

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	25
A. Einleitung	31
I. Einführung in die Thematik	31
II. Zielsetzung und Untersuchungsgegenstand	36
1. Fokus auf zivil-, aufsichts- und kapitalmarktrechtliche Anforderungen	36
2. Kompatibilitätsfähigkeit mit Beteiligungsgrundsätzen von professionellen Wagniskapitalgebern?	37
B. Grundlagen des nationalen Crowdfunding-Modells für Start-ups	39
I. Begriffsbestimmungen	39
1. Crowdsourcing	39
2. Crowdfunding	44
a) Donation-Modell	46
b) Reward-Modell	46
c) Pre-Purchase-Modell	47
d) Lending-Modell	48
e) Crowdfunding-Modell	49
aa) Monetäre Rendite im Fokus – Erfolgsbeteiligung bei Start-up-Finanzierung	49
bb) Finanzierungsinstrumente	49
(1) Konzentration auf Darlehensverträge	49
(2) Kleinanlegerschutzgesetz und Vermögensanlagengesetz	50
(3) Alternative Beteiligungsvarianten bei der crowdbasierten Start-up-Finanzierung	52
cc) Netzwerkeffekte mittels Internet	54
II. Ausgangslage bei der crowdbasierten Start-up-Finanzierung	55
1. Beteiligte und Interessenlagen	56
a) Die Crowd als (Klein-)Anleger	56

b) Kapitalsuchende Unternehmen und Gründer der Start-ups	58
aa) Kapitalsuchende Unternehmen	58
bb) Gründer	62
c) Crowdinvesting-Plattformen	63
d) Tabellarische Zusammenfassung der Interessenlage der Beteiligten des Crowdinvesting-Modells	68
2. Charakteristika eines Crowdinvesting-Vertrages bei der Start- up-Finanzierung	70
a) Partiarisches Element – Vermögensrechte	70
aa) Festzinsvereinbarung	71
bb) Wirtschaftliche Beteiligung	72
(1) Beteiligungsquote	72
(2) Gewinn- und Verlustbeteiligung	74
(3) Beteiligung am Exit-Erlös	80
(4) Beteiligung am Unternehmenswert bzw. Life- Time-Gewinn- und Exit-Beteiligung	89
b) Verwaltungsrechte	93
aa) Einwirkungsrechte	93
bb) Informationsrechte	93
c) Qualifizierte Nachrangklausel	98
d) Vertragsdauer und Kündigungen	101
e) Verwässerung und Verwässerungsschutz bei Folgefinanzierungen	106
aa) Verwässerung und Verwässerungsschutz im Aktienrecht .	106
bb) Verwässerung der individuellen Beteiligungsquote bei Folgefinanzierungen	107
cc) Wirtschaftliche Verwässerung und Verwässerungsschutz	108
f) Abtretbarkeit und Übertragbarkeit	114
C. Rechtsbeziehungen im Crowdinvesting-Modell	117
I. Rechtsbeziehungen Start-up – Kleinanleger: Crowdinvesting- Vertrag	118
1. Vertragstyp	118

a) Darstellung und Abgrenzung von stillen Gesellschaften, partiarischen Darlehen und Genussrechten	119
aa) Stille Gesellschaften	119
bb) Partiarische Darlehen	122
(1) Wesen, Merkmale und Rechtsnatur	122
(2) Abgrenzung partiarischer Darlehen von stillen Gesellschaften	124
(a) Existenz partiarischer Darlehen	124
(b) Zwingende und indizielle Abgrenzungsmerkmale	126
cc) Genussrechte	132
(1) Wesen, Merkmale und Rechtsnatur	132
(2) Abgrenzung Genussrechte von stillen Gesellschaften	135
(a) Abgrenzung anhand einer Verlustbeteiligung oder eines gemeinsamen Zwecks im Sinne des § 705 BGB	135
(b) Zwingende und indizielle Abgrenzungsmerkmale	137
(3) Abgrenzung Genussrechte von partiarischen Darlehen	138
b) Einordnung der Crowdfunding-Verträge	139
aa) Genussrechte vs. partiarische (Nachrang-)Darlehen	139
bb) Stille Gesellschaft vs. partiarisches (Nachrang-)Darlehen	141
(1) Abgrenzung nach gemeinsamem Zweck – Haupt- und Förderpflichten	141
(2) Seedmatch: vertragliche Haupt- und Förderpflichten ..	143
(3) Companisto: vertragliche Haupt- und Förderpflichten	145
(4) Ergebnis	146
2. Vertragsschluss	147
a) Vertragsschluss bei Companisto und Seedmatch	147
b) Rechtliche Stellung der Crowdfunding-Plattformen	148

aa) Stellvertretung nach §§ 164 ff. BGB	149
(1) Crowdfunding-Plattformen – keine Vertreter der einzelnen Kleinanleger	149
(2) Crowdfunding-Plattformen – keine Vertreter der Start-ups	150
bb) Botenstellung oder multilaterales Handelssystem im Sinne des KWG	151
c) Mindest- und Maximalinvestmentschwelle	153
aa) Mindestinvestmentschwelle – Unterfinanzierung	155
(1) Auflösende Bedingung nach § 158 Abs. 2 BGB – aufschiebende Bedingung nach § 158 Abs. 1 BGB	155
(2) Qualifizierte Nachrangklausel im Kontext von Mindestinvestmentschwellen	156
(a) Qualifizierte nachrangige Wirkung der Rückforderungen der Kleinanleger bis zur (Nicht-)Erreichung der Mindestinvestmentschwelle	157
(b) Fehlende qualifizierte nachrangige Wirkung der Rückforderungen von Kleinanlegern bei Nichterreichung der Mindestinvestmentschwelle	158
bb) Mindestinvestmentschwelle – Widerruf durch Kleinanleger	161
cc) Maximalinvestmentschwelle	162
d) Widerrufsrechte	163
aa) Widerrufsrecht nach §§ 312g Abs. 1, 355 BGB	163
(1) Anwendungsbereich: Fernabsatzvertrag gemäß § 312c Abs. 1 BGB	163
(2) Beschränkter Anwendungsbereich: Verträge über Finanzdienstleistungen nach § 312 Abs. 5 BGB	165
(a) Kreditgewährung	165
(b) Geldanlage	165
(c) Rechtsfolgen für die Crowdfunding-Verträge	166
(3) Kein beschränkter Anwendungsbereich nach § 312 Abs. 2 Nr. 1 lit.a BGB	166

(4) Widerrufsrecht gemäß §§ 312g Abs. 1, 355 BGB	167
(a) Kein Ausschluss nach § 312g Abs. 2 S. 1 Nr. 8, 1. Alt. BGB	167
(b) Informations- und sonstige Pflichten	168
(c) Widerrufsfrist	168
(d) Widerrufserklärung und Rechtsfolgen	169
bb) Widerrufsrecht nach § 495 Abs. 1 BGB	170
cc) Widerrufsrecht nach § 2d VermAnlG	170
(1) Persönlicher Anwendungsbereich des § 2d VermAnlG	171
(a) Sinn und Zweck des § 2d VermAnlG	171
(b) Keine Vergleichbarkeit von Verbrauchern und Unternehmern im Lichte des § 2d VermAnlG – teleologische Reduktion	173
(2) Widerrufsfrist	174
(3) Widerrufserklärung	174
(4) Rechtsfolgen	175
(5) Besonderheiten und Kritik	176
(a) Gesetzliche Hinweispflicht auf § 2d VermAnlG	176
(b) Fehlende Konkurrenzregelung	178
(c) Erforderlichkeit eines § 2d VermAnlG	179
dd) Fehlende qualifizierte nachrangige Wirkung der Rückforderungen von Kleinanlegern nach Erklärung eines Widerrufs	180
3. Vertragsinhalt	182
a) Standardverträge – AGB – §§ 305 ff. BGB	182
aa) Bereichsausnahme gemäß § 310 Abs. 4 S. 1 Var. 3 BGB	183
bb) Objektive Auslegung und Inhaltskontrolle bei Publikumsgesellschaften	185
b) Qualifizierte Nachrangabrede	187
aa) Anforderungen an Nachrangabreden zur Vermeidung einer Überschuldung	189

(1) Rangrücktrittsvereinbarungen mit Nichtgesellschaftern	189
(2) Anforderungen an Nachrangabreden im Lichte des § 19 Abs. 2 S. 1 InsO	190
(3) Bedeutung der BGH-Rechtsprechung für Crowdinvesting-Verträge	191
bb) Wirksamkeit von qualifizierten Nachrangabreden in AGB	193
(1) Überraschende Klausel – § 305c Abs. 1 BGB	194
(2) Inhaltskontrolle – unangemessene Benachteiligung	198
(a) Eröffnung der Inhaltskontrolle – § 307 Abs. 3 S. 1 BGB	198
(b) Unangemessene Benachteiligung – § 307 Abs. 1 S. 1 BGB	204
(c) Unvereinbarkeit – § 307 Abs. 2 Nr. 1 BG	210
(d) Transparenz – § 307 Abs. 1 S. 2 BGB	210
cc) Rechtsfolgen und Auswirkungen für das Crowdinvesting-Modell	213
c) Verwässerungs- und Verwässerungsschutzklauseln	215
II. Rechtsbeziehungen Crowdinvesting-Plattform – Kleinanleger	216
1. Die rechtstatsächlichen Rollen der Crowdinvesting-Plattform	216
2. Vertragstyp und Vertragsinhalt	218
a) Nutzungs- und Auskunftsvertrag	218
aa) Vertrag über die Nutzung einer Webseite	218
bb) Auskunftsvertrag	219
(1) Konkludenter Vertragsschluss eines Auskunftsvertrages	219
(2) Kein Beratungsvertrag – keine Anlageberatung	221
(3) Spezielle Pflichten der Crowdinvesting- Plattformen als Anlagevermittler	222
(a) Pflicht zur Informationsverschaffung und Prüfung der Plausibilität von Informationen	223
(b) Auskunfts- und Aufklärungspflicht	224

(c) Überprüfungspflicht der Angemessenheit der Vermögensanlage – Prüfungspflicht der Zeichnungsgrenzen nach § 2a VermAnlG	224
(d) Prüfungs- und Aufklärungsgrad der Crowdinvesting-Plattformen	226
(e) Statusbezogene Informationen und weitere Offenlegungspflichten	227
(f) Allgemeine Verhaltenspflicht	228
(4) Pflichten- und Haftungsausschluss durch AGB	229
b) Companisto: Pooling- und Carryvereinbarung	231
3. Vertragsschluss und Widerrufsrecht nach §§ 312g Abs. 1, 355 Abs. 1 BGB	235
a) Beschränkter Anwendungsbereich nach § 312 Abs. 5 S. 1 BGB	235
b) Informationspflichten und Widerrufsfrist	237
c) Widerrufserklärung und Rechtsfolgen	238
III. Rechtsbeziehungen Crowdinvesting-Plattform – Start-up	238
D. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an das Crowdinvesting-Modell	241
I. Anwendbarkeit des Kreditwesengesetzes	241
1. Start-ups als Kreditinstitute nach § 1 Abs. 1 S. 1 f. KWG	242
a) Einlagengeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1, 1. Alt. und 2. Alt. KWG	242
aa) Partiarische Nachrangdarlehen	242
(1) Rückzahlbarkeit der Ansprüche der Darlehensgeber	242
(2) Qualifizierte Nachrangabreden – Unbedingtheit der Rückzahlungsansprüche der Darlehensgeber	245
(3) Erfüllung des Einlagenbegriffs nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1, 1. Alt. KWG	246
bb) Stille Gesellschaften	248
(1) Rückzahlbarkeit von Einlagen stiller Gesellschafter	248

(2) Verlustteilnahme und qualifizierte Nachrangabreden – Unbedingtheit von Rückzahlungsansprüchen stiller Gesellschafter	250
(3) Erfüllung des Einlagenbegriffs nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1, 1. Alt. KWG	252
b) Gewerbsmäßiger Betrieb oder ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb	254
aa) Gewerbsmäßiger Betrieb eines Bankgeschäfts – § 1 Abs. 1 S. 1, 1. Alt. KWG	254
bb) Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert – § 1 Abs. 1 S. 1, 2. Alt. KWG	255
cc) Betreiber – keine Umgehung durch externe Zahlungsdienstleister	257
c) Zwischenergebnis – ggf. Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG	258
d) Auswirkungen einer fehlenden Erlaubnis	259
2. Crowdfunding-Plattformen als Finanzdienstleistungsinstitute nach § 1 Abs. 1a S. 1 KWG	262
a) Keine Kreditinstitute – keine Bankgeschäfte	262
b) Anlagenvermittlung nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG	262
aa) Keine Abschlussvermittlung nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 2 KWG	264
bb) Keine Anlageberatung nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG	265
c) Gewerbsmäßige Erbringung von Finanzdienstleistungen nach § 1 Abs. 1a S. 1, 1. Alt. KWG	266
d) Bereichsausnahme nach § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8e KWG	266
e) Keine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG	268
3. Kleinanleger im Lichte des KWG	268
a) Kreditgeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG	268
aa) Gelddarlehen	268
bb) Kein Kreditgeschäft bei qualifizierter Nachrangklausel	270

b) Gewerbsmäßiger Betrieb oder ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb	270
aa) Gewerbsmäßiger Betrieb nach § 32 Abs. 1 S. 1, 1. Alt. KWG	270
bb) Ein kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb nach § 32 Abs. 1 S. 1, 2. Alt. KWG	271
cc) Zwischenergebnis	272
c) Betrieb eines Kreditgeschäfts	273
d) Auswirkungen einer fehlenden Erlaubnis	273
II. Anwendbarkeit des Wertpapierhandelsgesetzes	274
III. Anwendbarkeit der Gewerbeordnung	275
IV. Anwendbarkeit des Zahlungsdiensteaufsichtsgesetzes	277
V. Anwendbarkeit des Kapitalanlagegesetzbuches	279
VI. Anwendbarkeit des Geldwäschegesetzes	281
VII. Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen	282
1. Gesetzgebungsverfahren und Ziel der EU-Crowdfunding-VO	282
2. Anwendungsbereich der EU-Crowdfunding-VO	285
a) Partiarische Nachrangdarlehen und stille Beteiligungen – keine Kredite im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit.b der EU-Crowdfunding-VO	287
aa) Ratenzahlungsplan	288
bb) Unbedingte (Rück-)Zahlungsverpflichtung	289
b) Partiarische Nachrangdarlehen und stille Beteiligungen – keine für Schwarmfinanzierungsangebote zugelassenen Instrumente im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit.n EU-Crowdfunding-VO	291
c) Ergebnis	293
VIII. Zwischenergebnis – aufsichtsrechtliche Beurteilung	294
E. Kapitalmarktrechtliche Anforderungen an das Crowdinvesting- Modell	297

I. Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG und deren Befreiung nach § 2a VermAnlG	298
1. Anwendbarkeit des VermAnlG	298
a) Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 VermAnlG	298
b) Vorrang der EU-Crowdfunding-VO	299
c) Vorrang WpPG, KAGB und KWG	300
d) Start-ups als Anbieter und Emittenten von Vermögensanlagen	301
e) Öffentliches inländisches Angebot	303
2. Befreiung von der Prospektpflicht beim Crowdinvesting-Modell	304
a) Befreiung von der Prospektpflicht nach § 2a VermAnlG	304
b) Kritik an dem Privilegierungstatbestand nach § 2a VermAnlG	308
3. Keine Ausnahme nach § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG	312
II. Pflichtenreduktion bzw. -modifikation nach § 2a VermAnlG	312
1. Erstellungspflicht von Vermögensanlagen- Informationsblätter nach § 13 VermAnlG	313
2. Anlegerinformationen nach § 15 VermAnlG	314
3. Modifizierte Pflichten bei Erstellung von Jahresabschlüssen	316
III. Beschränkte aufsichtsrechtliche Kontrolle durch die BaFin	317
1. Aufsichtsrechtliche Kontrolle nach VermAnlG	317
2. Produktinterventionsrecht nach MiFIR	318
3. Kollektiver Verbraucherschutz	319
IV. Widerrufsrecht nach § 2d VermAnlG	320
V. Haftungsrechtliche Situation bei fehlenden oder fehlerhaften Informationen	320
1. Die Haftung der Anbieter und Emittenten von Crowdinvesting-Verträgen	321
a) Spezialgesetzliche Prospekthaftung nach dem VermAnlG	321
aa) Haftung nach §§ 20, 21 VermAnlG	322
(1) Haftungsvoraussetzungen	322
(a) Start-ups und Gründer als Anspruchsgegner	322

(b) Weitere Voraussetzungen der §§ 20, 21 VermAnlG	324
(2) Anwendbarkeit bei Crowdfunding-Verträgen	328
bb) Haftung nach § 22 Abs. 1, Abs. 1a VermAnlG	329
cc) Haftung nach § 22 Abs. 4a VermAnlG	331
b) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	333
aa) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	333
bb) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne	336
c) Deliktsrechtliche Haftungsansprüche	337
d) Anspruchsverhältnis und -konkurrenz	339
aa) Verhältnis spezialgesetzliche Prospekthaftungsansprüche zu deliktischen und bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftungsansprüchen im weiteren Sinne	339
bb) Verhältnis spezialgesetzliche Prospekthaftungsansprüche zu bürgerlich- rechtlichen Prospekthaftungsansprüchen im engeren Sinne	341
cc) Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftungsansprüche im engeren Sinne bei Ausnahmeregelung nach § 2a VermAnlG	342
2. Die Haftung der Crowdfunding-Plattformen	344
a) Spezialgesetzliche Prospekthaftung nach dem VermAnlG	344
aa) Haftung nach §§ 21, 22 VermAnlG	344
bb) Haftung nach § 20 VermAnlG	345
b) Zivilrechtliche Haftung aus Vertragsverhältnis und öffentlich-rechtlichen Pflichten	346
c) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	348
aa) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	348
bb) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne	350
d) Deliktsrechtliche Haftung	352

VI. EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz	353
1. Einführung EU-Prospekt-VO und WpPG	353
2. Anwendungsbereiche und Auswirkungen auf die deutsche Crowdfunding-Praxis im Bereich der Start-up-Finanzierung	355
VII. Zwischenergebnis – kapitalmarktrechtliche Beurteilung	356
F. Rechtliche Kompatibilität von Venture Capital und Crowdfunding-Modell	359
I. Grundlagen des Venture Capitals	359
1. Begriffsbestimmungen	359
2. Abgrenzung zu anderweitigen Finanzierungsarten	361
a) Klassische Fremdkapitalfinanzierungen	361
b) Private Equity	362
c) Hybride bzw. mezzanine Beteiligungsformen	362
3. Finanzierungs- und Investitionsphasen der Venture Capital- Geber	364
a) Early-Stage-Phase	364
b) Later-Stage-Phase	365
c) Desinvestitionsphase	366
d) Zusammenfassung	367
4. Venture Capital-Geber in Deutschland	367
a) Ersparnisse der Gründer, Familien und Freunde	368
b) Acceleratoren/Inkubatoren/Company Builder	368
aa) Acceleratoren	369
bb) Inkubatoren	370
cc) Company Builder	371
c) Business Angels	371
d) Family Offices	373
e) Unabhängige Venture Capital-Gesellschaften und Venture Capital-Fonds	374
f) Industrielle Investoren – Corporate Venture Capital	375
g) Staatliche Förderung – Public Venture Capital	376
5. Beteiligungsgrundsätze von Venture Capital-Geber	378

a) Interessenlagen der Beteiligten	379
aa) Interessen der Gründer	379
(1) Ausreichende Finanzierung – hohe Unternehmensbewertung	379
(2) Kein Abfluss von Liquidität	380
(3) Aktive Unterstützung der Venture Capital- Geber – Autonomie der Gründer	380
(4) Rentabilität – aber nicht um jeden Preis	381
bb) Interessen der Venture Capital-Geber	382
(1) Rentabilität durch Wertsteigerung und -realisierung	382
(a) Vorbestimmter Anlagehorizont	382
(b) Marktfähige Unternehmensbewertung und Down-Round-Protection	382
(c) Erlös- und Liquidationspräferenzen – Prinzip: Last-in, First-out	384
(d) Mitveräußerungspflicht – Drag-along Rights	385
(2) Ausschließlich vertragliche Sicherheiten – keine typischen Kreditsicherheiten	386
(a) Covenants – Einfluss- und Kontrollrechte	386
(b) Zusicherungs- und Garantieerklärungen	387
(3) Weitergehende Interessen der industriellen Investoren	387
b) Risiken einer Venture Capital-Beteiligung	388
aa) Exogene Risiken	388
(1) Realisierungs- und Ertragsunsicherheiten	388
(2) Humankapital – Bindung von Gründern und Know-how-Trägern	389
(a) Vesting und Incentivierung mittels Mitarbeiterbeteiligungsprogramm sowie Wettbewerbsverbote	389
(b) Vinkulierung, Vorerwerbsrechte und Mitveräußerungsrechte – Tag-along Rights	390
bb) Endogene Risiken	391
(1) Hidden Information	392

(2) Hold-up	393
(3) Hidden Action	394
c) Tabellarischer Vergleich Interessen Kleinanleger als Teil der Crowd und Venture Capital-Geber	396
II. Definition, Bedeutung und Erforderlichkeit einer rechtlichen Kompatibilität	397
1. Definition und Bedeutung einer rechtlichen Kompatibilität	397
2. Erforderlichkeit einer Kompatibilität	397
III. Szenarien einer rechtlichen Kompatibilität	399
1. Venture Capital-Geber als Teil der Crowd	399
a) Venture Capital-Geber als Crowdinvestor	400
b) Crowdfunding-Vertrag versus Venture Capital- Beteiligungsgrundsätze	401
aa) Verwässerung und Verwässerungsschutz der Beteiligungsquoten	401
bb) Fehlende Verhandlungen über Unternehmensbewertungen	402
cc) Fehlende vertragliche Erlösverteilungs- bzw. Liquidationspräferenzen	404
dd) Informationsasymmetrie und fehlende Mitbestimmung	405
ee) Fehlende Bindung der Gründer und Know-how-Träger ..	408
ff) Transaktionskosten	409
gg) Stimmbindungsvereinbarung und Mitveräußerungspflicht (<i>Drag-along Rights</i>)	410
hh) Abfluss von Liquidität aufgrund von Zahlungsvereinbarungen	412
ii) Qualifizierte Nachrangvereinbarungen	413
(1) Wirksamkeit gegenüber Unternehmern	413
(2) Ungleichbehandlung von Verbrauchern und Unternehmern	416
(3) Gefahr der Überschuldung nach § 19 Abs. 2 S. 1 InsO	416

c) Rechtsrahmen versus Venture Capital-Beteiligungsgrundsätze	417
aa) Rechtliche Unsicherheiten hinsichtlich der Anwendbarkeit des KWG	418
(1) Einlagengeschäfte der Start-ups	418
(2) Gefahr des Ausschlusses des VermAnlG	419
bb) Rechtliche Unsicherheiten bei der Anwendbarkeit des VermAnlG	419
(1) Vertragstypus der Crowdfunding-Verträge	420
(2) Gesetzliche Widerrufsrechte	421
(a) § 2d VermAnlG als Widerrufsrecht der Venture Capital-Geber	421
(b) Gesetzliche Widerrufsrechte der Kleinanleger	421
(3) Zeichnungshöchstgrenzen bei § 2a Abs. 3 S. 1 VermAnlG	423
(4) Haftungsrahmen bei fehlenden oder unvollständigen Informationen	425
(a) Start-ups und Gründer als haftungsrechtliche Anspruchsgegner der Venture Capital-Geber	425
(b) Crowdfunding-Plattformen als haftungsrechtliche Anspruchsgegner der Venture Capital-Geber	428
(c) Venture Capital-Geber als Haftungsanspruchsgegner	428
d) Zwischenergebnis	429
2. Venture Capital-Geber neben der Crowd	432
a) Venture Capital-Geber als Gesellschafter der Start-ups	432
b) Crowdfunding-Vertrag versus Venture Capital-Beteiligungsgrundsätze	433
aa) Wirtschaftliche Verwässerung der Beteiligungen der Crowd	433
bb) Hohe Unternehmensbewertungen und Down-Round-Protection	434

cc) Struktureller Vorrang der Crowdfunding-Verträge	435
dd) Schutz vor Weitergabe von vertraulichen Informationen	436
ee) Stimmbindungsvereinbarung und fehlende Mitbestimmung der Crowd	437
ff) Abfluss von Liquidität aufgrund von Zahlungsvereinbarungen	437
gg) Qualifizierte Nachrangvereinbarungen bei Kleinanlegern	439
c) Rechtsrahmen versus Venture Capital- Beteiligungsgrundsätze	440
aa) Rechtliche Unsicherheiten hinsichtlich der Anwendbarkeit des KWG	440
(1) Einlagengeschäfte der Start-ups	440
(2) Gefahr des Ausschlusses des VermAnlG	441
bb) Rechtliche Unsicherheiten bei der Anwendbarkeit des VermAnlG	441
(1) Vertragstypus der Crowdfunding-Verträge	441
(2) Widerrufsrechte der Crowd	442
(3) Kein Kombinationsverbot nach § 2a Abs. 4 VermAnlG	443
(4) Haftung bei fehlenden oder unvollständigen Informationen	444
(a) Start-ups und Gründer als haftungsrechtliche Anspruchsgegner der Crowd	444
(b) Venture Capital-Geber als haftungsrechtliche Anspruchsgegner der Crowd	444
d) Zwischenergebnis	445
G. Zusammenfassung und Schlussbemerkung	449
Anhang	455
Literaturverzeichnis	505