

§ 1 Einleitung	47
A. Die „Crowdfunding Revolution“	47
B. Crowdfunding 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 Crowdfunding	90
A. Begriffsbestimmung und Definition	90
I. Crowdfunding als Vorläufer des Crowdfunding und des Crowdfunding ..	91
II. Crowdfunding als Überkategorie des Crowdfunding	92
III. Crowdfunding	93
IV. Abgrenzung zu anderen Formen des Crowdfunding	102
B. Entwicklung des Crowdfunding	105
I. Vorläufer des Crowdfunding	105
II. Entwicklungslinien auf dem deutschen Crowdfunding-Markt	107

- C. Ablauf einer Crowdfunding-Finanzierung 108
 - I. Phase vor dem Funding 108
 - II. Fundingphase 110
 - III. Investment-Phase 112
- D. Akteure des Crowdfunding 112
 - I. Kapitalsuchende Unternehmen 113
 - II. Crowdfunder 115
 - III. Crowdfunding-Plattform 117
- E. Chancen und Risiken des Crowdfunding 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 Crowdfunding-Markt als Teil des Venture Capital-Marktes 136**
 - A. Der Venture Capital-Markt in Deutschland 136
 - B. Der deutsche Crowdfunding-Markt 139
 - I. Marktvolumen und Kapitalnachfrage, Erfolgs- und Finanzierungsquote .. 140
 - II. Crowdfunding-Plattformen 149
 - III. Wesentliche Kennzahlen der Crowdfunding-Finanzierungen 155
 - IV. Kapitalsuchende Unternehmen 167
 - C. Zusammenfassung 176
- § 5 Rechtlicher Rahmen des Crowdfunding 179**
 - A. Rechtsverhältnis zwischen kapitalsuchendem Unternehmen und Crowdfunding-Plattform 179
 - I. Rechte und Pflichten der Parteien 180
 - II. Rechtsnatur des Vertrages über die Durchführung einer Crowdfunding-Kampagne 180
 - III. Zwischenergebnis 185
 - B. Rechtsverhältnis zwischen Crowdfundern und Crowdfunding-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 Crowdfunding	216
I. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an kapitalsuchende Unternehmen als Emittenten	216
II. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an Crowdfunding-Plattformen	255
E. Zusammenfassung	289
§ 6 Agenturprobleme im Rahmen von Crowdfunding-Finanzierungen	294
A. Crowdfunding-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 Unter- nehmensgründern	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 Crowdfunding-Verträge	374
A.	Überblick und Datengrundlage	374
I.	Bestandteile der Finanzierungsdokumentation	374
II.	Regelungsinhalt der Crowdfunding-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 Crowdfunding-Verträge	439
K. Nebenpflichten der Crowdfunder	441
I. Wettbewerbsverbote der Crowdfunder	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 Crowdfunding-Verträge und Gestaltungsmöglichkeiten	455
A. Finanzierungsform	455
I. Anforderungen an eine für das Crowdfunding geeignete Finanzierungsform	455
II. Entwicklung des partiarischen Nachrangdarlehens als Rechtsform des Crowdfunding	457
B. Steuerungswirkung der Crowdfunding-Verträge und Gestaltungsmöglichkeiten	463
I. Ziel und Instrumente der Vertragsgestaltung	463
II. Vermögensrechte der Crowdfunder	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 Crowdfunding-Verträge	507
XIV. Wettbewerbsverbote für Crowdfunder	509
C. Zusammenfassung und Gestaltungsempfehlungen	510
§ 10 Quantitative Analyse der Crowdfunding-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 Crowdfunding-Plattformen	518
B. Konzeption eines Investorenschutzindex	522
I. Konzeptionelle Grundlagen	522
II. Daten	523
III. Auswahl der Variablen und Coding	524
IV. Ermittlung der Indexwerte und des Investorenschutzindex	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 Investorenschutzindex	536
III. Entwicklung des Investorenschutzindex nach Crowdfunding-Plattformen	542
D. Zusammenfassende Würdigung	557
§ 11 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	560
Literaturverzeichnis	568
Stichwortverzeichnis	602