

# 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 Crowdinvesting-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) Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-Plattformen .....	148

aa)	Stellvertretung nach §§ 164 ff. BGB .....	149
(1)	Crowdinvesting-Plattformen – keine Vertreter der einzelnen Kleinanleger .....	149
(2)	Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-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. Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-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 öffentlicht-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 Crowdinvesting-Praxis im Bereich der Start-up-Finanzierung .....	355
VII.	Zwischenergebnis – kapitalmarktrechtliche Beurteilung .....	356
F.	Rechtliche Kompatibilität von Venture Capital und Crowdinvesting-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) Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-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) Crowdinvesting-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) Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-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 Crowdinvesting-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