

Band 117

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dieter Zobl
Prof. Dr. Rolf H. Weber
Prof. Dr. Rolf Sethe

Simone Baumann

Crowdfunding im Finanzmarktrecht

Schulthess § 2014

Inhaltsverzeichnis

Vorwort und Dank	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Literaturverzeichnis	XXIX
Materialien- und Quellenverzeichnis	XLIX
1. Kapitel: Einleitung	1
I. Ausgangslage	1
II. Problemstellung, Prämisse und Zielsetzung	2
III. Gang der Untersuchung	4
2. Kapitel: Die Eigenschaften von Crowdfunding	7
I. Entstehung und Begriff von Crowdfunding	7
1. Phänomen jüngeren Datums	7
2. Etymologie von Crowdfunding	7
3. Begriffsverständnis und Definition	8
A. Crowdfunding als Weiterentwicklung von Crowdsourcing	8
B. Definition von Crowdfunding	9
4. Uneinheitliche Begriffsverwendung	10
A. Einzelfallbeurteilung	10
B. Schwarmfinanzierung	10
C. Equity Crowdfunding bzw. Equity Model of Crowdfunding	11
D. Crowdfunding ex post (facto) bzw. ex ante	11
E. Crowdfunding und Crowdfinancing	11
5. Abgrenzung zu weiteren Finanzierungsarten	12
A. Abgrenzung zu den Unterkategorien von Crowdfunding	12
a) Crowdfunding i.e.S.	12
b) Crowdlending	13

c)	Crowddonating	14
B.	Abgrenzung zu weiteren Risikofinanzierungsarten	14
a)	Private Equity und Venture Capital: Begriff und Unterschiede zu Crowdfunding	14
b)	Business Angels	16
c)	Hedge Fonds	16
d)	Strukturierte Produkte	17
e)	Microfinance	17
C.	Abgrenzung zur staatlichen Finanzierung	18
6.	Ergebnis	18
II.	Charakteristika von Crowdfunding	19
1.	Marktvolumen und wirtschaftliche Entwicklung	19
A.	Marktvolumen	19
B.	Zukünftige wirtschaftliche Entwicklung	19
2.	Marktteilnehmer	21
A.	Plattformen	21
a)	Plattform als begriffsnotwendiges Merkmal?	21
b)	Funktion und Leistung der Plattform	22
aa)	Nutzung der Plattforminfrastruktur	22
bb)	Vertragsvorbereitung	23
cc)	Transaktionsabwicklung	23
dd)	Kommunikation und Marketing	23
ee)	Keine Finanzierungsgarantie	24
c)	Ablauf der Finanzierung	24
aa)	Zulassungsverfahren und vorvertragliche Abklärungen (Due Diligence)	24
bb)	Akquisition auf der Portalwebseite	26
cc)	Vertragsabschluss	26
dd)	Erfolgreiche Finanzierung und Mindestbeteiligungssumme	29
ee)	Zuteilung	30
ff)	Zahlungsabwicklung	30
d)	Konzentration auf nationale Märkte	30
e)	Standardisierung	31
f)	Vergütungsmodelle	31
B.	Emittent	32
a)	Rechtsform und Sitz	32
aa)	Rechtsform	32
bb)	Sitz	32

b)	Finanzierungsphase	33
c)	Branchenzugehörigkeit	33
d)	Liquider Sekundärmarkt	33
e)	Für welche Start-ups erscheint Crowdfunding sinnvoll?	34
f)	Emission	35
aa)	Rechtsformen der Beteiligung	35
bb)	Rendite und Illiquidität von Crowdfundings	36
cc)	Zweckbestimmter Einsatz der Finanzmittel	36
dd)	Prospektpflicht	36
ee)	Laufzeit der Investition und Exit-Möglichkeiten des Anlegers bzw. des Unternehmers	37
C.	Anleger (Crowd)	37
a)	Anlegerprofil	37
b)	Anlegerinteressen und Motivation	38
c)	Anlagehorizont	38
d)	Poolingvereinbarung aufgrund der grossen Anlegeranzahl	38
D.	Zahlungsabwicklung	39
a)	Entgegennahme der Crowdfundings durch die Gesellschaft oder durch die Plattform	39
b)	Entgegennahme der Crowdfundings durch Dritte	39
3.	Finanzwirtschaftliche Aspekte	40
A.	Einordnung von Crowdfunding unter finanzwirtschaftlichen Aspekten	40
B.	Crowdfunding als Teil des Kapitalmarkts	41
C.	Mittelherkunft	41
a)	Innen- und Aussenfinanzierung	41
b)	Eigen-, Fremd- und Mezzanine-Kapital	41
D.	Crowdfunding als Anlageklasse und Risikokapital	42
E.	Crowdfunding als Risikokapital	42
F.	Unternehmenslebenszyklus	43
4.	Chancen und Risiken von Crowdfunding	44
A.	Chancen von Crowdfunding als Finanzierungskapital	44

a)	Vorbemerkung	44
b)	Werbewirksame Finanzierung im Equity Gap	44
c)	Open-Innovation-Prozesse	44
d)	Kostengünstiges Finanzierungskapital	45
e)	Kostengünstige Kapitalanlage	45
f)	Unternehmerische Autonomie	45
g)	Schwierige Frühphasenfinanzierung für Start-up-Unternehmen	46
h)	Information Gap und Funding Gap	46
i)	Weitere Chancen	47
B.	Risiken von Crowdfunding als Finanzierungskapital	48
5.	Ergebnis und Stellungnahme	49
3. Kapitel:		
Regulatorische Entwicklung von Crowdfunding im Ausland		51
I.	Crowdfunding in den USA	51
1.	Bisherige Entwicklung	51
A.	Wirtschaftswachstum durch Crowdfunding?	51
B.	Regulatorische Rahmenbedingungen	51
C.	Ungenügende Ausnahmestimmungen für KMU	53
D.	Fazit zum alten Recht	55
2.	Neuregelung durch den Jumpstart Our Business Startups Act 2012	56
A.	Vorbemerkung	56
B.	Vorschläge von Interessenvertretern zu einer Revision	56
C.	Position der SEC sowie des Weissen Hauses	57
D.	Überblick zur Entstehungsgeschichte des JOBS Act 2012	58
E.	Jobs Act 2012, III. Titel – Crowdfunding	60
a)	Gesetzesauftrag der SEC bei der Ausarbeitung einer praxisorientierten Regelung	60
b)	Ausnahmestimmung für Crowdfunding-Transaktionen	60
aa)	Gesetzesbestimmung: Investitions- und Fundingobergrenze	60
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	61
cc)	Kritische Würdigung	62

c)	Regulierung der Plattformen	63
aa)	Gesetzesbestimmungen	63
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	64
cc)	Kritische Würdigung	64
d)	Informationspflicht des Emittenten und Transparenz	65
aa)	Gesetzesbestimmung	65
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	65
cc)	Kritische Würdigung	66
e)	Massnahmen gegen Betrug und Geldwäscherei	67
aa)	Gesetzesbestimmung	67
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	68
cc)	Kritische Würdigung	68
f)	Zahlungsmodalitäten	69
aa)	Gesetzesbestimmung	69
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	69
cc)	Kritische Würdigung	70
g)	Haltefrist zur Verhinderung einer Spekulationsblase	70
aa)	Gesetzesbestimmung	70
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	71
cc)	Kritische Würdigung	71
h)	Interessenkonflikte	71
aa)	Gesetzesbestimmung	71
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	72
cc)	Kritische Würdigung	72
i)	Werbeverbot	72
aa)	Gesetzesbestimmung	72
bb)	Regelungsvorschlag der SEC	73
cc)	Kritische Würdigung	73
3.	Kritische Würdigung und Folgerung für eine mögliche Regelung in der Schweiz	73
II.	Crowdfunding im EU-Recht	77
1.	Stand der Diskussion auf EU-Ebene	77
2.	Auf Crowdfunding anwendbares EU-Recht	78
A.	Vorbemerkung	78
B.	Emissionsprospekt	78
C.	MiFID und MiFID II	79

a)	MiFID	79
b)	MiFID II	79
aa)	OTF	79
bb)	KMU-Wachstumsmarkt	80
D.	Weitere Rechtserlasse	80
3.	Kritische Würdigung und Folgerung für eine mögliche Regelung in der Schweiz	82
III.	Crowdinvesting in Deutschland	83
1.	Stand der Diskussion in Deutschland	83
2.	Rechtliche Rahmenbedingungen	83
A.	Vorbemerkung	83
B.	Erlaubnispflicht nach KWG und WpHG	83
C.	Prospektpflicht nach VermAnlG bzw. WpPG	85
D.	Registrierungs- und Prospektpflicht nach dem KAGB	86
3.	Ausgestaltung von Crowdinvesting in Deutschland	86
A.	Darstellung ausgewählter Plattformen	86
B.	In Deutschland gebräuchliche Rechtsformen	88
a)	Partiarisches Nachrangdarlehen	88
b)	Atypisch stille Beteiligung	88
aa)	Gegenstand der (atypisch) stillen Beteiligung	88
bb)	Crowdinvesting als atypisch stille Beteiligung	88
c)	Weitere Beteiligungsformen	90
aa)	Genussschein	90
bb)	Aktien	90
4.	Kritische Würdigung und Folgerung für eine mögliche Regelung in der Schweiz	90
IV.	Crowdinvesting in England	93
1.	Stand der Diskussion in England	93
2.	Rechtliche Rahmenbedingungen	93
A.	Financial Promotion	94
B.	Regulated Activity	95
3.	Vorschläge zu einer Neuregelung: Rechtliche Aspekte des FCA Consultation Paper	95
A.	Risiken von Crowdinvesting	95
B.	Beschränkung der Werbemöglichkeit	96

C.	Apropriateness Test	96
D.	Reputation	97
E.	Gegenüberstellung von Kosten und Nutzen einer Neuregelung	97
4.	Ausgestaltung von Crowdfunding in England	98
A.	Darstellung ausgewählter Plattformen	98
a)	Vorbemerkung	98
b)	Crowdcube	98
c)	Seedrs	99
aa)	Betrieb der Plattform	99
bb)	Das Nominec-Modell im Besonderen	99
B.	Selbstregulierung	100
5.	Kritische Würdigung und Folgerung für eine mögliche Regelung in der Schweiz	101
V.	Crowdfunding in Frankreich	103
1.	Stand der Diskussion in Frankreich	103
2.	Rechtliche Rahmenbedingungen	103
A.	Überblick	103
B.	Finanzdienstleistungen	104
a)	Finanzdienstleistung und Anlageberatung	104
b)	Begriff des Dienstleisters und Anforderungen an die Zulassung	106
c)	Änderungsvorschlag gemäss Konsultationspapier	106
aa)	Neuer Status CIP	106
bb)	Exkurs: Lockerung des Bankenmonopols für Crowdfunding	108
C.	Öffentliches Angebot von Wertpapieren	108
a)	Öffentliches Angebot	108
b)	Die Akquisition neuer Anleger	109
c)	Änderungsvorschlag gemäss Konsultationspapier	109
D.	Stellungnahme der ACPR und der AMF	110
3.	Ausgestaltung von Crowdfunding in Frankreich	110
A.	Kurzübersicht zu ausgewählten Plattformen	110
B.	Holdingsgesellschaft	111
4.	Kritische Würdigung und Folgerung für eine mögliche Regelung in der Schweiz	111

4. Kapitel: Crowdfunding im Schweizer Recht	113
I. Auf bisherigen Erkenntnissen beruhende Ausgangslage für die Schweiz	113
1. Zusammenfassung der bisherigen Ergebnisse	113
2. Überblick zur Betrachtung der Crowdfunding-Modelle im Schweizer Recht	114
A. Fehlen einer einheitlichen Regulierung von Crowdfunding im Schweizer Recht	114
B. Crowdfunding in der Schweiz	114
C. Überblick	115
II. Crowdfunding mit Aktien	117
1. Eignung der Aktienemission für die Crowdfunding-Finanzierung	117
A. Crowdfunding im Rahmen der Gesellschaftsgründung	117
a) Formerfordernisse für den Errichtungsakt	117
b) Eignung für Crowdfunding?	117
B. Crowdfunding im Rahmen der Kapitalerhöhung gemäss Art. 650 ff. OR	118
a) Art der Platzierung	118
b) Arten der Kapitalerhöhung	119
c) Aktienrechtsrevision	120
d) Prospekthaftung bei Crowdfunding-Finanzierungen	121
aa) Prospektzwang	121
bb) Begriff der Öffentlichkeit	121
cc) Nutzung des Internet als Vertriebskanal	123
dd) Ausblick: Finanzdienstleistungsgesetz und dessen mögliche Auswirkungen auf Crowdfunding	123
ee) Bestehen einer Prospektpflicht	126
ff) Form und Inhalt des Prospekts	129
gg) Prospekthaftung	130
hh) Folgerung für Crowdfunding	131
2. Koordinierung der Crowd	132
A. Divergierende Interessenlage der Unternehmen und der übrigen Aktionäre	132
a) Interessen der Crowdk Aktionäre	132

aa)	Leistungspflicht	132
bb)	Renditeerwartung und Mitwirkungsrecht	133
b)	Interessen der Gründeraktionäre	133
c)	Aktienrechtlicher Minderheitenschutz im Besonderen	134
aa)	Vorbemerkung	134
bb)	Minderheitenschutz	135
d)	Lösungsansätze	136
aa)	Koordinierung der Stimmrechtsausübung	136
bb)	Gesetzliche Stimmrechtsausschlüsse	136
cc)	Statutarische Gestaltungsmöglichkeiten	137
dd)	Aktionärbindungsvertrag	139
ee)	Durchsetzung des ABV	141
e)	Folgerung für Crowdfunding	147
B.	Durchführung der Generalversammlung	148
a)	Geltendes Recht	148
b)	Aktienrechtsrevision	149
c)	Folgerung für Crowdfunding	150
3.	Unterstellung unter das KAG	152
A.	Vorbemerkung	152
B.	Gesetzeszweck	153
C.	Begriff der kollektiven Kapitalanlage	153
a)	Legaldefinition	154
b)	Vermögensbegriff	154
c)	Fremdverwaltung	154
d)	Gleichbehandlung der Anlegerbedürfnisse	155
e)	Kapitalanlage	156
aa)	Mindestanzahl an Anlegern	156
bb)	Gemeinschaftlichkeit und fehlende Individualisierung	156
cc)	Begriff der (passiven) Kapitalanlage	157
D.	Abgrenzungen zur (aktiven) Kapitalanlage	158
a)	Nichtunterstellung der aktiven Kapitalanlage	158
b)	Begriff der operativen Gesellschaft	159
c)	Folgerung für Crowdfunding	160
E.	Abgrenzung zur Holding im Besonderen	161
a)	Holding als Vehikel für Crowdfunding	161
b)	Holding als Vehikel für Crowdfunding im Schweizer Recht	161

aa)	aa) Holdinggesellschaft im Schweizer Recht	161
bb)	bb) Positive Auswirkungen	162
cc)	cc) Negative Auswirkungen	163
c)	c) Unterstellung der Holding unter das KAG	163
aa)	aa) Divergierende Legaldefinitionen des Holdingbegriffs	163
bb)	bb) Ermittlung des Normsinns durch Abgrenzung zur Investitionsgesellschaft i.S. von Art. 2 Abs. 3 KAG	164
cc)	cc) Ermittlung des Normsinns durch Auslegung	165
dd)	dd) Zwischenergebnis	167
d)	d) Holding als kollektive Kapitalanlage	168
F.	F. Folgerung für Crowdfunding	169
4.	4. Unterstellung unter das BEHG	170
A.	A. Vorbemerkung	170
B.	B. Gesetzeszweck	170
C.	C. Aktienemission im Internet	170
a)	a) Vorbereitungshandlungen	171
b)	b) Durchführung der Emission	171
c)	c) Qualifizierung der Plattform unter dem BEHG	172
aa)	aa) Dienstleistung der Plattform	172
bb)	bb) Bewilligungspflicht als Effektenhändler	172
cc)	cc) Bewilligungspflicht als Börse	173
dd)	dd) Mögliche Auswirkung durch eine Neuregelung im FIDLEG	174
d)	d) Folgerung für Crowdfunding	174
D.	D. Sekundärmarkthandel	174
a)	a) Nutzen des Sekundärmarkthandels für Crowdfunding	174
b)	b) Betrieb einer Börse	175
aa)	aa) Einrichtung des Effektenhandels	175
bb)	bb) Gleichzeitiger Austausch von Angeboten unter mehreren Effektenhändlern und Vertragsabschluss	176
cc)	cc) Mehrzahl von Effektenhändlern	176
dd)	dd) Börsenähnliche Einrichtung	176
c)	c) Folgerung für Crowdfunding-Plattformen	177

	aa) Einrichtung eines Forums	177
	bb) Börse und börsenähnliche Einrichtung	177
5.	Unterstellung unter das GwG	179
	A. Vorbemerkung und Gesetzeszweck	179
	B. Erfassung als Finanzintermediär	180
	a) Allgemeine Bemerkungen zum Begriff des Finanzintermediärs	180
	b) Qualifizierung der Plattform als Finanzintermediär	181
	aa) Finanzintermediation	181
	bb) Inkassotätigkeit	182
	cc) Akzessorische Nebenleistung	182
	dd) Sitzgesellschaft	183
	ee) Weitere Unterstellungstatbestände	183
	c) Qualifizierung der Gesellschaft als Finanzintermediär	184
	C. Bagatellklausel für Vermögenswerte von geringem Wert	184
	D. Anschluss an eine SRO oder Unterstellung als DUFI	186
	E. Folgerung für Crowdfunding	186
III.	Crowdfunding mit partiarischen Darlehen	187
	1. Vorbemerkung	187
	2. Partiarisches Darlehen als Mezzanine-Finanzierung	187
	3. Abgrenzung zur stillen Gesellschaft	189
	4. Unterstellung unter das BankG und Verbot der gewerbsmässigen Entgegennahme von Publikumseinlagen	191
	A. Dem BankG unterstellte Personen	191
	B. Bankbegriff	192
	a) Aktivgeschäft	192
	b) Passivgeschäft	193
	aa) Qualifikation als Einlage	193
	bb) Qualifikation als Einlage aus dem Publikum	193
	cc) Gewerbsmässigkeit	194
	c) Hauptsächlich im Finanzbereich tätig	194
	d) Zwischenergebnis für Crowdfunding	195
	aa) Plattform	195

bb) Kapitalsuchendes Unternehmen	196
C. Anleiheobligation und Schuldverschreibung im Besonderen	197
a) Vorbemerkung	197
b) Begriff der Anleihe	197
c) Begriff der Schuldverschreibung und nicht verurkundete Rechte mit gleicher Wirkung i.S. von Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV	199
d) Folgerung für die Qualifizierung von Crowdfunding	199
aa) Anleihe	199
bb) Schuldverschreibung und nicht verurkundete Rechte mit gleicher Wirkung i.S. von Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV	201
D. Werbeverbot	201
E. Folgerung für Crowdfunding	202
F. Ansatz: Partiarische (Nachrang-)Darlehen im deutschen Recht	203
a) Vorbemerkung	203
b) Grundlagen	203
aa) Rechtliche Aspekte zum Darlehen	203
bb) Rechtliche Aspekte des Einlagengeschäfts	204
cc) Zwischenergebnis	206
c) Ausschluss der Qualifizierung als Einlagengeschäft	206
d) Keine Prospektpflicht	207
e) Folgerung für Crowdfunding	207
5. Kapitel: Diskussionsansätze und Schlussbemerkung	209
I. Regulierungsbedarf zur Sicherstellung von Anleger- und Funktionsschutz	209
1. Vorbemerkung	209
2. Schutzzweck der Finanzmarktgesetze	210
3. Betrugs- und Geldwäschereirisiko	211
A. Problemstellung	211
B. Regelung im Schweizer Recht	211
C. Diskussionsansatz	212
a) Regulierungsbedarf i.S. des Anleger- und Systemschutzes	212

b)	Regulatorischer Ansatz im Ausland	212
c)	Regulierung nach ausländischem Vorbild geboten?	212
4.	Informationsasymmetrie und Intransparenz	213
A.	Problemstellungen	214
a)	Illiquidität und Verwässerung	214
b)	Irreführende bzw. nicht wahrheitsgetreue Information	214
c)	Ungleichbehandlung der Crowd	215
B.	Regelung im Schweizer Recht	215
C.	Diskussionsansatz	215
a)	Regulierungsbedarf i.S. des Anlegerschutzes	215
b)	Regulatorischer Ansatz im Ausland	216
c)	Regulierung nach ausländischem Vorbild geboten?	216
5.	Interessenkonflikte	217
A.	Problemstellung	217
B.	Regelung im Schweizer Recht	218
C.	Diskussionsansatz	219
a)	Regulierungsbedarf i.S. des Anleger- und Funktionsschutzes	219
b)	Regulatorischer Ansatz im Ausland	219
c)	Regulierung nach ausländischem Vorbild geboten?	219
6.	Spekulation und Massenverhalten	220
A.	Problemstellung	220
B.	Regelung im Schweizer Recht	220
C.	Diskussionsansatz	221
a)	Regulierungsbedarf i.S. des System- und Funktionsschutzes?	221
b)	Regulatorischer Ansatz im Ausland	221
c)	Regulierung nach ausländischem Vorbild geboten?	221
II.	Regulierungsbedarf zur Sicherstellung der Finanzierungsfunktion	222
1.	Vorbemerkung	222
2.	Crowdfunding als eigenständiges Konzept im Schweizer Recht	222
A.	Ergebnisse	222

B. Stellungnahme	223
3. Information der Crowd	224
A. Ergebnisse	224
B. Stellungnahme	224
4. Erleichterte Kapitalaufnahme und Zahlungsverkehr	225
A. Ergebnisse	225
B. Stellungnahme	225
5. Selbstregulierungsorganisation	226
A. Ergebnisse	226
B. Stellungnahme	226
III. Schlussbemerkung	227
Stichwortverzeichnis	229