

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 163

Kapitalmarkttransaktionen X

Herausgeber: Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Crowdfunding – Ein neues Kapitel im Kapitalmarkt?

Karim Maizar
Armin Kühne

Schulthess §



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Kapitalmarkttransaktionen X

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, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2016
ISBN 978-3-7255-7355-4

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

FIDLEG – Prospektregelung	7
<i>Dr. Till Spillmann, Rechtsanwalt, Bär & Karrer AG, Zürich, und Richard Meyer, MLaw, Wartmann & Merker, Zürich</i>	
Schadloshaltungsklauseln (Indemnities) in Kapitalmarkttransaktionen	51
<i>Theodor Härtsch, Rechtsanwalt, LL.M., Baker McKenzie, Zürich</i>	
Crowdinvesting – Ein neues Kapitel im Kapitalmarkt?	87
<i>Dr. Karim Maizar, Rechtsanwalt, Kellerhals Carrard, Zürich, und Dr. Armin Kühne, Rechtsanwalt, Kellerhals Carrard, Zürich</i>	

Crowdfunding: Ein neues Kapitel im Kapitalmarkt?

Karim Maizar/Armin Kühne

Inhalt

I.	Einleitung: Mit „Coolest“ in den nächsten Sommer	88
II.	Begriffsklärung: Crowdfunding ist nicht gleich Crowdfunding	90
III.	Die wirtschaftliche Bedeutung von Crowdfunding: „The next big thing?“	93
IV.	Rechtliche Rahmenbedingungen für Crowdfunding in der Schweiz.....	94
1.	Vorbemerkung	94
2.	Einordnung von Crowdfunding im geltenden Recht	96
3.	Obligationenrechtliche Rahmenbedingungen	97
a)	Aus Sicht der mittelsuchenden Unternehmen	97
aa)	Bei der Ausgabe von Aktien.....	97
bb)	Bei der Ausgabe von partiarischem Fremdkapital	99
cc)	Exkurs: FIDLEG.....	102
b)	Aus Sicht der Plattformbetreiber	103
c)	Organisation der Crowd	103
aa)	Bei der Ausgabe von Aktien.....	103
bb)	Bei der Ausgabe von partiarischem Fremdkapital	105
4.	Bankenrechtliche Rahmenbedingungen	108
a)	Relevanz der Bankengesetzgebung im Bereich des Crowdfunding	108
b)	Relevanz der Bankengesetzgebung aus Sicht der mittelsuchenden Unternehmen	110
aa)	Bei der expliziten Ausgestaltung der Mittelaufnahme als Anleihe	110
bb)	In anderen Fällen	110
c)	Relevanz der Bankengesetzgebung aus Sicht der Plattformbetreiber	112
aa)	Bei der expliziten Ausgestaltung als Anleihe	112
bb)	In anderen Fällen	113
5.	Kollektivanlagerechtliche Rahmenbedingungen	115
a)	Relevanz des KAG im Bereich des Crowdfunding	115
b)	Aus Sicht der mittelsuchenden Unternehmen	117

c) Aus Sicht der Plattformbetreiber	117
6. Börsenrechtliche Rahmenbedingungen.....	118
a) Relevanz der Börsengesetzgebung im Bereich des Crowdinvesting	118
b) Plattformbetreiber als Börse oder börsenähnliche Einrichtung?	119
c) Plattformbetreiber als Effektenhändler?	120
aa) Emissionshaus	120
bb)Kundenhändler	121
7. Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit Vorgaben im Bereich der Geldwäscherei.....	122
a) Relevanz der Geldwäschereigesetzgebung im Bereich des Crowdinvesting	122
b) Finanzintermediation im Sinne der Geldwäschereigesetzgebung	124
V. Schlussfolgerungen.....	127

I. Einleitung: Mit „Coolest“ in den nächsten Sommer

Wer den nächsten Sommer nutzen möchte, um eine längst überfällige Investition zu tätigen, der könnte geneigt sein, sich einen „Coolest“ anzuschaffen. Der Name dieses Produkts ist Programm: Es handelt sich nämlich um eine tragbare Kühlbox für heiße Sommertage, die neben einer Eiszerkleinerungs- und Mixervorrichtung und diversen anderen Vorzügen mit wasserdichten, bluetoothfähigen Lautsprechern und USB-Anschlüssen aufwartet. Genau das, worauf unsereiner schon längst sehnlich gewartet hat.

Der „Coolest“ ist aber nicht nur ein trendiger Gegenstand, er hielt vorübergehend auch einen beeindruckenden Rekord auf der US-amerikanischen Crowdfunding-Plattform „Kickstarter“: Der Erfinder von „Coolest“ lancierte im Sommer 2014 eine Finanzierungskampagne auf besagter Plattform mit der Absicht, innert 30 Tagen USD 50'000 an Beiträgen aus der breiten Bevölkerung aufzunehmen, um die Herstellung des „Coolest“ zu finanzieren. Im Gegenzug erhielt man je nach Höhe des Beitrags diverse Geschenke wie einen Drink-Guide, ein T-Shirt oder aber Vorzugskonditionen bei der Anschaffung eines eigenen „Coolest“. Das erstaunliche: Durch die Kampagne

hat der Erfinder von über 62'000 „Investoren“ über USD 13 Mio. überwiesen erhalten, was einer Überzeichnung von 26'570% entsprach.¹

Auch Schweizer Unternehmen haben das Potential von Crowdfunding Plattformen für sich entdeckt. Dacuda AG, ein ETH-Spin-off, welches sich auf die Herstellung von mobilen Scannern spezialisiert, lancierte ebenfalls bei Kickstarter eine Crowdfunding-Kampagne: Das Ziel: USD 50'000 innert 30 Tagen sammeln, um einen neuen Prototypen zu entwickeln. Im Gegenzug erhielten die „Investoren“ das Produkt zu Vorzugskonditionen. Dacuda hat dieses Finanzierungsziel innerhalb der ersten 10 Stunden nach Aufschaltung auf der Plattform erreicht. Während der gesamten Kampagnendauer kamen von 4'586 „Investoren“ aus 67 Ländern rund USD 542'732 zusammen, was einer Überzeichnung von 1'085% entspricht.

Angesichts solcher Erfolgsgeschichten liegt die Frage auf der Hand, ob es sich bei Crowdfunding um eine Revolution im Bereich des Corporate Finance handelt. Wird gar ein neues Kapitel des Kapitalmarkts aufgeschlagen?

Während Wachstumstendenzen im Crowdfunding-Bereich durchaus auszumachen sind², lassen sich diese Fragen an dieser Stelle nicht abschliessend beantworten. Die Zeit bzw. der Markt wird erst noch weisen müssen, inwieweit sich Crowdfunding-Modelle als alternative Finanzierungsquellen tatsächlich zu etablieren vermögen.

In der Zwischenzeit erscheint es aber aus juristischer Sicht durchaus reizvoll, sich mit den rechtlichen Vorgaben und Schranken für Crowdfunding näher auseinanderzusetzen. Das Phänomen, das sich auch in der Schweiz stets wachsender Beliebtheit erfreut, wirft nämlich unter verschiedenen rechtlichen Gesichtspunkten spannende Fragen auf. Im vorliegenden Beitrag sollen Fragen des Gesellschafts- und des Finanzmarktaufsichtsrechts im Zentrum der Betrachtungen stehen.³ Zudem konzentrieren wir uns auf eine Unterart

¹ Vgl. <www.kickstarter.com/projects/ryangrepper/coolest-cooler-21st-century-cooler-thats-actually?ref=most_funded> (besucht am 5. März 2015). Inzwischen wurde der Rekord bereits wieder gebrochen und zwar durch ein Projekt, welches auf die Finanzierung der Smartwatch „Pebble“ abzielte, vgl. a.a.O.

² Vgl. dazu hinten, Kapitel II.

³ Für eine Auseinandersetzung mit vertrags- und immaterialgüterrechtlichen Aspekten vgl. etwa SPACEK DIRK, Online-Crowdfunding, sic! 2013, 277 ff.

des Crowdfunding, nämlich das sog. Crowdfunding.⁴ Diese Form von Crowdfunding erfreut sich zunehmender Beliebtheit, wirft aber gleichzeitig mehr aufsichtsrechtliche Fragen auf als andere Formen. Dabei kann angesichts der Vielfalt der in der Praxis vorkommenden Geschäftsmodelle und der sich dabei stellenden Fragen sinnvollerweise nur versucht werden, den relevanten Rechts- bzw. Regulierungsrahmen abzustecken und die wichtigsten Aspekte näher zu beleuchten. Für eine eingehendere Auseinandersetzung sei indessen auf Monographien zu diesem Thema verwiesen, in der Schweiz allen voran auf die Zürcher Dissertation von SIMONE BAUMANN.⁵

Nachfolgend soll in einem ersten Schritt eine Begriffsklärung erfolgen (II.), da Crowdfunding ein schillernder Begriff ist. Es folgen dann kurze Ausführungen zur wirtschaftlichen Bedeutung von Crowdfunding in der Schweiz (III.), um dann im Hauptteil auf ausgewählte rechtliche bzw. regulatorische Rahmenbedingungen für Crowdfunding einzugehen (IV.).

II. Begriffsklärung: Crowdfunding ist nicht gleich Crowdfunding

Das Phänomen von Crowdfunding, zumindest in seiner heutigen, internet-basierten Ausprägung⁶, hat sich erst vor ca. sieben bis acht Jahren zu entwickeln begonnen. Den Anfang machten US-amerikanische Plattformen wie die bereits erwähnten Kickstarter⁷ oder Indiegogo⁸. Es dauerte nicht lange, bis auch in anderen Ländern solche Plattformen ins Leben gerufen wurden, namentlich in England, Frankreich, Italien, Deutschland und in der

⁴ Vgl. zu den verschiedenen Formen hinten, Kapitel II.

⁵ BAUMANN SIMONE, Crowdfunding im Finanzmarktrecht, Diss. Zürich 2014, SSFR Band 117.

⁶ Vgl. zur Entstehung BAUMANN (FN 5), 7 f.

⁷ <www.kickstarter.com>.

⁸ <www.indiegogo.com>.

Schweiz⁹. Doch wodurch zeichnen sich diese Plattformen aus? Was ist Crowdfunding überhaupt? Da es sich noch um ein relativ junges Phänomen handelt und in verschiedenen Ausprägungen am Markt auftritt, lässt sich Crowdfunding terminologisch nicht einheitlich erfassen. Es sei deshalb der Versuch unternommen, Crowdfunding in seiner typischen Ausprägung zu umschreiben¹⁰:

Mit Crowdfunding bezeichnet man eine Form zur Finanzierung von Projekten oder Unternehmen. Im Zentrum steht dabei eine internetbasierte Plattform, auf der unterschiedlichste Projekte oder Unternehmen der breiten Öffentlichkeit vorgestellt werden. Das Ziel aus Sicht der Projektbetreiber bzw. Unternehmer besteht darin, von einer Vielzahl von Personen finanzielle Mittel aufzunehmen, um ihr Projekt bzw. Unternehmen zu finanzieren. Das Angehen der breiten Masse erlaubt es, auch zahlreiche Klein- und Kleinstbeträge aufzunehmen – ein wohl typisches Merkmal von Crowdfunding, welches konzeptionell auf das sog. Crowdsourcing zurückzuführen ist.¹¹ Typischerweise wird für eine Finanzierungskampagne eine bestimmte Laufzeit (z.B. 30 Tage) festgelegt ebenso wie eine Finanzierungsschwelle, welche erreicht werden muss, damit die Finanzierung auch zustande kommt. Die Mindeststückelung reicht von Mini-Beträgen bis zu mehreren Tausend Franken. Wird die Schwelle nicht erreicht, fließt das Geld zurück an die Geldgeber (sofern diese es schon überwiesen haben); kommt die Finanzierung zustande, werden die Mittel dem Projekt bzw. Unternehmen überwiesen.

An der Frage, was die „Investoren“ im Gegenzug zu ihrem Investitionsbeitrag erhalten, lassen sich sodann verschiedene Crowdfunding-Formen unterscheiden:

- Erhalten die Geldgeber gar keine Gegenleistung für ihren Beitrag, spricht man vom sog. *Crowddonating*. Diese Finanzierungsform, welche indes nicht sehr verbreitet ist, lässt sich am ehesten mit einer klassischen Spende vergleichen.

⁹ Für eine Übersicht zum schweizerischen Crowdfunding-Markt vgl. DIETRICH ANDREAS/AMREIN SIMON, Crowdfunding Monitoring Schweiz 2015, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ 2015.

¹⁰ Vgl. zudem die Beschreibung bei BAUMANN (FN 5), 7 ff.

¹¹ BAUMANN (FN 5), 8.

- Wird den Geldgebern ein „reward“ versprochen (z.B. signierte CDs, Namensnennung beim Filmabspann, verbilligter Bezug von Waren etc.), spricht man vom sog. *Crowdsupporting*. Diese Form der Finanzierung dürfte die ursprüngliche Form von Crowdfunding, so wie wir es heute verstehen, darstellen. Spricht man undifferenziert von Crowdfunding, ist also meistens Crowdsupporting gemeint. Auch die eingangs erwähnten Beispiele von „Coolest“ und Dacuda wurden so finanziert. In der Schweiz gibt es diverse solcher Plattformen, z.B. 100-days, Ibelieveinyou, oder wemakeit.
- Wird das Geld von Geldgebern mit dem Willen auf Rückzahlung zur Verfügung gestellt, mithin auf klassischer Darlehensbasis mit entsprechender Verzinsung, spricht man vom sog. *Crowdlending*. Es handelt sich dabei um eine internetbasierte Alternative zur klassischen Kleinkreditfinanzierung. In der Schweiz ist v.a. cashare and direct-lending in diesem Bereich aktiv.
- Gewährt man den Geldgebern schliesslich eine eigenkapitalbasierte oder mezzanine Form der Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg eines Projekts oder Unternehmens, spricht man von sog. *Crowdinvesting*. Die Beteiligungsform hängt von den jeweiligen Rechtsordnungen ab. In Deutschland haben sich neben Aktien v.a. partiarische Nachrangdarlehen und stille Beteiligungen etabliert. In der Schweiz werden oft investiere.ch, c-crowd und 7Crowd dazu gezählt, welche letztlich alle auf der Vermittlung von Aktien beruhen. Allerdings haben diese Anbieter, wie noch zu zeigen sein wird, mit dem klassischen Modell von Crowdinvesting nur bedingt etwas gemeinsam. Fast ausnahmslos operieren die genannten Plattformen nämlich auf Basis der Vermittlung einiger *weniger* Investoren; demgegenüber geht man beim klassischen Crowdinvesting von der Idee aus, dass die breite Masse investiert, meistens über kleinere Beträge. Insofern lassen sich die genannten Plattformen eher als Vermittler von Business Angels und High Networth Individuals (HNI) charakterisieren.

Der Plattformbetreiber fungiert in der Regel als Gatekeeper, indem er die sich vorstellenden Projekte bzw. Unternehmen meist einer vorgängigen (i.d.R. nur summarischen) Prüfung unterzieht; daneben gewährleistet er aber wichtige administrative Funktionen wie das Hosting der Plattform, teilweise

auch die Kommunikation zwischen Geldgebern und Nachfragern etc.¹² Das Businessmodell der Plattformbetreiber ist dabei fast ausnahmslos provisionsbasiert, d.h. bei Zustandekommen einer Finanzierung beanspruchen sie einen Teil der aufgenommenen Mittel für sich zur Deckung ihrer Kosten und teilweise zur Erlangung eines Gewinnes. Dieser Teil bewegt sich je nach Plattform in der Grössenordnung von 5 und 13% der Finanzierungssumme.

Der Versuch der terminologischen Erfassung des Phänomens Crowdfunding ist nicht nur deshalb schwierig, weil der Markt punkto Ausgestaltung sehr vielfältig ist, sondern auch, weil er einem ständigen Entwicklungsprozess unterworfen ist. Crowdfunding ist deshalb aus terminologischer Sicht stets zu hinterfragen. Wie eingangs erwähnt, konzentriert sich der vorliegende Beitrag in seinem Kern auf die Form des Crowdinvesting.

III. Die wirtschaftliche Bedeutung von Crowdfunding: „The next big thing?“

Seit dem Aufkommen der Crowdfunding-Bewegung weist die Branche kontinuierliche Wachstumsraten aus. So sollen im Jahr 2012 weltweit Gelder in der Höhe von USD 2.7 Mia. in Form von Crowdfunding aufgebracht worden sein, wovon allein in Europa USD 945 Mio. Der auf die besondere Form des Crowdinvesting entfallende Teil machte USD 116 Mio. aus.¹³ Die Prognosen deuten auf einen weiterhin starken Anstieg hin.

Vergleicht man das Marktvolumen in der Schweiz, so fällt dieses – weniger überraschend – sehr bescheiden aus. Im Jahr 2014 sollen CHF 15.8 Mio. via Crowdfunding investiert worden sein, davon CHF 4.6 Mio. im Rahmen von Crowdinvesting, CHF 7.7 Mio. via Crowddonating und Crowdsupporting und CHF 3.5 Mio. via Crowdlending. Ein Vergleich dieser Zahlen mit den Vorjahreszahlen bescheinigt Crowdfunding i.w.S. ein starkes Wachstum, namentlich eine volumenmässige Zunahme von 36% gegenüber dem Jahre

¹² Eine ausführliche Erläuterung findet sich bei BAUMANN (FN 5), 21 ff.

¹³ Vgl. die Nachweise bei BAUMANN (FN 5), 19.

2013. Für 2015 wird wieder ein starkes Wachstum in sämtlichen Bereichen des Crowdfunding erwartet.¹⁴

Bei der Frage nach der weiteren Entwicklung werden die rechtlichen Rahmenbedingungen entscheidend sein, gerade auch in der Schweiz. Insofern überrascht es nicht, dass Crowdfunding angesichts grosser volkswirtschaftlicher Herausforderungen auch Gesetzgeber in verschiedenen Rechtsordnungen auf den Plan gerufen hat, notabene mit der Absicht, Crowdfunding im Rahmen des Anlegerschutzes zu fördern.¹⁵

IV. Rechtliche Rahmenbedingungen für Crowdfunding in der Schweiz

1. Vorbemerkung

Wie bereits einleitend erwähnt, konzentriert sich dieser Beitrag auf die Form des Crowdfunding. Bevor allerdings auf die rechtlichen Rahmenbedingungen für diese Finanzierungsform in der Schweiz näher eingegangen wird, soll etwas näher ausgeführt werden, worum es sich bei Crowdfunding idealtypisch genau handelt.

Anders als bei den anderen Crowdfunding-Formen steht beim Crowdfunding der Anlagegedanke im Vordergrund und weniger die Absicht, spannende Projekte oder Unternehmen aus persönlichem Interesse zu fördern. Dies mag

¹⁴ Vgl. die Nachweise bei DIETRICH/AMREIN (FN 9), 2 f.; vgl. ferner auch ESSEBIER JANA/AUF DER MAUR ROLF, Fitleg als Chance für die Schweiz als Crowdfunding-Standort, Jusletter, 28. September 2015, Rz 5 ff.

¹⁵ Vgl. dazu insbesondere BAUMANN (FN 5), 51 ff., die einen interessanten Überblick über die legislatorische Entwicklung in den USA, in der EU, Deutschland, England und Frankreich gibt. In Zusammenhang mit Deutschland sei auch auf das am 1. Juli 2015 in Kraft getretene Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) verwiesen, welches insbesondere die Prospektspflicht für Crowdfunding in der Form von partiarischen Darlehen von EUR 1 Mio. auf EUR 2,5 Mio. erhöht hat: Vgl. Deutscher Crowdfunding Verband, Blog vom 23. April 2015 <www.germancrowdfunding.net/2015/04/bundestag-verbessert-das-kleinanlegerschutzgesetz-zugunsten-der-crowdfunding-plattformen-projekte-und-der-investoren-evaluation-und-langfristig-weitere-verbesserungen-notwendig/> (besucht am 27. August 2015).

bei vielen Crowdinvestoren zwar in Kombination vorkommen, doch zeichnet sich Crowdinvesting dadurch aus, dass den Investoren auf die eine oder andere Weise ermöglicht wird, am wirtschaftlichen Erfolg eines Projekts bzw. Unternehmens zu partizipieren und genau dieses Element zielt auf renditeorientierte Anleger ab.

Die Beteiligung kann rechtlich auf unterschiedlichen Wegen ermöglicht werden. Wie bereits erwähnt, haben sich in Deutschland bis dato neben Aktien v.a. partiarische Nachrangdarlehen und stille Beteiligungsformen etabliert, während in der Schweiz, soweit ersichtlich, nur Plattformen mit aktienbasierten Beteiligungsformen im Markt auftreten.

Während die Möglichkeit der wirtschaftlichen Beteiligung am Erfolg eines Unternehmens im Falle von Aktienbeteiligungen keiner weiteren Erläuterung bedarf, ist zu partiarischen Nachrangdarlehen Folgendes anzumerken¹⁶: Bei partiarischen Nachrangdarlehen wird die Partizipationsmöglichkeit in der Regel dadurch gewährleistet, dass das hingegebene Kapital als Darlehen ausgestaltet wird, bei dem ein vom wirtschaftlichen Erfolg abhängiger Zins vereinbart wird. So kann beispielsweise die Verzinsung nach Massgabe der Gewinn- oder Umsatzentwicklung oder auf Basis einer anderweitig eruierten Unternehmensbewertung festgelegt werden. Die Nachrangigkeit solcher Darlehen drängt sich regelmässig auf, um eine Überschuldungssituation zu verhindern, zumal sich Crowdinvesting als Frühphasenfinanzierung positioniert und anbietet. Auf die Frage, ob diese Darlehen als Anleihe qualifizieren und ob sie seitens des Unternehmens direkt von den Geldgebern oder von einem dazwischen geschalteten Vehikel aufgenommen werden, werden wir noch zurückkommen.¹⁷

Wenn in der Folge also von Crowdinvesting die Rede ist, sind aktienbasierte Beteiligungsformen sowie partiarische Nachrangdarlehen bzw. Nachranganleihen gemeint.

¹⁶ Auf die in Deutschland noch anzutreffenden stillen Beteiligungen wird hier nicht weiter eingegangen. Zu schwer wiegen die Nachteile einer entsprechenden Struktur für die Zwecke des Crowdinvesting; ausserdem ist diese Rechtsform nach wie vor mit gewissen Rechtsunsicherheiten behaftet. Vgl. dazu etwa BAUMANN (FN 5), 88 f. und 189 f.

¹⁷ Vgl. hinten Kapitel IV.3.a) und IV.3.c).

2. Einordnung von Crowdfunding im geltenden Recht

Crowdfunding ist eine rechtliche und regulatorische Querschnittsmaterie. Im Zentrum steht neben dem Gesellschaftsrecht das Finanzmarkt(aufsichts)-recht mit namentlichen folgenden Erlassen: BEHG, BankG, GwG und KAG.

Inwieweit Crowdfunding in der Schweiz von diesen Erlassen erfasst wird, hängt ganz wesentlich von der konkreten Ausgestaltung der in Frage stehenden Plattform ab. Dabei fällt ohne Weiteres auf, dies sei bereits vorweg genommen, dass der geltende Rechts- und Regulierungsrahmen nicht auf die Crowdfunding-Bewegung gewartet hat. M.a.W. bereitet die Subsumption von Crowdfunding-Plattformen unter die geltenden Vorschriften regelmäßig Mühe, da diese nicht auf solche Phänomene zugeschnitten sind. Auch wenn sich eine qualitativ hochstehende Rechtssetzung dadurch auszeichnet, dass sie mit den ihr zugrundeliegenden Konzeptionen auch nicht bekannte Phänomene erfassen kann, ist dem Gesetz- und Verordnungsgeber aus unserer Sicht mit Nachsicht zu begegnen. In Zeiten, in denen Erlasse beinahe im Stundentakt im Bundesblatt veröffentlicht werden und deren Umfang stetig zunimmt, gebietet es sich u.E. nicht, voreilig zu legislieren. Gleichwohl ist aber festzuhalten, dass zumindest auf Stufe der Finanzmarktaufsicht ein proaktiveres Vorgehen in Sachen Crowdfunding bzw. Crowdfunding wünschenswert wäre.

Nachfolgend sollen die wichtigsten rechtlichen und regulatorischen Anknüpfungspunkte für Initiativen im Bereich Crowdfunding dargestellt und näher erläutert werden. Zweckmässigerweise wird dabei zwischen den anwendbaren Vorgaben für Plattformbetreiber und mittelsuchende Unternehmen differenziert.

3. Obligationenrechtliche Rahmenbedingungen

a) *Aus Sicht der mittelsuchenden Unternehmen*

aa) *Bei der Ausgabe von Aktien*

Wenn Crowdfunding-Plattformen eine Partizipation am wirtschaftlichen Erfolg vermitteln wollen, steht die Ausgabe von Aktien durch das mittelsuchende Unternehmen an die breite Öffentlichkeit im Vordergrund.¹⁸ Diese Absicht trifft den Kern dessen, was die obligationenrechtliche Prospektpflicht mit Blick auf den Anlegerschutz zu erfassen sucht: Gemäss Art. 652a Abs. 1 OR hat die Gesellschaft, welche neue Aktien öffentlich zur Zeichnung anbietet, in einem Emissionsprospekt Aufschluss über diverse unternehmensinterne Gegebenheiten zu geben.¹⁹ An der Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben knüpft zudem die Prospekthaftung an (Art. 752 OR).

Als öffentlich gilt gemäss Abs. 2 der besagten Bestimmung jede Einladung zur Zeichnung, die sich nicht an einen begrenzten Kreis von Personen richtet. Was genau unter einem „begrenzten Kreis von Personen“ zu verstehen

¹⁸ In Frage kämen neben Aktien auch Partizipationsscheine, die mangels Stimmrecht gerade bei einer grossen Anzahl von Kleinanlegern aus Sicht des mittelsuchenden Unternehmens von Interesse sein könnten. Abgesehen von der Frage der Attraktivität solcher Partizipationsscheine aus Investorensicht führen Partizipationsscheine zu einer Komplizierung der Kapitalstruktur; insbesondere bei asymmetrischen Kapitalerhöhungen können sich Partizipationsscheine als unpraktikabel erweisen. Es ist deshalb genau zu prüfen, ob solche Beteiligungsformen im Einzelfall wirklich zielführend sind. Da die obligationenrechtlichen Fragestellungen bei Partizipationsscheinen weitgehend identisch sind wie bei der Ausgabe von Aktien, wird hier nicht weiter darauf eingegangen.

¹⁹ Es handelt sich dabei um folgende Angaben: 1. Inhalt der bestehenden Eintragung im Handelsregister, mit Ausnahme der Angaben über die zur Vertretung befugten Personen; 2. bisherige Höhe und Zusammensetzung des Aktienkapitals unter Angabe von Anzahl, Nennwert und Art der Aktien sowie der Vorrechte einzelner Kategorien von Aktien; 3. Bestimmungen der Statuten über eine genehmigte oder eine bedingte Kapitalerhöhung; 4. Anzahl der Genussscheine und Inhalt der damit verbundenen Rechte; 5. letzte Jahresrechnung und Konzernrechnung mit dem Revisionsbericht und, wenn der Bilanzstichtag mehr als sechs Monate zurückliegt, über die Zwischenabschlüsse; 6. in den letzten fünf Jahren oder seit der Gründung ausgerichtete Dividenden; 7. Beschluss über die Ausgabe neuer Aktien.

ist, darüber wurde schon viel geschrieben.²⁰ Bei Crowdfunding stellt sich diese Frage indes nur in abgeschwächter Form, zielen entsprechende Finanzierungsbemühungen doch regelmässig und beinahe schon begriffsnotwendig darauf ab, möglichst viele Investoren zu gewinnen. Damit dürfte ein öffentliches Zeichnungsangebot i.S.v. Art. 652a OR regelmässig zu bejahen sein.²¹ Differenzierungsbedarf kann sich immerhin ergeben, wenn der Investorenkreis auf spezifische Weise eingegrenzt wird. Eine Einschränkung nur auf solche Investoren, die sich vorgängig auf der Plattform registriert haben, wird jedoch nicht genügen, um ein Angebot als nicht öffentlich zu taxieren.²² Es müssten weitere Voraussetzungen erfüllt sein, die den potentiellen Investorenkreis begrenzen; dabei stellen sich jedoch stets heikle Abgrenzungsfragen und in den meisten Fällen wird eine Restunsicherheit bleiben.

Ungeachtet dessen, dass die Frage, ob im Einzelfall ein öffentliches Zeichnungsangebot verneint werden kann, mit verbleibenden Rechtsunsicherheiten behaftet ist (zumal *de lege lata* irrelevant ist, ob diese Investoren qualifizierte Anleger sind), dürfte es aus praktischen Gründen keinem Unternehmen (und damit auch keinem Plattformbetreiber) gut anstehen, wenn es bzw. er nicht von sich aus genügend Anlegerinformationen aufbereitet. Insofern mag die Frage nach der Prospektspflicht rechtlich zwar spannend sein, aus praktischer Sicht dürfte sie sich indes regelmässig nicht bzw. nicht in akzentuierter Form stellen.

Dass die zurzeit geltenden inhaltlichen Anforderungen an einen aktienrechtlichen Emissionsprospekt nicht sehr hoch sind, wurde bereits vielerorts moniert. Darauf soll hier nicht weiter eingegangen werden. Angemerkt sei lediglich, dass der Vorentwurf zur Aktienrechtsrevision vom 28. November 2014 eine weitere, wenn auch nicht sehr weitgehende, Reduktion des Inhalts

²⁰ Vgl. dazu etwa BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652a N 2; BAUMANN (FN 5), 121 ff.

²¹ Im Ergebnis gleicher Meinung BAUMANN (FN 5), 126 f. und 131; ebenfalls HETTICH PETER, Finanzierungsquellen für KMU im Zeitalter von Crowdfunding, GesKR 2013, 386 ff., 393; GRIEDER STEFAN/ESSEBIER JANA, Teil A: Crowdfunding in der Schweiz, in: Vischer AG/Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Diskussionspapier Risikokapital in der Schweiz, 2013, 6, zu finden unter: <www.seco.admin.ch/themen/05116/05118/05319> (besucht am 27. August 2015).

²² Ebenso BAUMANN (FN 5), 126.

des Emissionsprospekts beabsichtigt²³ und zudem festhalten will, dass ein Emissionsprospekt nicht erforderlich ist, wenn die Aktien ausschliesslich qualifizierten Anlegern im Sinne von Art. 10 Abs. 3, 3^{bis} und 3^{ter} KAG zur Zeichnung angeboten werden.²⁴ Diese Entlastung würde sich im Crowdinvesting-Bereich jedoch nicht als sehr relevant auswirken, da ja in den meisten Fällen nicht-qualifizierte Anleger die Zielgruppe darstellen.

Zusammenfassend kann man also festhalten, dass die Prospektspflicht bei Crowdinvesting-Transaktionen aus Sicht des mittelsuchenden Unternehmens regelmässig erfüllt werden muss. Dies beinhaltet u.a. die Pflicht, die Jahresrechnung samt Revisionsbericht offenzulegen und im Emissionsprospekt über das Ergebnis der Revision Aufschluss zu geben (Art. 652a Abs. 3 OR).

bb) Bei der Ausgabe von partiarischem Fremdkapital

Bei der Aufnahme von Geldern in Form von Darlehen besteht grundsätzlich keine Prospektspflicht. Bekanntlich schreibt das Gesetz in Art. 1156 Abs. 1 OR jedoch eine Prospektspflicht vor, wenn Anleiheobligationen öffentlich zur Zeichnung aufgelegt oder an der Börse eingeführt werden. Die Bestimmungen über den Emissionsprospekt bei Ausgabe neuer Aktien finden entsprechende Anwendung; überdies soll der Prospekt die näheren Angaben enthalten über das Anleihen, insbesondere die Verzinsungs- und Rückzahlungsbedingungen, die für die Obligationen bestellt, besonderen Sicherheiten und gegebenenfalls die Vertretung der Anleihegläubiger.²⁵

Damit stellt sich die Frage, wie die Mittelaufnahme in Form von partiari-schen Nachrangdarlehen rechtlich zu qualifizieren ist. Handelt es sich um gewöhnliche Darlehen i.S.v. Art. 312 ff. OR oder um Anleiheobligationen?

Das Bundesgericht definierte eine Anleihe in Anlehnung an Umschreibungen in der Lehre als ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen auf einheitlicher Rechtsgrundlage (Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Zeichnungsfrist und Liberierungsdatum), bei dem der Anleihenehmer gestützt auf die Anleihebedingungen mit einer Vielzahl von Darleihern selbständige Einzelver-

²³ Art. 652b Abs. 1 VE-OR.

²⁴ Art. 652b Abs. 4 VE-OR.

²⁵ Art. 1156 Abs. 2 OR.

träge abschliesst und bei dem er für die Rückforderung jedes Teilbetrages dem Darleiher ein Wertpapier (Anlehensobligation) begibt.²⁶ Obwohl die Verbriefung in Form von Wertpapieren in Zeiten entmaterialisierter Wertrechte zu Recht als überholt angesehen werden kann, bleibt die Handelbarkeit der jeweiligen Darlehensforderung ein charakteristisches Merkmal einer Anleihe.²⁷ Eine Anleihe muss aber nicht zwangsläufig kotiert sein, um als Anleihe zu qualifizieren. Auch öffentlich aufgelegte Anleihen, die nicht kotiert sind, qualifizieren als Anleihen.²⁸

Bei Crowdfunding-Transaktionen besteht regelmässig das Bedürfnis, die Investoren auf Basis einheitlicher Bedingungen „an Bord zu holen“. So erscheint es im Rahmen einer Finanzierungskampagne als wenig vorstellbar, dass bei gleichbleibendem Risikoprofil des mittelsuchenden Unternehmens unterschiedliche Zinssätze, Laufzeiten oder Zeichnungsfristen zur Anwendung kommen. Vielmehr gilt die Zeichnungsfrist während der Dauer der Finanzierungskampagne und– die Zinssätze und Laufzeiten sind von Vorneherein festgelegt. Ebenso können Investoren unterschiedlich hohe Darlehensbeträge gewähren; die Höhe der Darlehen pro Investor richtet sich einzig nach der vorgegebenen Stückelung. So betrachtet liegt es u.E. nahe, die massenweise aufgenommenen Darlehen auf einheitlicher Rechtsgrundlage als Anleihe zu qualifizieren. Dagegen sprechen würde lediglich, wenn die Forderungen im Rahmen der vertraglichen Bestimmungen nicht verbrieft werden, sei es als Wertpapiere oder als Wertrechte, da dies – wie gesehen – ein Wesensmerkmal der Anleihe ist. Auch wenn aber eine solche Verbriefung fehlt bzw. nicht vorgesehen ist, bleibt u.E. das Risiko einer Qualifikation als Anleihe. Nicht zuletzt teleologische Überlegungen im Zusammenhang mit der Prospektspflicht gemäss Art. 1157 OR und den Bestimmungen über die Gläubigergemeinschaft nach Art. 1152 ff. könnten eine solche Qualifikation

²⁶ BGE 113 II 283, 288.

²⁷ Vgl. SCHNEUWLY ANDREAS, Crowdfunding aus rechtlicher Sicht, AJP 2014, 1610 ff., 1613 f. m.w.Nw.

²⁸ Jüngstes Beispiel in der Schweiz dieser eher untypischen Art der Finanzierung ist die 2014 begebene, nicht kotierte Anleihe der IBB Energie AG, einer Gesellschaft der IBB Gruppe in Brugg/AG, mit einem Volumen von insgesamt CHF 1.5 Mio. und einer Laufzeit von 5 Jahren bei 2% p.a. Vgl. dazu HUNKELER DANIEL/WOHL GEORG J., E-FIDLEG – höhere Hürden für KMU bei der öffentlichen Kapitalaufnahme?, GesKR 2014 484 ff., 485 f.

nahe legen, zumal diese Bestimmungen – vereinfacht ausgedrückt – Konzepte eines Anlegerschutzes zu verwirklichen suchen, der bei der massenweise Aufnahme von Darlehen, wie dies bei Crowdinvesting der Fall wäre, durchaus seine Berechtigung hat. Auch die wirtschaftliche Betrachtungsweise im Steuerrecht hinsichtlich „Obligationen“ stützt diese Ansicht.²⁹

In der bisherigen Literatur wird die Qualifikation von Darlehen im Rahmen von Crowdlending oder Crowdinvesting als Anleihe hingegen tendenziell eher abgelehnt.³⁰ Freilich kommt es stark auf die vertragliche Ausgestaltung im Einzelfall an, doch wir sind aufgrund der vorstehenden Ausführungen etwas zurückhaltender. Die Konsequenzen wirken sich zum einen auf der Ebene der Prospektspflicht (Art. 1157 OR) und zum anderen auf der Ebene der Organisation der Gläubiger (Gläubigergemeinschaft nach Art. 1152 ff. OR) aus. Ergänzend anzumerken sind auch nicht zu vernachlässigende steuerliche Folgen, sind doch u.a. Zinszahlungen unter Anleihensobligationen im Gegensatz zu gewöhnlichen Darlehen Gegenstand der Verrechnungssteuer.³¹ Auch bankenrechtlich wirkt sich eine Qualifikation als Anleihe im Unterschied zu gewöhnlichen Darlehen aus – es wird noch darauf zurück zu kommen sein.

Die rechtliche Qualifikation partiarischer Nachrangdarlehen im Rahmen von Crowdinvesting-Transaktionen lässt sich also nicht abstrakt vornehmen, sondern hängt stark von der Ausgestaltung im Einzelfall ab, wobei wir nennenswerte Gründe sehen, die für eine Anleihe sprechen, was neben der Prospektspflicht und den Vorgaben hinsichtlich Gläubigergemeinschaft auch steuerliche und bankenrechtliche Implikationen nach sich zieht. Die Verwendung partiarischer Nachrangdarlehen ist deshalb vorgängig sorgfältig zu prüfen.

²⁹ Vgl. insbesondere Art. 4 Abs. 3 und Abs. 4 StG.

³⁰ Vgl. etwa SCHNEUWLY (FN 27) 1613 f., der sich allerdings mit Crowdlending und nicht Crowdinvesting auseinandersetzt. Ähnlich wie hier auch BAUMANN (FN 5), 199 f., die es als fraglich erachtet, ob sich die Anleihe als Finanzierungsinstrument für Crowdinvesting eigne.

³¹ Art. 4 Abs. 1 lit. a VStG.

cc) *Exkurs: FIDLEG*

Die obligationenrechtliche Prospektpflicht ist Ausdruck eines vom Gesetzgeber gewünschten Anlegerschutzes, der jedoch im Schweizer Finanzmarktrecht noch nicht vereinheitlicht ist. In dieser Hinsicht soll im geplanten neuen Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) ein „Level Playing Field“ geschaffen werden. Gemäss dem am 4. November 2015 zusammen mit der Botschaft veröffentlichten Entwurf zum FIDLEG soll die erwähnte obligationenrechtliche Prospektpflicht ersetzt werden. Künftig hat jeder, der in der Schweiz ein öffentliches Angebot für Effekten unterbreitet, einen Prospekt zu veröffentlichen, wobei diese Pflicht auch für Anleiensobligationen gilt, soweit diese als Effekten qualifizieren. Eine Befreiung von der Prospektpflicht ist u. a. für Fälle vorgesehen, bei denen sich das öffentliche Angebot an weniger als 150 Anleger richtet oder wenn sein Gesamtwert über einen Zeitraum von 12 Monaten CHF 100'000 nicht überschreitet. Sind die Anleiensobligationen nicht als vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte oder Bucheffekten und damit nicht als Effekten im Sinne des FIDLEG ausgestaltet, entfällt die Prospektpflicht. Auch wenn unter diesen Rahmenbedingungen keine Prospektpflicht besteht, ist jedoch für Anleiensobligationen in jedem Fall ein sog. Basisinformationsblatt mit den wesentlichen Informationen gemäss FIDLEG zu erstellen. Gemäss Botschaft zum FIDLEG sollen auch nach neuem Recht Anleiensobligationen keine Einlagen gemäss Bankengesetz darstellen, soweit ein Prospekt oder ein Basisinformationsblatt erstellt werden muss.³²

Diese Ausnahmebestimmung mag mit Blick auf eine allenfalls wünschenswerte Förderung von Crowdfunding in der Schweiz begrüsst werden; in der Praxis wird es jedoch, wie vorstehend erwähnt, weiterhin dabei bleiben, dass Plattformbetreiber und mittelsuchende Unternehmen von sich aus ein Interesse haben werden und haben sollten, Anlegerinformationen unabhängig von rechtlichen Vorgaben zu publizieren. Aufgrund der im FIDLEG vorgeschlagenen Regelung könnte immerhin unter gewissen Voraussetzungen auf eine Veröffentlichung eines vollständigen Prospekts verzichtet werden und stattdessen ein weniger umfassendes Basisinformationsblatt veröffentlicht

³² Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstituts-gesetz (FINIG) vom 4. November 2015, S. 41.

werden. Vorausgesetzt ist natürlich, dass auch bei der blossen Publikation eines Basisinformationsblattes tatsächlich keine gewerbsmässige Entgegennahme von Publikumseinlagen im Sinne des Bankengesetzes vorliegt, was in der Bankenverordnung entsprechend zu regeln ist. Zudem dürfte es sich bei der Ausgabe von Beteiligungspapieren im Rahmen von Crowdfunding regelmässig um Effekten handeln, so dass ohnehin ein vollständiger Prospekt veröffentlicht werden muss.

b) Aus Sicht der Plattformbetreiber

Da die Plattformbetreiber regelmässig nicht als Emittent auftreten, fallen sie von Vorneherein nicht in den Geltungsbereich der Prospektspflicht. Allerdings können für sie gewisse Risiken aus der Prospekthaftung entstehen, sofern das mittelsuchende Unternehmen der Prospektspflicht unterliegt und sie bei der Erstellung des Prospekts mitwirken.

c) Organisation der Crowd

aa) Bei der Ausgabe von Aktien

Bei der Ausgabe von Aktien stellt sich die Frage, wie die Crowd organisiert ist bzw. inwieweit die Organisation adressiert werden kann und soll. Zeichnen viele Investoren (direkt) Aktien des mittelsuchenden Unternehmens, führt dies zwangsläufig zu einer Vergrösserung des Aktionariats. Da die Aktionäre gewisse Aktionärsrechte haben und im Rahmen der Generalversammlung auch über unentziehbare Kompetenzen verfügen, ist es offensichtlich, dass es ein Bedürfnis sein kann, die Vielzahl der Aktionäre untereinander im Rahmen eines Aktionärsbindungsvertrages zu organisieren. In einem Aktionärsbindungsvertrag werden typischerweise Fragen der Organisation (Besetzung des Verwaltungsrates), der Mitspracherechte (Quoren bzw. Veto-Rechte), Verfügungsbeschränkungen in Bezug auf die Beteiligung (Verkaufsverbote, Vorhand- und Vorkaufs- sowie Kaufrechte etc.), Abwerb- und Konkurrenzverbote usw. geregelt. Bei Gesellschaften, welche sich über externe Investoren finanzieren, besteht regelmässig die Absicht, das Investment mit Profit zurückzuführen, namentlich durch einen Trade Sale, also einen Verkauf von 100% der Anteile an einen Interessenten. Damit solche Exits nicht durch Kleinaktionäre blockiert werden können, sehen Aktionärs-

bindungsverträge oft sog. „drag-along“-Klauseln oder Mitverkaufspflichten vor, welche Kleinaktionäre zwingen, ihre Aktien mitzuverkaufen, wenn andere Aktionäre, deren Beteiligung eine vertraglich definierte Schwelle überschreitet, ihre Aktien verkaufen wollen.

Nun erhellt schnell, dass ein Aktionärsbindungsvertrag bei mehreren Dutzend oder gar mehreren hundert Aktionären unter dem Blickwinkel der Effizienz grosse Fragezeichen aufwirft. Dementsprechend wünschenswert wäre es, wenn man die Crowd über eine dazwischen geschaltete Rechtsform „poolen“ könnte. Dass dies unter dem geltenden Recht zumindest mit juristischen Personen regelmässig nicht zweckmässig ist, wird weiter hinten noch erörtert.³³ Rechtsgemeinschaften, wie namentlich eine einfache Gesellschaft, böten zwar einen gewissen Ausweg, doch würde eine nennenswerte Effizienzsteigerung nur dann erreicht, wenn die Beteiligungen der Investoren an den mittelsuchenden Unternehmen rechtlich in die Gesellschaft zu Gesamt- oder Miteigentum eingebracht würden, was kaum je im Interesse eines Investors liegen dürfte.³⁴ Es ist deshalb im Folgenden die Situation zu beleuchten, wie mit einer Vielzahl von Investoren im Aktionariat im Rahmen von Crowdfunding am besten umgegangen werden kann.

Da die Ausgabe von Aktien zwangsläufig die Unterzeichnung eines Zeichnungsscheines im Original erforderlich macht (Art. 652 Abs. 1 OR), wäre es rein ablauftechnisch zwar denkbar, den im Rahmen von Crowdfunding zeichnenden Investoren neben dem Zeichnungsschein auch einen Aktionärsbindungsvertrag vorzulegen, der die vorstehend erwähnten Bedürfnisse zumindest minimal regelt. Dies setzt jedoch voraus, dass die Investoren vom Inhalt Kenntnis nehmen konnten und sich mit dem Inhalt einverstanden erklären. Bei einer beschränkten Anzahl Investoren mag dies noch zumutbar sein. Bei mehreren Dutzend oder hunderten von Investoren dürfte sich dieses Vorgehen jedoch als wenig zielführend erweisen, da Diskussionen und damit Verzögerungen vorprogrammiert sind.

Hier stösst ein aktienbasiertes Crowdfunding also an „logistische“ Grenzen. Auf einen Aktionärsbindungsvertrag ganz zu verzichten, erscheint v.a. mit Blick auf die Ermöglichung von Folgefinanzierungsrunden und eines späte-

³³ Vgl. Kapitel IV.5.c).

³⁴ Vgl. auch BAUMANN (FN 5), 145.

ren Exits als wenig realistisch. Damit stellt sich die Frage, ob eine Lösungsmöglichkeit allenfalls darin bestünde, auf einen extrem stark verkürzten Vertrag zurückzugreifen, der im Wesentlichen nur Mitverkaufspflichten, eventuell auch Mitverkaufsrechte und Vorhand-/Vorkaufs- bzw. Kaufsrechte zugunsten der Gesellschaft oder der Gründer vorsieht.³⁵

Es gäbe noch weitere Aspekte zu beleuchten, die eine Vielzahl von Aktionären aus organisatorischer Hinsicht mit sich bringt. So werden Generalversammlungen von crowdfinanzierten Startups unter Umständen zu Grossanlässen, wie wir sie eigentlich von Publikumsgesellschaften kennen. Auch Folgefinanzierungen wären aufgrund des gesetzlich vorgesehenen Bezugsrechts der Aktionäre mit erheblichen Herausforderungen verbunden.³⁶

Gesamthaft lässt sich resümieren, dass die Ausgabe von Aktien an eine Crowd mit erheblichen logistischen Herausforderungen verbunden ist, was diese Beteiligungsform als nur bedingt geeignet für das Crowdfunding erscheinen lässt, zumindest in seiner idealtypischen Ausprägung, bei der Dutzende oder Hunderte von Investoren investieren.

bb) Bei der Ausgabe von partiarischem Fremdkapital

Werden partiarische Nachrangdarlehen ausgegeben, so werden die Investoren – von der allfälligen Ausgestaltung als Wandeldarlehen abgesehen – nicht zu Aktionären des mittelsuchenden Unternehmens. Somit entfallen diverse Regelungspunkte, die man unter Aktionären gewöhnlich regeln möchte. Aber auch bei Fremdkapital kann es einem Bedürfnis entsprechen, Regelungen z.B. für den Fall eines Trade Sale vorzusehen. So enthalten namentlich Anleiheobligationen regelmässig „change of control“-Klauseln, welche die vorzeitige Rückzahlbarkeit der Anleihe bei einem Kontrollwechsel ermöglichen. Dies ist nicht unwichtig, da ein Kaufinteressent sich u.U. günstiger refinanzieren kann und deshalb die Möglichkeit haben möchte, die Darlehen abzulösen. Unabhängig davon, ob das Fremdkapital als Darlehen

³⁵ Gegebenenfalls könnten diese Passagen sogar in den Zeichnungsschein integriert werden mit der Abrede, dass die entsprechenden Rechte und Pflichten gegenüber allen übrigen Aktionären als eingegangen gelten.

³⁶ Weitführend zu diesen und anderen Aspekten BAUMANN (FN 5), 132 ff.

oder als Anleihe ausgestaltet ist, liessen sich entsprechende Bestimmungen jedenfalls ohne weiteres verankern. Hinzu kommt, dass Darlehen keinen gesetzlichen Formvorschriften wie etwa Zeichnungsscheine für Aktien unterliegen, womit vom Einholen von Unterschriften abgesehen werden könnte. Dies lässt Darlehen im Vergleich zu Aktien schon mal deutlich einfacher erscheinen, was den Ablauf anbelangt.

Immerhin ist noch auf die Konsequenzen der Ausgestaltung einer Anleihe hinzuweisen. Während Darlehensgeber untereinander in keinerlei gesetzlichen oder vertraglichen Beziehungen stehen, werden Investoren im Rahmen einer Anleihe als Gläubiger von Gesetzes wegen zu einer *Gläubigergemeinschaft* zusammengefasst.³⁷ Die Konsequenzen dessen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Investoren, die als Gläubigergemeinschaft zusammengefasst sind, können im Rahmen von Gläubigerversammlungen die geeigneten Massnahmen zur Wahrung der gemeinsamen Interessen der Anleihensgläubiger ergreifen. Zur Diskussion stehen in diesem Zusammenhang v.a. Beschlüsse im Rahmen eines Verzugsfalls des Emittenten, d.h. wenn der Emittent mit Zahlungen im Rückstand ist oder anderweitig in finanzielle Bedrängnis gerät. Dazu zählen insbesondere Beschlüsse über Stundungen, Zinsenerlass, Verlängerung von Amortisationsfristen etc., wobei u.U. qualifizierte Quoren für das Zustandekommen von Beschlüssen sowie gewisse rechtliche Schranken zum Schutz der Anleger zu beachten sind.³⁸ Zuständig für die Einberufung solcher Versammlungen ist der Emittent.³⁹ Zur Einberufung verpflichtet ist er, wenn Vertreter oder Gläubiger, die mindestens 20% der Anleihe vertreten, eine Einberufung verlangen.⁴⁰ Die Einberufung und Durchführung einer Gläubigerversammlung ist – zumindest *de lege lata* – mit diversen Formalien behaftet. So müssen bspw. Beschlüsse der Gläubigerversammlung samt Angabe eines Teilnehmerverzeichnisses durch einen Notar öffentlich beurkundet werden. Dies sieht Art. 6 der Verordnung über die Gläubi-

³⁷ Art. 1157 Abs. 1 OR.

³⁸ Art. 1170 ff. und 1173 ff. OR.

³⁹ Art. 1165 Abs. 1 OR.

⁴⁰ Art. 1165 Abs. 2 OR.

gemeinschaft bei Anleiheobligationen vom 9. Dezember 1949 vor, der gestützt auf Art. 1169 OR vom Bundesrat per 1. Januar 1950 erlassen wurde und seither unverändert in Kraft steht.

- Die Gläubigergemeinschaft hat das Recht, einen Vertreter zu wählen.⁴¹ Dieser Vertreter soll v.a. die Koordination der Gläubiger im Verzugs- oder gar Konkursfall des mittelsuchenden Unternehmens bzw. Emittenten gewährleisten. So hat er von Gesetzes wegen gewisse Kontrollrechte gegenüber dem Emittenten. Wenn sich dieser mit Zahlungen im Rückstand befindet⁴², kann er vom Emittenten die Einberufung einer Gläubigerversammlung verlangen, vollzieht deren Beschlüsse und vertritt die Gemeinschaft generell im Rahmen der ihm übertragenen Befugnisse.⁴³ Die Anleihebedingungen oder die Gläubigerversammlung können einem Vertreter weitere Rechte übertragen.⁴⁴ Die mit einem Vertreter einher gehenden Kosten müssen vom Emittenten bezahlt werden, d.h. sie werden allen Anleihegläubigern nach Massgabe des Nennwertes der Obligationen, die sie besitzen, in Abzug gebracht.⁴⁵ Wird ein Vertreter direkt in den Anleihebedingungen ernannt, so kann diese Vollmacht von den Anleihegläubigern nur mit Zustimmung des Emittenten entzogen oder abgeändert werden.⁴⁶ Immerhin ist ein Vertreter *nicht* zwangsläufig zu ernennen; verzichten die Anleihebedingungen auf eine Ernennung, so fallen auch keine Kosten an. Den Anleihegläubigern bleibt es jedoch unbenommen, jederzeit einen Vertreter im Rahmen einer Gläubigerversammlung zu wählen.

Die Zusammenfassung der Anleger im Rahmen einer Gläubigergemeinschaft, welche zumindest *de lege lata* mit teilweise etwas gar veralteten und umständlichen Vorgaben verbunden ist, ist für die Zwecke des Crowdfunding nicht ideal.

⁴¹ Art. 1158 Abs. 2 OR.

⁴² Art. 1160 OR.

⁴³ Art. 1159 Abs. 2 OR.

⁴⁴ Art. 1159 Abs. 1 OR.

⁴⁵ Art. 1163 OR.

⁴⁶ Art. 1162 Abs. 2 OR.

4. Bankenrechtliche Rahmenbedingungen

a) *Relevanz der Bankengesetzgebung im Bereich des Crowdfunding*

Art. 1 Abs. 2 BankG hält fest, dass natürliche und juristische Personen, die nicht dem BankG unterstehen, keine Publikumseinlagen gewerbsmässig entgegennehmen dürfen, wobei die Auflage von Anleihen nicht als gewerbsmässige Entgegennahme von Publikumseinlagen gilt.

Als Banken, und damit dem BankG unterstehend, gelten Unternehmen, die hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind und insbesondere gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegennehmen oder sich öffentlich dafür empfehlen (Passivgeschäft) oder sich in erheblichem Umfang bei mehreren, nicht massgebend an ihnen beteiligten Banken refinanzieren, um damit auf eigene Rechnung eine unbestimmte Zahl von Personen oder Unternehmen, mit denen sie keine wirtschaftliche Einheit bilden, auf irgendeine Art zu finanzieren (Aktivgeschäft).⁴⁷

Für die Frage nach der Relevanz der Bankengesetzgebung im Zusammenhang mit Crowdfunding ist somit v.a. massgebend, ob es sich bei den mittelsuchenden Unternehmen oder den Plattformbetreibern um Einrichtungen handelt, die Publikumseinlagen gewerbsmässig entgegennehmen, mithin das bankenmässige Passivgeschäft betreiben⁴⁸, ohne über eine Bewilligung der FINMA als Bank zu verfügen.⁴⁹

Mit Publikumseinlagen sind jegliche Verbindlichkeiten gegenüber Kundinnen und Kunden gemeint.⁵⁰ Die Bankenverordnung (BankV) nimmt allerdings gewisse Verbindlichkeiten explizit vom Begriff der Publikumseinlagen

⁴⁷ Art. 2 BankV.

⁴⁸ Gemäss Bundesgericht besteht das bankenmässige Passivgeschäft darin, dass ein Unternehmen gewerbsmässig Verpflichtungen gegenüber Dritten eingeht, d.h. selber zum Rückzahlungsschuldner der entsprechenden Leistung wird, vgl. BGE 136 II 42 ff., 48 m.w.Nw.

⁴⁹ Art. 3 Abs. 1 BankG; Art. 2 BankV. Das Aktivgeschäft könnte bei Crowdfunding auch relevant sein, vgl. dazu weiter hinten in diesem Kapitel.

⁵⁰ Art. 5 Abs. 1 BankV.

aus.⁵¹ Dazu gehören unter anderem, was sich bereits aus Art. 1 Abs. 2 BankG ergibt, Verbindlichkeiten unter einer Anleihe und, was in der Bankenverordnung präzisierend festgehalten wird, Verbindlichkeiten aus anderen vereinheitlichten und massenweise ausgegebenen Schuldverschreibungen oder nicht verurkundeten Rechten mit gleicher Funktion (Wertrechte), wenn die Gläubigerinnen und Gläubiger in einem dem Art. 1156 OR entsprechenden Umfang informiert werden⁵².

Nimmt eine Person Publikumseinlagen entgegen, so bedarf es zusätzlich der Gewerbsmässigkeit, um als Bank zu qualifizieren. Gewerbsmässig im Sinne der Bankengesetzgebung handelt, wer dauernd mehr als 20 Publikumseinlagen entgegennimmt oder sich öffentlich zur Entgegennahme von Publikumseinlagen empfiehlt, selbst wenn daraus weniger als 20 Einlagen resultieren.⁵³ In der Lehre und Rechtsprechung wird überwiegend davon ausgegangen, dass es sich bei dieser Legaldefinition um eine unwiderlegbare Vermutung handelt.⁵⁴

Für die Zwecke des Crowdinvestings bedeutet das Gesagte, dass ein mittel-suchendes Unternehmen bzw. ein Plattformbetreiber dann als bewilligungspflichtige Bank qualifiziert, wenn es dauernd bei mehr als 20 Darleihern Gelder entgegennimmt, ohne dass diese Art der Geldaufnahme von der Bankengesetzgebung ausgenommen wäre oder ohne dass das Unternehmen bzw. der Plattformbetreiber über eine Bankbewilligung seitens der FINMA verfügt.

Vor diesem Hintergrund erhellt Folgendes:

- Beruht ein Crowdinvestingmodell auf der Ausgabe bzw. Vermittlung von Aktien oder anderen Beteiligungspapieren, steht die Anwendbarkeit der Bankengesetzgebung in der Regel ausser Frage und zwar sowohl

⁵¹ Vgl. Art. 5 Abs. 2 und 3 BankV.

⁵² Art. 5 Abs. 3 lit. b BankV.

⁵³ Art. 6 BankV.

⁵⁴ Vgl. BVGer B-2474/2007 E. 3.1.2, m.w.Nw.; KLEINER BEAT/SCHWOB RENATE/KRAMER STEFAN, in: ZOBL ET AL., Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Stand: 22. Nachlieferung, Zürich 2014, Art. 1 N 31; ALOIS RIMLE, Recht des schweizerischen Finanzmarktes: Ein Grundriss für die Praxis, Zürich 2004, 12; *a.M.* SCHNEUWLY (FN 27), 1621.

aus Sicht des Plattformbetreibers wie auch des mittelsuchenden Unternehmens.

- Bezweckt ein Crowdfundingmodell hingegen die „Beteiligung“ von Investoren auf Basis von Fremdkapital, wie etwa partiarischen Nachrangdarlehen bzw. -anleihen, so ist die Anwendbarkeit der Bankengesetzgebung regelmässig sorgfältig zu prüfen.

b) *Relevanz der Bankengesetzgebung aus Sicht der mittelsuchenden Unternehmen*

aa) *Bei der expliziten Ausgestaltung der Mittelaufnahme als Anleihe*

Wird die Mittelaufnahme vertraglich explizit als *Anleihe* i.S.v. Art. 1157 ff. OR ausgestaltet, so ist diese Finanzierung aus Sicht des mittelsuchenden Unternehmens vom Begriff der Publikumseinlage ausgenommen, womit es zumindest unter dem Blickwinkel des bankenmässigen Passivgeschäfts keine relevante Banktätigkeit ausübt, unabhängig davon, wie viele Anleger letztlich hinter der Anleihe stehen. Derart gestaltete Crowdfundingmodelle fallen also grundsätzlich nicht in den Anwendungsbereich der Bankengesetzgebung, so dass aus Sicht des mittelsuchenden Unternehmens in der Regel keine besonderen Vorkehrungen zu treffen sind.

Die Ausgestaltung von Crowdfundingfinanzierungen als Anleihe führt also in der Regel dazu, dass die Bankengesetzgebung nicht zur Anwendung gelangt. Allerdings hat die Ausgestaltung als Anleihe – neben der obligationenrechtlichen Prospektspflicht – auch steuerliche Folgen, die es zu beachten gilt, wie namentlich die Erhebung der Verrechnungssteuer auf Zinszahlungen.⁵⁵

bb) *In anderen Fällen*

Werden die Nachrangdarlehen nicht bzw. nicht explizit als Anleihe ausgestaltet, fallen sie, wie gesehen, grundsätzlich unter den Begriff der Publikumseinlagen. Daraus ergibt sich für das mittelsuchende Unternehmen in der

⁵⁵ Vgl. dazu schon vorne Kapitel IV.3.a)bb).

Regel, dass es als eine (das Passivgeschäft betreibende) Bank qualifiziert, sobald es bei mehr als 20 Darleihern Gelder aufgenommen hat. Bleibt es unter diesem Schwellenwert, erfüllt es den Tatbestand der Gewerbmässigkeit nicht; überschreitet es ihn, nimmt es eine bewilligungspflichtige Tätigkeit wahr.

Verzichtet man bei Crowdinvestingmodellen mit Fremdkapitalcharakter also auf die Ausgestaltung der Mittelaufnahme als Anleihe, wird der Zweck, der mit Crowdinvesting just verfolgt wird (nämlich die Finanzierung über die breite Öffentlichkeit), bei dieser Betrachtungsweise beinahe im Keim erstickt. Dies vermag kaum zu befriedigen, wenn man davon ausgeht, dass Crowdfunding und Crowdinvesting im Besonderen als alternative Finanzierungsform normativ gefördert werden sollten.⁵⁶

Mit Blick auf Art. 5 Abs. 3 lit. b BankV lässt sich indes u.E. durchaus auch ein anderer Schluss ziehen: Gemäss der zitierten Bestimmung fallen nebst Anlehensobligationen auch „andere vereinheitlichte und massenweise ausgegebene Schuldverschreibungen oder nicht verkündete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte), wenn die Gläubigerinnen und Gläubiger in einem dem Art. 1156 des Obligationenrechts (OR) entsprechenden Umfang informiert werden“ nicht unter den Begriff der Publikumseinlage. An dieser Bestimmung kommt der dem Bankengesetz zugrundeliegende Anlegerchutz⁵⁷ klar zum Ausdruck. Ob eine Einlage als Anleihe qualifiziert oder nicht, ist aus Sicht der Bankenverordnung nicht massgebend, falls es sich um wirtschaftlich vergleichbare Verbindlichkeiten handelt und falls die Anleger hinreichend informiert wurden. Dies lässt u.E. den Schluss zu, dass partiarische Nachrangdarlehen, die auf einheitlichen Bedingungen bei der Crowd aufgenommen werden, sich dann nicht als Publikumseinlagen qualifizieren, wenn das mittelsuchende Unternehmen gleichzeitig dafür besorgt ist, die notwendige Transparenz durch einen Emissionsprospekt i.S.v. Art. 1156 OR sicherzustellen. Dieser Ansatz, der sich aus der teleologischen Auslegung der zitierten Bestimmung in der Bankenverordnung ergibt, könnte mit Blick auf

⁵⁶ Vgl. auch die Kritik bei SCHNEUWLY (FN 27), 1622; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 16; ähnlich auch HETTICH (FN 21), 393, der schreibt, dass ein Crowdfunding über Darlehen nicht in Betracht falle, da die Crowdfunding-Plattform die bankenrechtlichen Erfordernisse kaum erfüllen könnte.

⁵⁷ KLEINER/SCHWOB/KRAMER (FN 54), Art. 1 N 16, Art. 1^{bis} N 6.

die Förderung von Crowdfundingmodellen in der Schweiz, welche mit Darlehenskomponenten auftreten, wesentlich sein. Bisher fehlt jedoch eine einschlägige Behördenpraxis. Es wird am Schluss darauf zurückzukommen sein.

Das Gesagte verdeutlicht, dass zumindest bei denjenigen Crowdfundingmodellen, die auf Basis von Fremdkapital operieren, einschneidende bankenregulatorische Schranken zu beachten sind.

c) Relevanz der Bankengesetzgebung aus Sicht der Plattformbetreiber

aa) Bei der expliziten Ausgestaltung als Anleihe

Wird die Mittelaufnahme explizit als Anleihe ausgestaltet, profitiert auch der betroffene Plattformbetreiber: Zum einen ist die reine Vermittlung von Finanzierungen keine unterstellungspflichtige Tätigkeit.⁵⁸ Zum anderen müsste der Plattformbetreiber, um in den Geltungsbereich der Bankengesetzgebung zu gelangen, entweder das Aktivgeschäft oder das Passivgeschäft selbst betreiben. Das Aktivgeschäft würde voraussetzen, dass der Plattformbetreiber selbst oder über Dritte auf *eigene* Rechnung die mittelsuchenden Unternehmen finanziert, was gerade *nicht* dem Geschäftsmodell solcher Plattformbetreiber entspricht.⁵⁹

Das Passivgeschäft wiederum wäre nur dann von Relevanz, wenn der Plattformbetreiber entweder selbst Emittent der Anleihe wäre (wobei er dann, gestützt auf die erwähnten Bestimmungen vom Geltungsbereich, sogleich wieder ausgenommen wäre) oder wenn er dem mittelsuchenden Unternehmen helfen würde, eine unzulässige Bankentätigkeit auszuüben, was aber bei einer expliziten Ausgestaltung als Anleihe, wie gesehen⁶⁰, gerade nicht der Fall ist.

⁵⁸ Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission EBK vom 25. September 1990 i.S. A AG, in: EBK, Bulletin des Jahres 1993, Heft 23, 11.

⁵⁹ Vgl. auch BAUMANN (FN 5), 195 f.; SCHNEUWLY (FN 27), 1621 f. m.w.Nw.; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 17.

⁶⁰ Vgl. Kapitel IV.4.b)aa).

bb) In anderen Fällen

Werden die Nachrangdarlehen nicht bzw. nicht explizit als Anleihe ausgestaltet, stellt sich die Frage, ob man gegebenenfalls gestützt auf den weiter vorne vertretenen Ansatz⁶¹ zum Schluss kommen kann, dass die Mittelaufnahme (aus Sicht des mittelsuchenden Unternehmens) dennoch nicht unter den Begriff der Publikumseinlage fällt. Bejaht man dies, so fällt auch der Plattformbetreiber nicht unter das Bankengesetz, da er dann nicht hilft, eine unbewilligte Bankentätigkeit auszuüben. Verneint man die Frage, so müsste sichergestellt sein, dass ein mittelsuchendes Unternehmen über die Plattform nicht mehr als 20 Gläubiger hat; ansonsten besteht die Gefahr, dass sich der Plattformbetreiber sowie die für ihn handelnden Personen strafbar machen.⁶²

Für den Plattformbetreiber stellt sich indirekt jedoch noch eine weitere bankrechtliche Frage: Selbst wenn man davon ausgeht, dass der Plattformbetreiber keine unzulässige Bankentätigkeit des mittelsuchenden Unternehmens unterstützt, kann es, je nachdem wie der Geldfluss im Rahmen der Finanzierung über die Plattform ausgestaltet ist, zu einer Qualifikation des Betreibers als Bank kommen: Nimmt der Plattformbetreiber nämlich das Geld entgegen (wenn auch auf fremde Rechnung und gegebenenfalls sogar in fremdem Namen) und leitet er es bei Zustandekommen der Finanzierung an das mittelsuchende Unternehmen weiter, so können die Voraussetzungen einer Bankentätigkeit trotzdem erfüllt sein.⁶³

Sofern der Plattformbetreiber jedoch weder das Aktiv- noch das Passivgeschäft betreibt, liegt unseres Erachtens keine bewilligungspflichtige Bankentätigkeit vor. Eine Bankentätigkeit anzunehmen, nur weil er de facto Gelder entgegennimmt, ohne dass er gleichzeitig Gläubiger oder Schuldner der den Geldern zugrunde liegenden Forderungen ist, ist aus Gründen des Gläubigerschutzes aufsichtsrechtlich auch nicht erforderlich.

⁶¹ Vgl. Kapitel IV.4.b)bb).

⁶² Vgl. zu den Sanktionen und ihren gesetzlichen Grundlagen SCHNEUWLY (FN 27), 1622.

⁶³ Vgl. dazu auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 18 ff.

Da die Auslegung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften durch die FINMA restriktiv erfolgt, stellt sich die Frage, ob eine allfällige Bewilligungspflicht auch aus anderen Gründen verneint werden kann.

In diesem Zusammenhang ist zu prüfen, ob die Voraussetzungen einer Ausnahme von Art. 5 BankV erfüllt sind. Im Vordergrund steht dabei Art. 5 Abs. 3 lit. c BankV. Nimmt ein Plattformbetreiber die Gelder im Zuge einer Finanzierungskampagne lediglich zu reinen Abwicklungszwecken entgegen, handelt er im Rahmen einer rein administrativen Funktion. Bezahlt der Betreiber in solchen Fällen keinen Zins, so kann er sich unter den gegebenen Voraussetzungen auf die Ausnahmebestimmung von Art. 5 Abs. 3 lit. c BankV berufen, wonach Habensaldi auf Kundenkonten von Effekten- oder Edelmetallhändlern, Vermögensverwaltern oder ähnlichen Unternehmen, die einzig der Abwicklung von Kundengeschäften dienen, nicht als Einlage gelten, wenn dafür kein Zins bezahlt wird. Die FINMA legt diese Ausnahmebestimmung jedoch offenbar sehr restriktiv aus. Konkret verlangt die FINMA, dass die Gelder nur kurzweilig, d.h. „wenige Tage“, parkiert werden dürfen, ansonsten eine Einlage angenommen werden müsse. Zudem dürfen keine andauernden Kontobeziehungen zwischen den Überweisenden und der fraglichen Gesellschaft bestehen.⁶⁴ Diese Praxis der „wenigen Tage“ erschwert die Anrufung dieser Ausnahmebestimmung erheblich, da Finanzierungskampagnen oft mehrere Wochen dauern.

Die Ausführungen zeigen, dass bei der konkreten Ausgestaltung des Mittelflusses über die Plattform ein erhebliches Risiko für den Plattformbetreiber entsteht, als Bank qualifiziert zu werden. Es ist bedauerlich, dass de lege lata für Plattformbetreiber keine klare Möglichkeit verbunden mit der notwendigen Rechtssicherheit besteht, um eine Qualifikation als Bank zu verhindern, sofern sie die Gelder der Investoren zwecks Sammlung und Weiterleitung an das mittelsuchende Unternehmen tatsächlich selbst entgegennehmen wollen. Sofern die Gelder nicht beim Plattformbetreiber „parkiert“ werden, sondern an eine von der FINMA bewilligte Bank überwiesen werden, könnte dieses Problem gelöst werden. Allerdings erhöht dies die Transaktionskosten und kann deshalb unter normativen Gesichtspunkten nicht befriedigen.

⁶⁴ Eidgenössische Bankenkommission EBK, Jahresbericht des Jahres 2000, 103. Vgl. auch SCHNEUWLY (FN 27), 1622 FN 106. Vgl. auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 20 f.

5. Kollektivanlagerechtliche Rahmenbedingungen

a) *Relevanz des KAG im Bereich des Crowdfunding*

Wenn eine Plattform als Dreh- und Angelpunkt fungieren kann, um mittelsuchende Unternehmen und Geldgeber zusammenzubringen, so steigert dies die Effizienz der Kapitalallokation. Ebenfalls der Effizienz zuträglich ist es, wenn Plattformbetreiber nicht nur eine Plattform für das Matching anbieten, sondern darüber hinaus auch dafür besorgt sind, die Zahlungseingänge der Geldgeber zu verwalten, die Gelder weiterzuleiten und allfällige Rückzahlungen bzw. Erträge an die Geldgeber zurück zu überweisen oder gar die von den Geldgebern gegenüber dem mittelsuchenden Unternehmen investierten Mittel dauerhaft zu „poolen“, d.h. die Beteiligungen (Aktien, Darlehen, Anleihen) im eigenen Namen oder im Namen eines Special Purpose Vehicle (SPV) für Rechnung der Geldgeber zu halten. Denn eines hat sich trotz der jungen Geschichte des Crowdfunding bereits herauskristallisiert: Hat ein Unternehmen, sei es auf Ebene des Fremdkapitals (z.B. partiarische Nachrangdarlehen) oder des Eigenkapitals (z.B. Aktien), zahlreiche Geldgeber bzw. Investoren, so ist dies der Handlungsfähigkeit und effizienten Entwicklung des Unternehmens infolge der damit verbundenen administrativen Nachteile nicht nur ein Hemmnis für weiteres Wachstum, sondern u.U. auch ein Grund für professionelle Venture Capital-Investoren, nicht in das Unternehmen zu investieren. Zu gross sind die Bedenken, die mit dem Umgang einer Vielzahl von Darlehensgebern bzw. Aktionären in einem frühen Stadium der Unternehmensentwicklung verknüpft sind. Insofern vermag es nicht zu überraschen, dass sich in verschiedenen Rechtsordnungen Crowdfunding-Modelle herausgebildet haben, bei denen die breite finanzierende Öffentlichkeit (die „Crowd“) nicht direkt am mittelsuchenden Unternehmen, sondern über eine dazwischen geschaltete Gesellschaft beteiligt wird. Solche Modelle führen dazu, dass aus Sicht des mittelsuchenden Unternehmens formell gesehen nur ein einziger und nicht Dutzende oder Hunderte Ansprechpartner vorhanden sind.⁶⁵

⁶⁵ Vgl. z.B. die Strukturierung des Aktionariats als Holdinggesellschaft durch Crowdfunding-Plattformen in Frankreich: BAUMANN (FN 5), 111.

Im Lichte dieser Ausführungen stellt sich die Frage, welches die Rahmenbedingungen für die Anwendbarkeit des Schweizer Rechts über die kollektiven Kapitalanlagen sind, namentlich hinsichtlich den verschiedenen administrativen Funktionen durch eine Crowdfunding-Plattform (insbesondere Entgegennahme und Weiterleitung der Gelder) und dauerhaften Poollösungen.⁶⁶

Kollektive Kapitalanlagen im Sinne des Kollektivanlagengesetzes (KAG) sind Vermögen, die von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden, wobei die Anlegerbedürfnisse der Anleger in gleichmässiger Weise befriedigt werden.⁶⁷ Kennzeichnend für kollektive Kapitalanlagen sind also das Vorhandensein eines Vermögens, die gemeinschaftliche Kapitalanlage, die Fremdverwaltung und die Befriedigung der Anlegerbedürfnisse in gleichmässiger Weise. Liegt eine kollektive Kapitalanlage vor, so unterstehen gemäss KAG diejenigen Personen einer Bewilligungspflicht, welche diese verwalten, aufbewahren oder vertreiben (Art. 2 Abs. 1 lit. a KAG).

Kollektive Kapitalanlagen können unabhängig von der gewählten Rechtsform als kollektive Kapitalanlage im Sinne des KAG qualifiziert werden. Dies gilt insbesondere für GmbHs oder AGs, wobei operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben sowie Konzernholdinggesellschaften explizit vom Geltungsbereich ausgenommen sind.⁶⁸ Besondere Beachtung ist Beteiligungs- bzw. Investmentgesellschaften in Form von AGs zu schenken. Diese sind dann vom Geltungsbereich des KAG ausgenommen, wenn sie an einer Schweizer Börse kotiert sind oder wenn ausschliesslich Aktionäre i.S.v. Art. 10 Abs. 3, 3^{bis} und 3^{ter} KAG beteiligt sein dürfen und die Aktien auf Namen lauten.⁶⁹

⁶⁶ Für eine Analyse von Crowdfunding im Lichte des Kollektivanlagegesetzes (KAG), vgl. SCHNEUWLY (FN 27), 1622 ff.

⁶⁷ Art. 7 Abs. 1 KAG.

⁶⁸ Art. 2 Abs. 2 lit. d und e KAG. Vgl. dazu auch BAUMANN (FN 5), 158 ff.

⁶⁹ Art. 2 Abs. 3 KAG; siehe zum ganzen Thema KÜHNE ARMIN, *Recht der kollektiven Kapitalanlagen*, 2. Aufl., Zürich 2015, Rz 893 ff.

b) *Aus Sicht der mittelsuchenden Unternehmen*

Dass ein mittelsuchendes Unternehmen als kollektive Kapitalanlage qualifiziert wird, ist sehr unwahrscheinlich, denn regelmässig wird es sich bei den Unternehmen, die sich via Crowdfunding finanzieren wollen, um operativ tätige Gesellschaften handeln. Hinzu kommt, dass selbst bei Inanspruchnahme der Plattform für die Zwecke der Finanzierung keine Fremdverwaltung von Vermögen vorliegt. Die Relevanz des kollektiven Kapitalanlage-rechts aus Sicht der sich finanzierenden Unternehmen wird man deshalb regelmässig verneinen können.⁷⁰

c) *Aus Sicht der Plattformbetreiber*

Geht man davon aus, dass ein Plattformbetreiber Gelder der Investoren zuhanden des mittelsuchenden Unternehmens entgegennimmt sowie die Rückzahlungen etc. tätigt, so dürfte regelmässig eine kollektive Kapitalanlage im Sinne des KAG verneint werden können. Der Grund liegt nicht etwa darin, dass keine gemeinschaftliche Kapitalanlage erfolgt; dies dürfte sogar regelmässig der Fall sein. Entscheidend ist vielmehr, dass im Regelfall der Plattformbetreiber keinerlei Ermessen in Bezug auf die Verwendung der Gelder hat. Es liegt mithin regelmässig keine Fremdverwaltung von Vermögen vor.⁷¹

Anders gelagert ist die Situation, bei der der Plattformbetreiber (oder die Anteilseigner der mittelsuchenden Gesellschaft) von sich aus ein Investmentvehikel (z.B. eine GmbH oder AG) aufsetzt und die Mittelsuche indirekt über dieses Investmentvehikel durchführt. Die Geldgeber würden bei einem solchen Modell am Investmentvehikel beteiligt (sei es vertraglich, sei es körperschaftlich oder anderweitig), welches dann die aufgenommenen Gelder für die Zeichnung von Aktien oder das Platzieren eines partiarischen nachrangigen Darlehens bzw. einer Anleihe bei dem mittelsuchenden Unternehmen investieren würde. Just solche Strukturen, die aus Sicht eines effizienten Crowdfunding-Marktes sehr wünschenswert wären, werden jedoch

⁷⁰ Ebenso GRIEDER/ESSEBIER (FN 21), 7.

⁷¹ Ebenso GRIEDER/ESSEBIER (FN 21), 11; SCHNEUWLY (FN 27), 1624.

regelmässig in Gefahr laufen, als bewilligungspflichtige Investmentgesellschaft zu qualifizieren, weil sie die Voraussetzungen gemäss Art. 2 Abs. 3 KAG nicht erfüllen dürften. Auch der Strukturierung des Pooling über einen Investmentclub ist für die Zwecke des Crowdfunding nicht zielführend. Zwar werden Investmentclubs vom Geltungsbereich des KAG ausgenommen, sofern die Mitglieder selbständig in der Lage sind, ihre Interessen zu wahren⁷², doch darf die Anzahl von Mitgliedern 20 nicht überschreiten.⁷³

Bei den Investmentclubs muss es sich zudem um einen von einer kleinen Anzahl von Personen gebildeten «private Investmentfonds» für «Hobby-Börsianer» handeln, welche die Absicht verfolgen, ihr Investitionskapital zusammenzulegen, um grössere Anlagen mit tieferen Transaktionskosten zu tätigen und um das Verlustrisiko aufgrund der Risikoverteilung zu verringern.⁷⁴ Aus der bundesgerichtlichen Rechtsprechung ergibt sich ausserdem, dass als Mitglieder nur natürliche Personen in Frage kommen, die unter sich auch den persönlichen Kontakt pflegen wollen. Diese Voraussetzungen werden beim Crowdfunding kaum erfüllt werden können.

6. Börsenrechtliche Rahmenbedingungen

a) *Relevanz der Börsengesetzgebung im Bereich des Crowdfunding*

Die Grundidee eines jeden Crowdfunding-Plattformbetreibers besteht darin, mittelsuchende Personen bzw. Unternehmen und potentielle Geldgeber über eine online-basierte Plattform zusammenzuführen und dabei gewisse Aufgaben als Intermediär für beide Seiten zu übernehmen. Ausgehend davon liegt es nahe, Crowdfunding- und Crowdfunding-Plattformen als eine Art Markt- bzw. Börsenplatz zu betrachten. Damit stellt sich dann aber auch gleich die Frage, ob Plattformbetreiber⁷⁵ in den Geltungsbereich des Börsen-

⁷² Art. 2 Abs. 2 lit. f KAG.

⁷³ Art. 1a lit. d KKV.

⁷⁴ Siehe KÜHNE (FN 69), Rz 180 ff.

⁷⁵ Aus Sicht der mittelsuchenden Unternehmen stellen sich börsenrechtliche Fragen regelmässig von vorneherein nicht, da sie ja höchstens Teilnehmer einer Börse oder einer börsenrechtlichen Einrichtung wären. Auch ein Status als Effektenhändler kann bei den mittelsuchenden Unternehmen regelmässig ausgeschlossen werden.

gesetzes (BEHG) fallen. Das Börsengesetz regelt die Voraussetzungen für die Errichtung und den Betrieb von Börsen sowie für den gewerbsmässigen Handel mit Effekten.⁷⁶

Es ist insbesondere denkbar, dass eine Crowdinvesting-Plattform den bewilligungspflichtigen Tatbestand der Börse oder der börsenähnlichen Einrichtung erfüllt.⁷⁷ Auch die Qualifikation als bewilligungspflichtiger Effektenhändler ist denkbar.⁷⁸ Bei näherer Betrachtung erhellt jedoch, dass die Unterstellung unter das Börsengesetz oft ohne allzu grosse Schwierigkeiten verneint werden kann.

b) Plattformbetreiber als Börse oder börsenähnliche Einrichtung?

Als Börse qualifiziert ein Plattformbetreiber regelmässig nicht, weil Crowdinvesting-Plattformen keine Einrichtungen des Effektenhandels darstellen, „die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Effektenhändlern sowie den Vertragsabschluss bezwecken“.⁷⁹ Zum einen sind Crowdinvesting-Plattformen nicht Effektenhändler⁸⁰, zum anderen weisen Plattformen üblicherweise auch keine Funktion zum gleichzeitigen Austausch samt Vertragsschluss (Matching) an.⁸¹

Gemäss Art. 3 Abs. 4 BEHG kann der Bundesrat sog. börsenähnliche Einrichtungen ganz oder teilweise dem Gesetz unterstellen oder auf die Unterstellung bestimmter Börsen oder börsenähnlicher Einrichtungen verzichten, wenn es der Gesetzeszweck rechtfertigt. Der Bundesrat hat von dieser Delegation Gebrauch gemacht und die FINMA ermächtigt, über die Unterstellung

⁷⁶ Art. 1 BEHG.

⁷⁷ Vgl. Art. 3 Abs. 1 und Art. 3 Abs. 4 BEHG.

⁷⁸ Art. 10 Abs. 1 BEHG.

⁷⁹ Art. 2 lit. b BEHG.

⁸⁰ Gemäss Art. 2 lit. d BEHG gelten als Effektenhändler natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten. Ebenso GRIEDER/ESSEBIER (FN 21), 12.

⁸¹ Ebenso BAUMANN (FN 5), 173 und 177 f.

einer börsenähnlichen Einrichtung unter das BEHG zu entscheiden. Die Qualifikation eines Plattformbetreibers als börsenähnliche Einrichtung dürfte wohl dann in Frage kommen, wenn sie einen Sekundärhandel für die Crowdinvestoren anbieten.⁸² Ob die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind, müsste im Einzelfall geprüft und bei der FINMA abgeklärt werden.

c) *Plattformbetreiber als Effekthändler?*

Als Effekthändler gelten natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten (Art. 2 lit. d BEHG).

Von den verschiedenen Händlerkategorien kämen grundsätzlich das Emissionshaus und der Kundenhändler in Frage.

aa) *Emissionshaus*

Emissionshäuser sind Effekthändler, die gewerbsmässig Effekten, die von Drittpersonen ausgegeben worden sind, fest oder in Kommission übernehmen und öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten (Art. 3 Abs. 2 BEHV).

Ob die einzelnen Elemente des Begriffs eines Emissionshauses erfüllt sind, muss im konkreten Fall geprüft werden. Ein Plattformbetreiber gilt insbesondere dann als Emissionshaus und damit als Effekthändler im Sinne von Art. 2 BEHG, wenn er Effekten (z.B. Aktien oder Anleiheobligationen) entweder per Festübernahme oder kommissionsweise erwirbt.

Bei einer Festübernahme würde der Plattformbetreiber den gesamten Betrag der Emission im eigenen Namen und auf eigene Rechnung zu einem definierten Preis übernehmen und anschliessend bei den Investoren platzieren. Damit übernimmt der Plattformbetreiber grundsätzlich das Platzierungsrisiko und erhält dafür vom mittelsuchenden Unternehmen eine Übernahme-kommission.

⁸² Vgl. dazu BAUMANN (FN 5), 174 ff.

Bei einem Erwerb durch den Plattformbetreiber, der kommissionsweise erfolgt, besteht ein Kommissionsverhältnis zwischen dem Plattformbetreiber und dem mittelsuchenden Unternehmen, wobei das Platzierungsrisiko beim mittelsuchenden Unternehmen bleibt.⁸³ Der Plattformbetreiber platziert die Emission gegen Kommission auf Risiko des mittelsuchenden Unternehmens bei den Investoren. Dabei nimmt der Plattformbetreiber im eigenen Namen, aber auf Rechnung des mittelsuchenden Unternehmens (als indirekter Stellvertreter des mittelsuchenden Unternehmens) Zeichnungen von Investoren entgegen und leitet diese nach Ablauf der Zeichnungsfrist an das mittelsuchende Unternehmen gesamthaft weiter. Die Ansprüche der Investoren aus dem Kaufvertrag mit dem Plattformbetreiber richten sich ausschliesslich gegen den Plattformbetreiber als Kommissionär. Für die entgegengenommenen Zeichnungen hat der Plattformbetreiber Anspruch auf eine Platzierungskommission.

Handelt der Plattformbetreiber nicht im eigenen Namen, sondern ausschliesslich im Namen und auf Rechnung des mittelsuchenden Unternehmens und schliesst er damit keinen Vertrag mit den Investoren ab, liegt unseres Erachtens weder eine Festübernahme noch ein kommissionsweiser Erwerb vor.

bb) Kundenhändler

Kundenhändler handeln definitionsgemäss gewerbsmässig in eigenem Namen für Rechnung von Kunden mit Effekten und führen selber oder bei Dritten für diese Kunden Konten zur Abwicklung des Effektenhandels oder bewahren Effekten dieser Kunden bei sich oder in eigenem Namen bei Dritten auf (Art. 3 Abs. 5 BEHV). Dabei tritt der Kundenhändler gegenüber Dritten in eigenem Namen auf, das wirtschaftliche Risiko der von ihm getätigten oder in Auftrag gegebenen Effektengeschäfte trägt jedoch der Kunde.

Handelt der Plattformbetreiber im eigenen Namen und für Rechnung von Kunden mit Effekten (z.B. Aktien oder Anleihenobligationen), könnte eine

⁸³ REUTTER THOMAS U./BAZZI CLAUDIO, Bezugsrechtsemissionen und Alternativen, Kapitalmarkttransaktionen IV, 2009, 28; EGGEN MIRJAM, Finanzprodukte – Auftrag oder Kauf?, SZW 2011, 628; HUBER FELIX M./MERZ MICHAELA, MWST-Fragen im Kapitalmarktgeschäft, Der Schweizer Treuhänder 4/2006, 294 f.

Kundenhändlertätigkeit angenommen werden. Die Anforderungen der Kontoführung oder Aufbewahrung von Effekten sind erfüllt, wenn der Kundenhändler und sein Kunde einen Depotbankvertrag, einen Kontovertrag oder einen Treuhandvertrag abgeschlossen haben und der Kundenhändler dadurch Aufbewahrer oder treuhänderischer Eigentümer der Effekten wird.

Keine Kundenhändlertätigkeit liegt hingegen vor, wenn der Plattformbetreiber im eigenen Namen und auf eigene Rechnung handelt.

7. Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit Vorgaben im Bereich der Geldwäscherei

a) Relevanz der Geldwäschereigesetzgebung im Bereich des Crowdfunding

Idealtypische Crowdfunding-Transaktionen zeichnen sich dadurch aus, dass zahlreiche Anleger einem mittelsuchenden Unternehmen, welches sich auf Crowdfunding-Plattformen präsentiert, Gelder überlassen, um im Gegenzug Beteiligungspapiere und/oder eine erfolgsabhängige Verzinsung zu erlangen. Häufig wird dabei seitens der mittelsuchenden Unternehmen oder durch die Plattformbetreiber selbst jeweils vorgegeben, innert welcher Frist wie viel Geld zusammengekommen sein muss, damit eine Finanzierung via Crowdfunding als zustande gekommen gilt. Im Zuge dessen bietet es sich an, dass Plattformbetreiber oder von ihr beauftragte Dritte die Gelder entgegennehmen, um sie bei Zustandekommen der Finanzierung an das mittelsuchende Unternehmen weiterzuleiten (abzgl. Kosten/Provisionen) bzw. bei einem Scheitern an die Investoren zurückzugeben. Würde das Geld direkt an die mittelsuchenden Unternehmen überwiesen, bestünde für die Anleger selbst dann ein Kreditrisiko, wenn die Finanzierungsrunde nicht zustande kommt. Dies würden Plattformbetreiber zumindest in idealtypischen Crowdfunding-Strukturen vermeiden wollen.

Das Entgegennehmen und Weiterleiten von Geldern durch den Plattformbetreiber stellt zumindest bei Crowdfunding-Transaktionen, welche auf einer

Fremdkapitalfinanzierung (partiarische Darlehen bzw. Anleihen) beruhen⁸⁴, letztlich eine Art der Geldvermittlung bzw. Finanzintermediation dar, weshalb die rechtlichen Vorgaben im Bereich der Geldwäschereigesetzgebung näher zu betrachten sind. Dabei können wir uns auf die Plattformbetreiber bzw. von ihr beigezogene Dritte beschränken, da ein mittelsuchendes Unternehmen, welches die Anlegergelder zwecks Finanzierung der eigenen Geschäftstätigkeit entgegennimmt, von Vorneherein nicht als Finanzintermediär im Sinne der Geldwäschereigesetzgebung qualifiziert.⁸⁵ Damit ist freilich gleichzeitig auch gesagt, dass sämtliche Crowdinvesting-Strukturen, bei denen der Geldfluss direkt zwischen Anleger und mittelsuchendem Unternehmen erfolgt, unter dem Blickwinkel der Geldwäschereigesetzgebung grundsätzlich keine Fragen aufwerfen. Dies ist bei den in der Praxis bekannten Plattformen jedoch regelmässig nicht der Fall, zumindest nicht bei denjenigen, die auf Basis von Fremdkapital operieren.⁸⁶

Die Frage nach der Geltung von Geldwäschereibestimmungen im Bereich Crowdinvesting ist deshalb angebracht, weil die Qualifikation eines Plattformbetreibers bzw. eines von ihm beigezogenen Dritten als Finanzintermediär gewichtige Folgen nach sich zieht:

- So werden Finanzintermediären zunächst eine Reihe von umfangreichen Sorgfaltspflichten auferlegt. Diese beziehen sich namentlich auf die Identifikation von Vertragsparteien und wirtschaftlich Berechtig-

⁸⁴ Bei aktienbasiertem Crowdinvesting müssten die Gelder – zumindest bei der Ausgabe neuer Aktien – auf einem auf das mittelsuchende Unternehmen lautenden Sperrkonto einbezahlt werden (Art. 652c i.V.m. Art. 633 OR).

⁸⁵ In diesem Beitrag beschränken wir uns auf die Geldwäscherei, wie sie im Rahmen des Bundesgesetzes über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung (Geldwäschereigesetz, GwG) vom 10. Oktober 1997 geregelt wird. Am 1. Januar 2016 treten das revidierte GwG und die revidierte Verordnung (Geldwäschereiverordnung-FINMA, GwV-FINMA) in Kraft. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf die neuen Bestimmungen, wobei die Revisionen keine wesentlichen Änderungen für das Crowdinvesting mit sich bringen. Neben dem GwG wären auch die Strafbestimmungen gemäss Art. 305^{bis} und 305^{ter} StGB zu beachten, welche auch dann Anwendung finden, wenn es sich bei der betreffenden Person nicht um einen Finanzintermediär i.S. des GwG handeln.

⁸⁶ Bei aktienbasiertem Crowdfunding ist es denkbar, dass die Geldwäschereigesetzgebung nicht zum Tragen kommt.

ten⁸⁷, die Abklärung von Art und Zweck der Geschäftsbeziehung⁸⁸ und die Dokumentation von Transaktionen und getätigten Abklärungen⁸⁹. Des Weiteren sind Finanzintermediäre gesetzlich verpflichtet, für eine hinreichende Organisation zu sorgen, um Geldwäscherei zu verhindern. Sie müssen namentlich für genügende Ausbildung des Personals und für Kontrollen sorgen.⁹⁰ Besteht ein Verdacht auf Geldwäscherei, treffen Finanzintermediäre eine Reihe von weiteren Pflichten (Meldepflicht, Vermögenssperre, Informationsverbot).⁹¹

- Neben den gesetzlich auferlegten Pflichten haben sich Finanzintermediäre einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) anzuschliessen oder aber sich direkt der Aufsicht der FINMA zu unterstellen.⁹²

b) *Finanzintermediation im Sinne der Geldwäschereigesetzgebung*

Ob eine Plattform bzw. ein von ihr beigezogener Dritter als Finanzintermediär qualifiziert, beurteilt sich danach, ob er in den persönlichen Geltungsbereich des Geldwäschereigesetzes fällt. Gemäss Art. 2 Abs. 2 GwG qualifizieren in erster Linie aufsichtsrechtlich erfasste bzw. regulierte Einrichtungen wie namentlich Banken, Versicherungen und Effektenhändler als Finanzintermediäre. Daneben fallen laut Art. 2 Abs. 3 GwG jedoch auch „Personen, die berufsmässig fremde Vermögenswerte annehmen oder aufbewahren oder helfen, sie anzulegen oder zu übertragen“ unter die Vorgaben des Geldwäschereigesetzes. Dazu zählen insbesondere Personen, die Dienstleistungen für den Zahlungsverkehr erbringen, namentlich für Dritte elektronische Überweisungen vornehmen.⁹³

⁸⁷ Art. 3-5 GwG.

⁸⁸ Art. 6 GwG.

⁸⁹ Art. 7 GwG.

⁹⁰ Art. 8 GwG.

⁹¹ Vgl. Art. 9 ff. GwG.

⁹² Art. 14 Abs. 1, Art. 18 ff., Art. 24 ff. GwG.

⁹³ Art. 2 Abs. 3 lit. b GwG.

Da es sich bei Plattformbetreibern regelmässig gerade nicht um regulierte Einrichtungen handelt, stellt sich die Frage, ob sie ggf. nach Abs. 3 von Art. 2 GwG erfasst werden. Sofern sie das Geld der Anleger direkt entgegennehmen, namentlich indem sie das Geld auf ein auf sie lautendes Bankkonto überweisen lassen, um es anschliessend weiter- bzw. zurück zu überweisen, so ist diese Frage nach dem Vorliegen einer berufsmässigen Finanzintermediation, ungeachtet der im Rahmen der Geldwäschereigesetzgebung enthaltenen Ausnahmenestimmungen, regelmässig zu bejahen⁹⁴:

- Ein Plattformbetreiber nimmt fremde Vermögenswerte an und hilft, sie zu übertragen. Dabei handelt es sich um eine klassische Dienstleistung für den Zahlungsverkehr im Sinne der Geldwäschereigesetzgebung.⁹⁵ Ausnahmen, welche namentlich in Art. 1 Abs. 2 VBF statuiert werden, dürften in der Regel nicht oder zumindest nicht ohne Vorliegen besonderer Umstände greifen. Denkbar wäre immerhin die Tätigkeit der Plattformbetreiber als eine Inkassotätigkeit anzusehen, welche nicht als Finanzintermediation gilt.⁹⁶ Da die Funktionen von Plattformbetreibern bei Crowdfunding in der Regel weit über ein Inkasso hinausgehen, ist eine entsprechende Subsumption jedoch fraglich.⁹⁷ Auch die Qualifikation der Funktion der Plattformbetreiber als „akzessorische Nebenleistung“ wird in der Lehre überwiegend abgelehnt.⁹⁸
- Diese Dienstleistung nimmt der Plattformbetreiber berufsmässig vor, weil er die gesetzlich vorgegebenen Schwellenwerte, welche für die Berufsmässigkeit der Finanzintermediation Anwendung finden, regelmässig überschreiten dürfte.⁹⁹

⁹⁴ Für eine detailliertere Analyse vgl. BAUMANN (FN 5), 180 ff. Bejahend auch GRIEDER/ESSEBIER (FN 21), 10 f.; SCHNEUWLY (FN 27), 1624 f.; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 18.

⁹⁵ Vgl. Art. 2 Abs. 3 lit. b GwG und Art. 4 Abs. 1 VBF.

⁹⁶ Art. 1 Abs. 2 lit. b VBF.

⁹⁷ Kritisch auch BAUMANN (FN 5), 182 m.w.Nw.

⁹⁸ Vgl. BAUMANN (FN 5), 182 f. m.w.Nw.; SCHNEUWLY (FN 27), 1625.

⁹⁹ Gemäss Art. 7 Abs. 1 VBF gilt eine Finanzintermediation als unter anderem dann als berufsmässig, wenn pro Kalenderjahr ein Bruttoerlös von mehr als 20'000 Fran-

Mit Blick auf die mit einer Finanzintermediärstellung verbundenen Anschluss- bzw. Unterstellungspflichten und den zu beachtenden Verhaltenspflichten erscheint die Entgegennahme von Geldern durch den Plattformbetreiber selbst unter dem Blickwinkel der Effizienz als fraglich, da der Anschluss bzw. die Unterstellung mit entsprechenden Zusatzkosten verbunden sind, welche das Business Model negativ treffen können.

Hinzu kommt, dass die Einhaltung der Sorgfaltspflichten (zu) viel Zeit beansprucht, um ein Crowdfunding effizient zu betreiben. Dies kann (*de lege lata*) auch nicht durch eine wohlwollende Behördenpraxis seitens der FINMA gemildert werden: Gemäss Art. 7a GwG kann ein Finanzintermediär zwar auf die Einhaltung der Sorgfaltspflichten verzichten, wenn die Geschäftsbeziehung nur Vermögenswerte von geringem Wert betrifft und keine Verdachtsmomente für mögliche Geldwäscherei oder Terrorismusfinanzierung vorliegen. Die in der Verordnung der FINMA in diesem Zusammenhang vorgenommenen Konkretisierungen scheinen jedoch nach wie vor nicht auf das Crowdfunding zu passen, u.a. weil dauernde Geschäftsbeziehungen vorausgesetzt werden.¹⁰⁰ Ein separater Antrag an die Adresse der FINMA zwecks Ausnahmeerteilung hätte wohl ebenfalls wenig Aussicht auf Erfolg. Zwar sieht die Verordnung vor, dass die FINMA auf Antrag einer SRO oder eines Finanzintermediärs weitere Ausnahmen von der Einhaltung der Sorgfaltspflichten gemäss GwG genehmigen kann, sofern dargelegt wird, dass das Geldwäschereirisiko im Sinne von Art. 7a GwG niedrig ist.¹⁰¹ Solche Ausnahmen können jedoch nur für *dauernde* Geschäftsbeziehungen¹⁰² erteilt werden.

Aus diesem Grund erscheint es aus Sicht der Plattformbetreiber ratsam, die Kosten einer Finanzintermediärstellung mit den Kosten zu vergleichen, die anfallen, wenn für den Geldfluss stattdessen auf ein reguliertes Institut, sprich eine Bank, zurückgegriffen wird, welche die Entgegennahme und Weiterleitung der Gelder im eigenen Namen (auf fremde Rechnung) anbie-

ken erzielt wird oder pro Kalenderjahr mit mehr als 20 Vertragsparteien Geschäftsbeziehungen aufgenommen werden, die sich nicht auf eine einmalige Tätigkeit beschränken.

¹⁰⁰ Vgl. den neuen Art. 11 GwV-FINMA (in Kraft ab 1. Januar 2016).

¹⁰¹ Vgl. dazu auch Art. 11 Abs. 5 GwV-FINMA.

¹⁰² Art. 2 Abs. 1 lit. d GwV-FINMA.

tet. Eine Bank ist aufsichtsrechtlich bereits erfasst und als solche nicht nur bzgl. ihrer Banktätigkeit der FINMA unterstellt, sie qualifiziert *eo ipso* auch als Finanzintermediärin im Sinne der Geldwäschereigesetzgebung.¹⁰³ Als reguliertes und beaufsichtigtes Institut wird ihr die Einhaltung der Sorgfaltspflichten leichter fallen und diese wird in der Tendenz auch kostengünstiger sein. Allerdings trifft auch sie die Pflicht zur Einhaltung der Sorgfaltspflichten, namentlich die Identifikationspflicht der Vertragspartei und der wirtschaftlich Berechtigten¹⁰⁴ und Ausnahmen seitens der FINMA sind ebenfalls nur bei *dauernden* Geschäftsbeziehungen denkbar.¹⁰⁵

Somit kann Crowdinvesting unter dem Blickwinkel der Geldwäschereigesetzgebung selbst bei Einbezug einer Bank nur dann effizient betrieben werden, wenn bereits bestehende Kunden einer Bank als primäre Anleger im Rahmen einer Crowdinvesting-Transaktion angegangen werden. Da aber nicht davon ausgegangen werden kann, dass sämtliche Anleger, welche im Rahmen von Crowdinvesting investieren, Gelder auf just jener Bank einzahlen, deren Kunden sie bereits sind, ist die geltende Geldwäschereigesetzgebung aus Sicht des Plattformbetreibers für die Zwecke von Crowdinvesting ungeeignet.

V. Schlussfolgerungen

In zahlreichen anderen Jurisdiktionen, einschliesslich der Europäischen Union und fast aller Nachbarländer der Schweiz, ist der Gesetzgeber aktiv geworden, um Crowdfunding unter rechtlichen Gesichtspunkten zu fördern.¹⁰⁶ In der Schweiz waren lange Zeit keinerlei nennenswerte legislatorische Bemühungen ersichtlich. Der vorliegende Beitrag hat indes aufgezeigt, dass

¹⁰³ Art. 2 Abs. 2 lit. a GwG.

¹⁰⁴ Für Banken ist ergänzend auch die Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken» vom 1. Juni 2015 (VSB 16) anwendbar, vgl. Art. 35 GwV-FINMA.

¹⁰⁵ Art. 11 Abs. 5 GwV-FINMA.

¹⁰⁶ Vgl. zum Ganzen BAUMANN (FN 5), welche die regulatorische Entwicklung in den USA, in der EU, in Deutschland, England und Frankreich zumindest bis im Frühling 2014 berücksichtigt.

insbesondere das schweizerische Finanzmarktaufsichtsrecht einer weiteren Etablierung von Crowdfunding als alternative (Frühphasen-)Finanzierungsform in der Schweiz hohe Hürden auferlegt.

Die hauptsächlichlichen Defizite lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Crowdfunding auf der Basis partiarischer Darlehen scheitert de lege lata primär an der Bankengesetzgebung: Durch die in der Bankenverordnung vorgegebene Vermutung, wonach das bankenmässige Passivgeschäft betreibt, wer dauernd mehr als 20 Publikumseinlagen entgegennimmt oder sich öffentlich zur Entgegennahme von Publikumseinlagen empfiehlt. Selbst wenn daraus weniger als 20 Einlagen resultieren, wird der Grundgedanke von Crowdfunding – die Demokratisierung des Kapitalmarkts – bereits im Keim erstickt. Die bankenrechtlichen Ausnahmebestimmungen, welche heute bestehen, sind nicht auf Crowdfunding zugeschnitten und können daher nicht bzw. in nicht befriedigendem Ausmass fruchtbar gemacht werden. Wer Crowdfunding unter geltendem Recht auf Basis von partiarischen Darlehen zu verwirklichen sucht, ist gezwungen, auf eine Anleihe auszuweichen – ein Finanzierungsinstrument, welches man in der Schweiz in der Regel erst bei Emissionsvolumen ab ca. CHF 50 Mio. einsetzt und für Crowdfunding-Zwecke mit diversen strukturellen Nachteilen verbunden ist (Verrechnungssteuer auf Zinszahlungen; zwingende Gläubigerschutzvorschriften, welche die Geldaufnahme verteuern). Hier sollte de lege ferenda angesetzt werden, indem der Bundesrat die Ausnahmebestimmungen in der Bankenverordnung für Crowdfunding ergänzt, z.B. indem er einen Schwellenwert pro Anleger definiert (z.B. CHF 5'000 pro Anleger), der überschritten werden muss, damit ein Anleger im Rahmen der 20er-Regel überhaupt erst erfasst wird.¹⁰⁷ Auch eine Anlehnung an Art. 38 Abs. 1 FIDLEG wäre denkbar.¹⁰⁸ Damit würde der Anwendungsbereich der Bankengesetzgebung für Kleinbeträge eingeschränkt, der Gläubigerschutz jedoch nur minim beeinträchtigt. Von einer

¹⁰⁷ So kürzlich auch AUF DER MAUR ROLF/ESSEBIER JANA, Crowdfunding ohne Schwarm, NZZ vom 4. August 2015, 16. Vgl. auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 34.

¹⁰⁸ Vgl. auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 35.

„schlichten“ Erhöhung der Anzahl 20 z.B. auf 100 oder 150 Anleger, wie dies in der Literatur bereits angeregt wurde¹⁰⁹, sollte u.E. indes eher Abstand genommen werden, da Crowdfunding definitionsgemäss auf eine Vielzahl von Anlegern ausgerichtet ist, womit eine zahlenmässige Beschränkung nicht förderlich wäre. Die im geplanten FIDLEG vorgeschlagene Lösung, wonach für nicht als Effekten ausgestaltete Anleiensobligationen lediglich ein Basisinformationsblatt zu veröffentlichen ist und unter diesen Voraussetzungen keine bankengesetzlich relevante Tätigkeit angenommen wird, ist sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung. Für eine bewusste Förderung des Crowdfunding reicht diese Massnahme jedoch nicht aus.

- Ein weiteres Defizit der geltenden Rechtsordnung unter dem Blickwinkel von Crowdinvesting zeigt sich in der relativ strikten Regulierung kollektiver Kapitalanlagen. Für die Zwecke von Crowdinvesting wäre es sowohl mit Blick auf die Interessen der mittelsuchenden Unternehmen wie auch auf die Investoren von grossem Interesse, wenn man die Crowd in einer zwischengeschalteten Gesellschaft „poolen“ könnte, damit das mittelsuchende Unternehmen nicht plötzlich mit Dutzenden oder gar Hunderten von Ansprechpersonen konfrontiert ist. Hier müsste wohl der Gesetzgeber selbst tätig werden, indem er auf der Stufe des KAG spezifische Ausnahmen schaffen müsste. Auch hier könnte mit Schwellenwerten pro Anleger gearbeitet werden, um dem Zielkonflikt eines Anlegerschutzes und der Förderung von Crowdinvesting genügend Rechnung zu tragen.
- Sodann erweist sich die aktuelle Geldwäschereigesetzgebung als zu wenig flexibel, um auf die spezifischen Bedürfnisse, welche sich bei Crowdinvesting ergeben, einzugehen. Dies ist v.a. deshalb bedauerlich, da Crowdinvesting vom Grundgedanken her darauf ausgerichtet ist, von einer Vielzahl von Anlegern Klein- und Kleinstbeträge aufzunehmen. Auch wenn in diesem Bereich ein Missbrauch nicht ausgeschlossen werden kann, so glauben wir, dass man mit behutsamen Anpassungen der Geldwäschereigesetzgebung Crowdinvesting-Transaktionen fördern könnte, ohne gleichzeitig Einfallstore für neue Geldwäschereimöglich-

¹⁰⁹ Vgl. auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 34.

keiten zu schaffen. Solche Anpassungen könnten erneut auf Basis von Schwellenwerten pro Anleger beruhen.¹¹⁰

Mit einer in den Räten noch nicht behandelten Interpellation von Ständerat Konrad Graber und der vorstehend unter Ziff. 3.a)cc) beschriebenen Regelung im geplanten FIDLEG kam in den letzten Monaten eine gewisse Bewegung in die Thematik. Parallel dazu sind aus den Reihen der Plattformbetreiber und verschiedenen Startup-Organisationen Bestrebungen in Gang gesetzt worden, auf politischer Ebene Einfluss auf die aktuellen Rahmenbedingungen für Crowdfunding zu nehmen.¹¹¹ Die Plattformbetreiber haben sich ausserdem jüngst organisiert und die Swiss Crowdfunding Association ins Leben gerufen. Angesichts der anstehenden Behandlung des FIDLEG im Parlament bieten sich nun gute Gelegenheiten, Anliegen der Crowdfunding-Industrie in den Gesetzgebungsprozess einzubringen. Damit eröffnet sich eine Chance, Crowdfunding allenfalls doch als neues Kapitel im Kapitalmarkt zu begreifen.

¹¹⁰ Vgl. auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 14), Rz 38.

¹¹¹ So hatten Vertreter der Startup-Szene, darunter solche aus dem Bereich Crowdfunding, im November 2015 die Gelegenheit, ihre Anliegen im Rahmen einer Sitzung der WAK-NR den interessierten Politikern zu unterbreiten. Dabei wurde insbesondere auf die Notwendigkeit hingewiesen, Crowdfunding in der Schweiz durch eine Anpassung der regulatorischen Vorgaben zu fördern. Vgl. <www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/jungfirmen-ueberraschen-politiker-1.18644950>.