 B. II. 2. d) unten.

² Oft auch als „*Family, Friends, and Fools*“ bezeichnet, vgl. etwa *Schwartz*, 88 *Notre Dame L. Rev.* 1457, 1461 (2013); *Weitnauer*, in: *Weitnauer* (Hrsg.), *Handbuch Venture Capital*, 7. Aufl., 2022, Teil A., Rn. 9; *Epstein*, 39 *Harv. J. Law Public Policy* 1, 11 (2016); *Cooter*, 33 *Fla. St. U. L. Rev.* 373, 377 (2005); oder auch „*5Fs – founders, family, friends, fans and fools*“, vgl. *Harrison*, 15 *Venture Capital* 283 (2013).

³ Siehe dazu *Weitnauer*, in: *Weitnauer* (Hrsg.), *Handbuch Venture Capital*, 7. Aufl., 2022, Teil A., Rn. 5 ff., 18 ff.

⁴ Siehe dazu § 2 B. II. 2. d) unten, ferner etwa *Bradford*, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 1, 5 (2012); *Harrison*, 15 *Venture Capital* 283 (2013).

⁵ Vgl. etwa *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237; *Bradford*, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 1, 5, 100 f. (2012); *Bradford*, ZBB 2015, 376, 377.

⁶ Für eine Definition des Crowdinvesting siehe § 3 A. III. 3. unten.

Start-up-Finanzierung schließen, sondern zudem die Allokation des Kapitals zur Start-up-Finanzierung grundlegend verändern.⁷ Mittels Crowdinvesting gelänge es erstmalig, die kollektive Weisheit der Menschheit – oder jedenfalls derjenigen mit Zugang zum Internet – für die Kapitalallokation zu nutzen.⁸ Während bisher Einzelne (Business Angels oder Venture Capital-Gesellschaften) über die Finanzierung von Unternehmen und Ideen entschieden, werde mittels Crowdinvesting die Entscheidung, welche Ideen und Projekte finanziert werden, dem kollektiven Willen und der Weisheit der Vielen⁹ übertragen.¹⁰ Die neuartige Finanzierungsform führe daher nicht nur zu einer Demokratisierung der Kapitalallokation,¹¹ sondern zu einer grundlegenden Veränderung der Finanzierungslandschaft und zu einer Revolution des Selektionsprozesses von Ideen jeglicher Art.¹² Lawton und Marom bezeichnen dies als die „*Crowdfunding Revolution*“.

B. Crowdinvesting in Deutschland

Crowdfunding und Crowdinvesting sind globale Phänomene.¹³ Den deutschen Markt erreichte das Phänomen des Crowdinvesting als Form der Unternehmensfinanzierung im Jahr 2011.¹⁴ Ab dem Jahr 2011 waren in Deutschland die ersten

⁷ Lawton/Marom, *The Crowdfunding Revolution*, 2010, S. 1, 172.

⁸ Lawton/Marom, *The Crowdfunding Revolution*, 2010, S. 2, 33, 172.

⁹ Der Begriff der „Weisheit der Vielen“ bzw. „*Wisdom of the Crowd*“ wurde geprägt von dem US-amerikanischen Journalisten James Surowiecki in seinem 2004 erschienenen Buch „*The Wisdom of Crowds – Why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economies, societies, and nations*“. Als Beleg dafür, dass eine Gruppe von Individuen unter bestimmten Umständen kollektiv bessere Entscheidungen trifft als jedes einzelne Mitglied der Gruppe wird etwa die empirische Studie des Statistikers und Naturforschers Galton aus dem Jahr 1907 angeführt. Galton untersuchte hierzu einen Wettbewerb auf der jährlichen Nutzterschau in Plymouth, bei dem Teilnehmer das Gewicht eines Ochsen schätzen sollten. Der mittlere Schätzwert der Teilnehmer war genauer als sämtliche Einzelschätzungen und wich nur 0,8 % vom tatsächlichen Gewicht des Ochsen ab (Galton, 72 *Nature* 450–451 (1907)). Als weiterer Beleg wird beispielsweise die Studie von Treynor, 43(3) *Fin. Anal. J.* 50–53 (1987), angeführt, in der die Gesamtheit der Teilnehmer eines Experiments die Anzahl der in einem Glas enthaltenen Geleebonbons – bis auf wenige Ausnahmen – besser schätzen konnte als jeder Einzelteilnehmer. Siehe dazu und zu ähnlichen Experimenten auch Surowiecki, *The Wisdom of Crowds*, 2004, S. 4 ff. Hierzu und zu den Voraussetzungen der „Entfaltung“ der Weisheit der Vielen im Kontext des Crowdinvesting auch Klöhn/Hornuf, *ZBB* 2012, 237, 257.

¹⁰ Lawton/Marom, *The Crowdfunding Revolution*, 2010, S. 172 f.

¹¹ Vgl. dazu auch Bradford, 2012 *Colum. Bus. L. Rev.* 1, 5 f. (2012); Hemer/Schneider/Dornbusch/Frey, *Crowdfunding*, 2011, S. 8, 13.

¹² Lawton/Marom, *The Crowdfunding Revolution*, 2010, S. 48 ff.

¹³ Vgl. etwa Bradford, 2012 *Colum. Bus. L. Rev.* 1, 13 f. (2012) mit Beispielen für Crowdinvesting-Plattformen in den USA, Großbritannien, Hongkong, Brasilien, Deutschland, den Niederlanden und Afrika sowie Gabison, 13 *DePaul Bus. & Comm. L. J.* 359–409 (2015) im Hinblick auf unterschiedliche Regulierungsansätze in verschiedenen Ländern. Zu Crowdinvesting in Frankreich siehe Clasen, *RIW* 2015, 344–350.

¹⁴ Für eine umfassende Analyse des deutschen Crowdinvesting-Marktes in den ersten fünf-einhalb Jahren seit seiner Entstehung siehe § 4 unten.

Crowdinvesting-Plattformen aktiv – Unternehmen, die sich darauf spezialisieren, über Internetplattformen vor allem Start-up-Unternehmen als Kapitalnachfrager und Privatpersonen als Kapitalgeber zusammenzubringen. Als Gegenleistung für die Bereitstellung von Kapital – zum Teil konnten Anleger bereits Einzelinvestments ab 5 Euro tätigen – wurde Kapitalgebern eine Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg des finanzierten Unternehmens versprochen.

Ein eindrucksvolles Beispiel für eine in der Frühphase des deutschen Crowdinvesting-Marktes erfolgreich durchgeführte Finanzierung ist die Crowdfinanzierung des Start-ups *Protonet*, ein Unternehmen das Cloudserver-Lösungen entwickelte. Im November 2012 warb *Protonet* in seiner ersten Crowdinvesting-Kampagne auf der Plattform *Seedmatch* innerhalb von 48 Minuten Kapital in Höhe von 200.000 Euro von 216 Investoren ein. Im Juni 2014 gelang dem Start-up ein weiterer Crowdinvesting-Rekord: Innerhalb von weniger als sechs Tagen konnte es in einer zweiten Finanzierungsrounde drei Millionen Euro von 1.826 Crowdinvestoren einsammeln.¹⁵

Mit anfänglich vielversprechenden Wachstumsraten – in den ersten drei Jahren, d.h. bis zum Ende des Jahres 2014, wuchs das Volumen der erfolgreich durchgeführten Finanzierungen um durchschnittlich 323 % pro Jahr¹⁶ – weckte Crowdinvesting als Form der Unternehmensfinanzierung zunächst große Erwartungen.¹⁷ Nach den anfänglichen Finanzierungserfolgen schien die Crowdinvesting-Euphorie jedoch zunehmend abzukühlen, das Bewusstsein für das Risiko von Wagniskapital-Investments zuzunehmen und Zweifel an der Finanzierungsform des Crowdinvesting zu wachsen. Zahlreiche Crowdinvesting-Plattformen zogen sich wieder vom Markt zurück oder änderten ihr Geschäftsmodell grundlegend. Einerseits blieben durchschlagende Erfolgsgeschichten crowdfinanzierter Start-ups zunächst aus. Andererseits nahm die Anzahl an Insolvenzen, bei denen Anleger viel Geld verloren, zu. Mit seiner Insolvenz im Jahr 2017 hält etwa *Protonet* nicht nur die Rekorde für die schnellste und die größte Crowdinvesting-Finanzierung im Untersuchungszeitraum, sondern ist auch für eine der größten Pleiten auf dem deutschen Crowdinvesting-Markt verantwortlich.¹⁸

Hinzu kamen tatsächliche und vermeintliche „Skandale“, die Crowdinvestoren nicht nur an der Seriosität der finanzierten Start-ups, sondern auch an der Finanzierungsform als solcher zweifeln ließen.¹⁹ Das Münchener Start-up *Vibewrite*

¹⁵ Vgl. dazu etwa <https://blog.seedmatch.de/protonet-crowdfunding-ali-jelveh-erfolgsfaktoren-crowdinvesting/>. Am 08.02.2017 meldete *Protonet* Insolvenz an, siehe dazu auch *Klein, KSI* 2019, 251, 253.

¹⁶ Siehe dazu § 4 B. I. 1. unten.

¹⁷ Zur politischen Wahrnehmung in Deutschland und auf europäischer Ebene siehe § 3 F. unten.

¹⁸ Große Ausfälle in den ersten Jahren des Crowdinvesting-Marktes waren etwa *Protonet*: 3,2 Mio. Euro (2017), *Panono*: 1,6 Mio. Euro (2017), *Freygeist*: 1,5 Mio. Euro (2017), *Cringle*: 1,3 Mio. Euro (2018), *Returbo*: 1,1 Mio. Euro (2017); vgl. dazu *Klein, KSI* 2019, 251, 253.

¹⁹ Siehe dazu auch *Nezik, Sauercrowd*, Der Spiegel 34/2016, S. 64–66.