Peter Hettich*

Finanzierungsquellen für KMU im Zeitalter von Crowdfunding

Die Folgen des sicherheitsorientierten Regulierungsansatzes im Finanzmarktaufsichtsrecht

Inhaltsübersicht

I. Einleitung
II. Ziele der Finanzmarktaufsicht
1. Begriffe
2. Funktion von Kapitalmärkten und Finanzintermediären
III. Der Markt für KMU-Kredite
1. Entwicklung der Kreditversorgung für KMU
2. Auswirkungen der jüngsten Gesetzesrevisionen auf die Kreditversorgung
IV. Alternative Regulierungsansätze
1. Demokratisierung der Finanzmärkte
2. Crowdfunding
2.1 Begriff
2.2 Aufsichtsrechtliche Vorgaben
2.3 Rechtsentwicklung in der EU und Implikationen für die Schweiz
2.4 Innovationsfeindliches Schutzkonzept
V. Zusammenfassung der Thesen und Ergebnisse

I. Einleitung

Crowdfunding (Schwarmfinanzierung) bezeichnet die Finanzierung eines Projekts durch eine Vielzahl von Kleininvestoren. Diese Investoren werden direkt über Internetplattformen angesprochen und damit aus der breiten Bevölkerung gewonnen. Die Investitionen erfolgen damit unter Umgehung der etablierten Finanzintermediäre, also vor allem unter Verzicht auf die Dienstleistungen von Banken sowie der Rechts- und Wirtschaftsberater in deren Gefolge. Crowdfunding wird aus diesem Grund manchmal als Speerspitze eines demokratisierten Finanzkapitalismus angesehen.[1] Der Kleinanleger wird über Crowdfunding zum Venture Capitalist «en miniature».[2]

In der betriebswirtschaftlichen Literatur und den Massenmedien erfährt Crowdfunding[3] zurzeit einen «Hype».[4] Die mit Crowdfunding verbundenen, grossen Hoffnungen werden sich wahrscheinlich als übertrieben erweisen. Wie nachfolgend zu zeigen ist, gibt es jedoch keinen Grund, Crowdfunding regulatorisch zu unterbinden. Der derzeit vorherrschende Regulierungsansatz im Finanzmarktrecht dürfte jedoch – unabsichtlich – Crowdfunding in der Schweiz verunmöglichen. Diese Verschlossenheit der Regulierung gegenüber Finanzinnovationen und neuen Marktteilnehmern rechtfertigt die nachfolgenden konzeptionellen Grundsatzüberlegungen.

Der vorliegende Beitrag beleuchtet Crowdfunding aus der Perspektive der Aufsichtsziele im Finanzmarktrecht. Insbesondere zwischen dem Ziel des Gläubigerschutzes und des Funktionsschutzes bestehen Zielkonflikte. Diese erfordern Abwägungen zwischen – vereinfacht gesagt – der Sicherheit und der Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte (II.). Mit der Finanzkrise hat der Gesetzgeber die Sicherheit der Finanzmärkte zu stärken versucht. Dieser sicherheitsorientierte Regulierungsansatz wirkt sich tendenziell negativ auf den Markt für KMU-Kredite aus (III.). Der sicherheitsorientierte Ansatz verhindert auch das Aufkommen innovativer Finanzierungsformen für

* Professor an der Universität St. Gallen und Rechtsanwalt in Zürich. Dieser Beitrag beruht auf dem am 25. Februar 2013 gehaltenen Habilitationsvortrag an der Universität St. Gallen. Der Autor dankt PD Dr. Sabine Kilgus, Dr. Markus Guggenbühl, Dr. Jana Essebier und seinem Assistenten Herrn Lukas Mathis, B.A. HSG, für die kritische Durchsicht des Manuskripts und die wertvollen Anmerkungen.

1 Robert J. Shiller, Capitalism and Financial Innovation, in: Financial Analysts Journal 69 (2013), 21 ff., 22 («It is a new kind of investment banking that takes the form of a website that allows small investors to buy a small stake in a company. It allows the small investor to be, in effect, a venture capitalist. Crowdfunding essentially democratizes finance.»).

2 So etwa Joan MacLeod Heminway/Shelden Ryan Hoffman, Proceed at your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933, in 78 Tennessee Law Review 879 ff., 881 (2011): «In other words, instead of raising the money from a very small group of sophisticated investors, the idea of crowdfunding is to obtain it from a large audience (the «crowd»), where each individual will provide a very small amount.»

3 Crowdfunding erweist sich dabei als Fortentwicklung des Trends «Crowdsourcing», welcher vor allem im Bereich des Innovationsmanagements viel Beachtung gefunden hat (Stichwort «Open Innovation»). Dazu etwa Oliver Gassmann, Crowdsourcing: Innovationsmanagment mit Schwarmintelligenz, München 2010.

4 So etwa der vielzitierte Artikel von Harry McCracken, The Kickstarter Economy, in: Time Magazine vom 1. Oktober 2012, abrufbar auf http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,2125023,00.html.; Heminway/Hoffman (FN 2), 880; Ron Kitchens/Phillip D. Torrence, the Jobs Act – Crowdfunding And Beyond, in: Economic Development Journal 11/4 (2012), 42 ff.

kleinere Unternehmen, welche die negativen Tendenzen auf den Kreditmärkten auffangen könnten. Dies lässt sich anhand des erwähnten Crowdfunding illustrieren (IV.). Dabei verknüpft dieser Beitrag zwei Anliegen: Einerseits die Forderung nach einer Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für KMU, anderseits die Berücksichtigung von Crowdfunding als mögliches Finanzierungsinstrument für Unternehmen.[5]

II. Ziele der Finanzmarktaufsicht

1. Begriffe

Unter der Marginalie «Ziele der Finanzmarktaufsicht» nennt Art. 5 FINMAG den Schutz der Gläubiger, der Anleger, der Versicherten sowie den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte.[6] Die Finanzmarktaufsicht soll damit zum Ansehen und zur Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz beitragen. Art. 5 FINMAG nimmt die öffentlichen Interessen an der Finanzmarktaufsicht auf. Die Norm gibt die Zielrichtung vor, an der sich die Aufsicht der FINMA auszurichten hat.[7] Das FINMAG definiert die Aufsichtsziele jedoch nicht näher.

Gemäss der Rechtsprechung steht der Schutz des Kunden (Gläubiger, Anleger, Versicherte) als Aufsichtsziel im Vordergrund.[8] Der einzelne Kunde soll vor den Folgen des Konkurses seines Finanzinstituts bewahrt werden.[9] Dieses Ziel wird auch als Individualschutz bezeichnet.[10] Die gestützt auf den Gläubigerschutz ergriffenen Massnahmen zielen vor allem darauf, die Solidität des einzelnen Finanzinstituts sicherzustellen, haben aber auch zunehmend einen Einschlag in Richtung Konsumentenschutz.[11] Es handelt sich um klassische Gefahrenabwehr bzw. Polizeigüterschutz.[12]

Der Funktionsschutz umfasst die «Vermeidung von systemischen Finanzkrisen» (Systemschutz)[13], die Aufrechterhaltung eines funktionierenden und effizienten Marktes[14] sowie den «Schutz des Vertrauens des Publikums in die Finanzintermediation» (Vertrauensschutz).[15] Die Verwirklichung systemischer Risiken kann zum Verlust der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems führen.[16] Der Systemschutz soll vermeiden, dass der Zusammenbruch eines Finanzinstituts zum Untergang anderer führt (Kettenreaktion). Die Rechtsprechung betont heute, dass Gläubiger- und Funktionsschutz «eng zusammenhängen».[17]

Der Reputationsschutz ist eine Reflexwirkung der Aufsichtsziele.[18] Er zielt auf die Gewährleistung der Korrektheit und Integrität des Bankgeschäfts und hat engen

---

5 Positiv zum Potenzial von Crowdfunding in der KMU-Finanzierung auch Heminway/Hoffman (FN 2), 931. Kritisch zu diesem Vorgehen, weil unterschiedliche Anliegen vermengt werden, Thomas L. Hazen, Social Networks and the Law: Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure, in: 90 North Carolina Law Review 1735 ff., 1739 (2012).

6 Zum Schutz der Gesamtwirtschaft vor übermässiger Kapitalausfuhr noch René A. Rhinow/Manfred Bayerdörfer, Rechtsfragen der schweizerischen Bankenaufsicht: Die Aufsichtsbefugnisse Bankenkommission im Rahmen der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit, Basel 1990, 8. Der entsprechende Art. 8 aBankG ist mit dem NBG vom 3. Oktober 2003 ersatzlos aufgehoben worden (Botschaft NBG, in: BBl 2002 6097 ff., 6282 f.).

7 Ähnlich Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010, § 7 N 74. Zusätzlich setzen die sektoriellen Erlasse im Finanzmarktrecht eigene Akzente in den Aufsichtszielen; René A. Rhinow/Gerhard Schmid/Giovanni Biaggini/Felix Uhlmann, Öffentliches Wirtschaftsrecht, 2. Aufl., Basel 2011, § 35 N 28. Die Regelung des FINMAG erfährt Ergänzung durch eine zunehmende Erweiterung der Aufsicht in Richtung Konsumentenschutz.

8 BVGer A-7111/2010 vom 11. April 2012, E. 5.3. («but (prépondérant) de protection des créanciers»); BGE 111 Ib 127 (hauptsächlicher Zweck). Siehe auch BSK FINMAG-Winzeler, Art. 5 N 9.

9 Rashid Bahar/Eric Stupp, Basler Kommentar zu Art. 1 BankG, in: Watter/Vogt/Bauer/Winzeler (Hrsg.), Bankengesetz, Basel 2005, N 1; Christoph Winzeler, Banken- und Börsenaufsicht: Aspekte des öffentlichen Bank- und Kapitalmarktrechts in der Schweiz, Basel 2000, 35 f.

10 Nobel (FN 7), § 7 N 74. Siehe aber Alain Hirsch, Les objectifs de la loi sur les banques, in: EBK (Hrsg.), 50 ans de surveillance fédérale des banques, Zürich 1985, 269 ff., 272: «La loi sur les banques protège les créanciers de manière collective, en s'efforçant d'éviter que les banques deviennent insolvables.» Hirsch weist darauf hin, dass der individuelle Gläubiger seine Forderungen nicht gestützt auf Aufsichtsrecht, sondern gestützt auf das Privatrecht und Konkursrecht geltend machen müsse. Zum Schutzbereich des Gläubigerschutzes BGE 106 Ib 357 ff., 362 f. und BVGer A-7111/2010 vom 11. April 2012, E. 7.

11 Nobel (FN 7), § 1 N 57, 103 ff.

12 Reto Jacobs, St. Galler Kommentar zu Art. 98 BV, in: Ehrenzeller/Mastronardi/Schweizer/Vallender (Hrsg.), Die schweizerische Bundesverfassung, Zürich 2008, N 2; Klaus Vallender/Peter Hettich/Jens Lehne, Wirtschaftsfreiheit, § 18 N 7; Rhinow/Bayerdörfer (FN 6), 7. Teilweise wird der Gläubigerschutz mit dem Schutz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr gleichgesetzt (so Marcel L. Aellen, Die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit, Bern 1990, 87 f. und Giovanni Biaggini, Kommentar BV, Art. 98 N 2; siehe auch BGE 137 II 431, 446).

13 Bahar/Stupp (FN 9), N 1. Nobel, Institutionen und Systemstabilität, in: SZW 2010, 446 ff., 450 sieht den Systemschutz als Ziel, welches mit dem Funktionsschutz eng zusammenhängt. Siehe auch Nobel (FN 7), § 1 N 89 (Systemschutz als Aspekt des Funktionsschutzes).

14 Nobel (FN 7), § 1 N 97.

15 Nobel (FN 7), § 7 N 72; prägnant zur Rolle des «Vertrauens» auch George A. Akerlof/Robert J. Shiller, Animal Spirits, Princeton 2010, 11 ff. In der früheren Praxis und Lehre wurden die Aspekte des Reputationsschutzes und Funktionsschutzes noch kaum getrennt; siehe etwa die Formulierung in BGE 111 Ib 126, 127 sowie Urs Zulauf, Gläubigerschutz und Vertrauensschutz: Zur Sorgfaltspflicht der Bank im öffentlichen Recht der Schweiz, in: ZSR NF 113 (1994), 359 ff., 379, 473.

16 Nobel (FN 7), § 1 N 89 f.

17 BGE 137 II 431 ff., 446 (Herausgabe von Bankkundendaten der UBS). Der Vertrauensschutz (Funktionsschutz) ist damit heute in einem weiteren Sinn zum Polizeigüterschutz zu zählen; zweifelnd noch Rhinow/Bayerdörfer (FN 6), 47 sowie Aellen (FN 12), 88 ff.; kritisch auch Beat Kleiner/Renate Schwob, Art. 1 BankG, in: Bodmer/Kleiner/Lutz (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 2004, N 17. Siehe zur Kontroverse Zulauf (FN 15), 379 f.

18 BSK FINMAG-Winzeler, Art. 5 N 12.

Bezug zum Vertrauensschutz.[19] Der Reputationsschutz ist auch Ausdruck einer zunehmenden Ethisierung des Bankgeschäfts.[20] Er soll vor allem durch eine glaubwürdige Aufsicht gewährleistet werden.[21]

Zu den Zielen des Finanzmarktaufsichtsrechts gehört auch die Sicherung der für die Gesamtwirtschaft notwendigen Kredite zu günstigen Bedingungen.[22] Schliesst man sich dieser (durchaus umstrittenen) Auffassung an, so hat sich die Finanzmarktaufsichtsgesetzgebung auch an den Bedürfnissen der Kreditnehmer zu orientieren. Zu Recht kritisiert Winzeler, dass dies nicht dazu führen darf, dass Finanzinstitute riskante Positionen eingehen oder ihre finanziellen Sorgfaltspflichten vernachlässigen.[23] Das Finanzmarktaufsichtsrecht folgt nicht einer wirtschaftspolitischen Zielsetzung in dem Sinne, dass die Kreditvergabe gelenkt oder Zinsen festgelegt würden.[24] Eine staatliche Kreditsteuerung kann auf der Grundlage von Art. 98 BV nicht erfolgen.[25] Vielmehr soll ein wirksamer Wettbewerb unter den Finanzintermediären eine genügende Kreditversorgung gewährleisten.[26] Der Einbezug der Bedürfnisse der Kreditsuchenden erinnert daran, dass Finanzintermediäre gegenüber dem übrigen Wirtschaftssystem eine dienende Funktion wahrnehmen.[27] Die Sicherung der Kreditversorgung gehört damit zum Funktionsschutz.[28] An diesem Fernzweck muss die Gesetzgebung und Aufsichtstätigkeit der FINMA verfassungsrechtlich mit ausgerichtet werden.

Der Funktionsschutz weist damit zwei voneinander zu unterscheidende Komponenten auf. Die eine Komponente zielt auf den direkten Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und verfolgt einen engen Blickwinkel. Die andere Komponente schützt die Funktion, die die Finanzintermediäre im Wirtschaftssystem wahrnehmen sollen, also den Schutz der Finanzintermediation als Institution des Wirtschaftssystems. Damit ergibt sich ein Zielkonflikt zwischen den Aufsichtszielen, der gemäss dem üblichen Optimierungsgebot anzugehen ist. Der Gesetzgeber und die Aufsichtsbehörden haben sowohl die Sicherheit der Banken als auch die Bedürfnisse der Realwirtschaft im Auge zu behalten.[29]

2. Funktion von Kapitalmärkten und Finanzintermediären

In vollkommenen Märkten gelangen die Anleger und Kreditsuchenden direkt an den Kapitalmarkt. Der vollkommene Kapitalmarkt bringt die in der Volkswirtschaft gebildeten Ersparnisse mit dem Investitionsbedarf in Einklang, und zwar effizient und kostengünstig (Transferfunktion) sowie in der gewünschten Menge und Fristigkeit (Losgrössen- und Fristentransformation). Der effiziente Kapitalmarkt alloziert die Ersparnisse in Investitionen mit der höchsten Rendite (Allokationsfunktion). Er erlaubt den Sparern die Verteilung des Kreditrisikos gemäss ihren individuellen Präferenzen (Risikotransformation).[30] Die Existenz von Banken ist nur durch unvollkommene Kapitalmärkte zu erklären. Unvollkommen sind Kapitalmärkte mit Transaktionskosten und Informationsasymmetrien. In diesen unvollkommenen Märkten stehen die Banken mit den Kapitalmärkten im Wettbewerb.[31]

---

19 Zulauf (FN 15), 473 ff.

20 So etwa in BGE 111 Ib 126, 127: «Die Verwicklung in rechts- oder sittenwidrige Geschäfte kann das Vertrauen nicht nur in die betroffene Bank, sondern in die Schweizer Banken ganz allgemein beeinträchtigen.» Weiter Winzeler (FN 9), 382 (Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität als Nebenzweck der Bankenaufsicht); Klaus A. Vallender/Jens Lehne/Peter Hettich, Wirtschaftsfreiheit und begrenzte Staatsverantwortung, Wirtschaftsfreiheit, § 18 N 7; Rolf H. Weber/Hans Geiger/Christine Breining-Kaufmann/Ronnie Schmitz/Anselm S. Trott, Integrierte Finanzmarktaufsicht, Zürich 2006, 15. Siehe auch die Vernehmlassung zu erweiterten Sorgfaltspflichten der Finanzintermediäre im Steuerbereich vom 27. Februar 2013.

21 Nobel (FN 7), § 7 N 77.

22 Die Botschaft des Bundesrates von 1934 zum BankG äussert sich dazu an mehreren Stellen, so in BBl 1934 I 171 ff., 172 («Endlich kommt es darauf an, eine richtige Verteilung des Kredites zu günstigen Bedingungen zu sichern.») und 175 («Sicherung der für die Volkswirtschaft notwendigen Kredite zu normalen Bedingungen, unter Anpassung der Bankenpolitik an die Bedürfnisse von Landwirtschaft, Industrie und Handel»). Zustimmend BGer vom 20. November 1991, in: EBK-Bull 22 (1992), 9 ff., 15 («Spar- und Leihkasse Thun»); so auch Rhinow/Schmid/Biaggini/Uhlmann (FN 7), § 35 N 27; wohl auch Zulauf (FN 15), 372, 378 (siehe aber 383); kritisch dagegen Winzeler (FN 9), 36, 40 f.; Bahar/Stupp (FN 9), N 1. Die Kreditgewährung an Haushalte und Unternehmen ist auch eine der Hauptaufgaben der Kantonalbanken; Botschaft BankG vom 27. Mai 1998, in: BBl 1998 IV 3847 ff., 3848.

23 BSK FINMAG-Winzeler, Art. 5 N 9 und Winzeler (FN 9), 36.

24 Hirsch (FN 10), 272.

25 Jacobs (FN 12), N 2 f. Art. 98 BV erlaubt nur grundsatzkonforme Massnahmen. Die Bestimmung enthält heute nach übereinstimmender Auffassung in der Lehre keine Ermächtigung zur Abweichung von der Wirtschaftsfreiheit; wirtschaftspolitische Massnahmen sind auf den Konjunkturartikel (Art. 100 BV) zu stützen; dazu Rhinow, Kommentar zu Art. 31quater aBV, N 23 ff., in: Aubert/Eichenberger/Müller/Rhinow/Schindler (Hrsg.) Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874, Basel/Zürich/Bern 1987-1996. Ähnlich, aber relativierend die Botschaft des Bundesrates vom 18. August 1982 über die Volksinitiative «gegen den Missbrauch des Bankgeheimnisses und der Bankenmacht», in: BBl 1982 II 1201 ff., 1205 f.

26 So Winzeler (FN 9), 36. Die Forderung nach einer Gewährleistung von Wettbewerb im Finanzmarkt lässt sich nicht nur aus Art. 98 BV ableiten, sondern auch an Art. 94 Abs. 3 und 96 BV anknüpfen.

27 Die Kreditversorgung und die Kreditkosten erscheinen in den jüngsten Revisionen mehrheitlich als Teil der zu prüfenden volkswirtschaftlichen Auswirkungen und damit nicht mehr als Regulierungsziel; so etwa Botschaft BankG vom 20. November 2002, in: BBl 2002 8060 ff., 8108 f.; indirekt auf die Wiederherstellung der Kreditversorgung zielte wohl das UBS-Massnahmenpaket; Botschaft des Bundesrates vom 5. November 2008 zu einem Massnahmenpaket zur Stärkung des schweizerischen Finanzsystems, in: BBl 2008 8943 ff., 8951, 8958 f.

28 So auch Aellen (FN 12), 87 f. (dem Gläubigerschutz untergeordnetes Ziel).

29 Zu diesem Zielkonflikt schon Botschaft BankG, in: BBl 1934 I 171 ff., 176.

30 Dazu ausführlich Beat Bernet, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, München 2003, 8 ff.

31 Sabine Kilgus, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich 2007, N 386.

Wie die Kapitalmärkte bringen die Banken die unterschiedlichen Laufzeitinteressen von Kreditnehmern und Kreditgebern in Einklang. Sie lösen ein Koordinationsproblem. In der Regel finanzieren Banken langfristige Investitionen mit kurzfristigen Geldern (positive Fristentransformation). Dadurch entstehen Liquiditätsrisiken, welche im Falle grösserer Rückzüge von kurzfristigen Einlagen («bank run») zum Untergang der Bank führen können.[32] Die Verhinderung von «bank runs» bildet die Rechtfertigung für eine Vielzahl staatlicher Interventionen (Eigenkapitalvorschriften, Einlagensicherungssysteme, staatliche Garantien und besondere Massnahmen für systemrelevante Banken). Diese Interventionen dienen nicht zuletzt der Sicherung des Vertrauens der Einleger in die Solidität der Bankinstitute.

Die Banken erleichtern die Überwachung der Kreditnehmer durch die indirekten Kreditgeber bzw. Einleger («delegated monitoring»).[33] Bei diesen Überwachungsproblemen handelt es sich um Phänomene asymmetrischer Information. Die Kosten der Beschaffung der für die Kreditvergabe relevanten Information werden bei einem Intermediär konzentriert, was Transaktionskosten senkt. Bei wiederholter Interaktion mit der Bank entstehen sodann Anreizeffekte zur Offenlegung korrekter Informationen beim Kreditnehmer («relationship banking»); diese Anreizeffekte funktionieren traditionell am besten in konzentrierten Märkten mit wenigen Kreditgebern, wurden aber durch zunehmende Verbriefung von Krediten eher relativiert.[34] Eine grosse Bank kann zudem Risiken besser diversifizieren und ist so tendenziell erfolgreicher.[35] Sie leidet dann aber an Ineffizienzen mangels Wettbewerbsdruck (XIneffizienzen, «quiet life hypothesis»).[36]

III. Der Markt für KMU-Kredite

Um den Zielkonflikt zwischen der Sicherheit und der Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte zu belegen, wäre die Entwicklung der Kreditmärkte zu untersuchen und mit dem Wandel der Regulierung in Korrelation zu setzen. Dies würde eine Bewertung der «Regulierungslast»[37] und eine empirische Analyse der Kreditmärkte erfordern, welche hier nicht erfolgen kann. Nachfolgend wird die These der Beeinträchtigung des Kreditmarktes daher lediglich plausibilisiert, und zwar für den Bereich der KMU-Kredite. Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) mit weniger als 250 Mitarbeitern[38] machen 99,7 % der Schweizer Unternehmen aus und stellen zwei Drittel der Arbeitsplätze.[39] Die Kreditversorgung der KMU erscheint in Krisenzeiten als besonders verwundbar, was ihre Heraushebung rechtfertigt.

1. Entwicklung der Kreditversorgung für KMU

Neu gegründete Unternehmen haben nur eingeschränkt Zugang zu Bankkrediten. In der Startphase erfolgt eine Fremdfinanzierung vor allem über nahestehende Personen (die drei F genannt: Family, Friends, and (other) Fools). Besonders vielversprechenden Startups eröffnet sich allenfalls ein Zugang zu Venture Capital oder Business Angels.[40] Das so investierte Risikokapital ist in den letzten fünf Jahren jedoch um zwei Drittel zurückgegangen; dieser Rückgang betrifft vor allem die Startfinanzierung (Seed Capital).[41] Der direkte Zugang zum Kapitalmarkt ist (vor allem den kleineren) KMU verwehrt, sei es aufgrund der Kosten für Prospekt und allenfalls Kotierung, sei es aufgrund der geringen Emissionsvolumen. Die KMU sind für die Fremdfinanzierung daher auf Banken angewiesen.[42] Bankkredite stehen den KMU

---

32 Die tatsächliche Finanzlage einer Bank ist den Einlegern kaum bekannt (asymmetrische Information). Die Einleger wissen aber, dass ein gleichförmiges Rückzugsverhalten aller Einleger den Konkurs der Bank herbeiführt. Der sofortige Abzug aller Gelder ist daher rational, selbst wenn der einzelne Einleger wüsste, dass die Institution finanziell gesund ist (rationales Herdenverhalten). Eine theoretische Analyse des bank runs wurde entwickelt von Douglas W. Diamond/Philip H. Dybvig, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: The Journal of Political Economy 91 (1983), 401 ff.

33 Douglas W. Diamond, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies 51 (1984), 393 ff. Siehe auch Kilgus (FN 31), N 403 ff.

34 Mitchell A. Petersen/Raghuram G. Rajan, The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships, in: The Quarterly Journal of Economics 110 (1995), 407 ff.

35 Diamond (FN 33), 393 ff.; Hayne E. Leland/David H. Pyle, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: The Journal of Finance 32 (1977), 371 f.

36 William S. Comanor/Harvey Leibenstein, Allocative Efficiency, X-Efficiency and the Measurement of Welfare Losses, in: Button (Hrsg.), The Collected Essays of Harvey Leibenstein Vol. 2: X-Efficiency and Micro-Micro-Theory, Southhampton 1989, 27 ff.; Roger S. Frantz, X-Efficiency: Theory, Evidence and Applications, 2. Aufl., Boston/Dordrecht/London 1997, 56, 63 ff.; Martin Leschke, Regulierungstheorie aus ökonomischer Sicht, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, Tübingen 2010, 281 ff., 302 f.

37 Siehe etwa den vom SECO am 11. Januar 2013 erstmals publizierten «Bürokratiemonitor», welche auf dem subjektiven Empfinden der befragten Unternehmen beruht (http://www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&msg-id=47416).

38 Eine einheitliche Definition der KMU existiert nicht. Das Bundesamt für Statistik stellt (weitgehend) im Einklang mit der EU (Empfehlung 2003/361/EG vom 6. Mai 2003) auf eine Mitarbeiterzahl von unter 250 ab. Weitere implizite und explizite Definitionen finden sich in Art. 2 lit. e FusG, Art. 727 Abs. 2 OR und Art. 963a Abs. 1 OR.

39 EVD, Die KMU-Politik der Schweiz, Bern 2009, 4.

40 SECO, Risikokapital in der Schweiz, Bern, Juni 2012, 7 ff.; Markus Willimann, Risikokapital in der Schweiz: Problemfelder und Massnahmen, in: Die Volkswirtschaft 10/2012, 48 ff., 50 f. Ähnlich die Situation in Deutschland, siehe Lars Klöhn/Lars Hornuf, Crowdinvesting in Deutschland, in: ZBB 24 (2012), 237 ff.

41 KTI, Tätigkeitsbericht 2011, Bern 2012, 51; Pascal Gantenbein/Maurice Pedergnana/Jens Engelhardt, Venture Capital in der Schweiz, SECA Booklet Nr. 3, Baar 2010, 21; Willimann (FN 40), 49. Siehe auch M.I.S. Trend AG, Studie zur Finanzierung der KMU in der Schweiz, Lausanne/Bern 2013, 9.

42 In Europa greifen 74 % der Unternehmen auf Banken zurück, während es in den USA nur 24 % sind; OECD, Financing SMEs and Entrepreneurs 2012: An OECD Scoreboard, Paris 2012, 35. Siehe auch Credit Suisse, Bankenhandbuch 2010: Finanzierung von Unternehmen in der Schweiz, Zürich 2010, 6 ff.

dann zur Verfügung, wenn sich diese in der Expansionsphase befinden oder wenn verpfändbare und verwertbare Aktiven vorhanden sind (Forderungen, Grundstücke, Lagerbestand).

Gemäss Befragungen von KMU im Auftrag des SECO ist deren Finanzierungssituation subjektiv stabil.[43] Zu einem «Credit Crunch» ist es in der Schweiz nicht gekommen. Nur wenige KMU (5 %) sind in der Kreditvergabe bei Banken auf Ablehnung gestossen; einige KMU haben die Ablehnung antizipiert und daher nicht um Kredit ersucht (9 %). Die Mehrheit der KMU (65 %) arbeiten ohne Bankkredit und ausschliesslich mit Eigenmitteln oder anderer externer Finanzierung (Darlehen von Dritten, Leasing, Lieferantenkredite). 50 % (2010: 35 %) der Unternehmen mit Finanzierungsbedarf sind der Ansicht, dass sich die Finanzierungsbedingungen im letzten Jahr generell verschlechtert haben.[44]

Das Kreditvolumen ist allgemein gesunken, und zwar vor allem bei den ungesicherten Forderungen.[45] Die Sparguthaben der Kunden nahmen aber stark zu.[46] Die im Finanzsystem reichlich vorhandenen Geldmittel fliessen offenbar kaum in Kredite an Unternehmen. Dafür sind die Hypothekarforderungen stark von CHF 691'114 auf CHF 830'483 Mio. gestiegen.[47]

2. Auswirkungen der jüngsten Gesetzesrevisionen auf die Kreditversorgung

Die letzte grosse Revision der Finanzmarktgesetze vor der Finanzkrise war die Einführung der integrierten Finanzmarktaufsicht. Art. 7 FINMAG macht deutlich, dass es bei dieser Revision vor allem um eine Stärkung der Funktionsfähigkeit der Aufsicht ging (Synergien der integrierten Aufsicht im Sinne von Kostenersparnis und Effizienz).[48] Zu Beginn der Finanzkrise wurde neben der Rekapitalisierung der UBS als erstes die Einlagensicherung gestärkt.[49] Diese soll das Finanzsystem schützen und das Vertrauen in die Finanzinstitute wiederherstellen.[50]

Auf internationaler Ebene löste die Finanzkrise eine Reform des noch kaum in Kraft getretenen Regelwerks «Basel II» aus.[51] Die Kernpunkte von Basel III wurden gegen Ende 2010 verabschiedet und werden ab diesem Jahr umgesetzt. Mit Basel III wurde in der Schweiz die erst am 29. September 2006 erlassene Eigenmittelverordnung in zwei Schritten teilweise[52] und schliesslich am 1. Juni 2012 total revidiert.[53] Allgemein wurden die Eigenmittelanforderungen verschärft; für die Grossbanken gelten besondere Anforderungen gemäss der «Too big to fail»-Vorlage.[54] Die höheren Eigenmittel lassen Finanzinstitute grössere Verluste auf Aktivpositionen ertragen und stärken ihre Überlebensfähigkeit in Krisensituationen.[55] Nach umstrittener Auffassung führen die höheren Eigenmittelanforderungen von Basel III zumindest kurzfristig dazu, dass die Banken ihre Bilanzsummen und damit auch die Vergabe von neuen Krediten redu-

---

43 Die jüngste der mittlerweile drei Befragungen datiert vom November 2012 (http://www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&msg-id=47502).

44 Die Verschlechterung zeige sich dabei insbesondere beim Umfang der Darlehen und beim Kreditrahmen, den geforderten Garantien sowie den weiteren Finanzierungskosten. Von 16 % der Unternehmen werden auch die Zinssätze als schlechter beurteilt.

45 Gemäss der SNB wiesen die Bankbilanzen im Jahr 2008 einen Forderungsbestand gegenüber dem Inland von CHF 184'877 Mio. auf; dieser ging bis Ende 2012 auf CHF 163'607 Mio. zurück. Die ungesicherten Forderungen sanken im gleichen Zeitraum von CHF 120'408 Mio. auf CHF 94'153 Mio. Diese Zahlen umfassen Kredite an die Haushalte und Unternehmen ungeachtet ihrer Grösse. Aufgeschlüsselte Zahlen sind nicht erhältlich.

46 Von CHF 335'005 Mio. auf 486'815 Mio.; SNB, Statistisches Monatsheft 12/2012, 8, 38. Dieser «Anlagenotstand» wirft freilich die Frage auf, ob Sparer tatsächlich in KMU investieren wollen.

47 Der Bundesrat hat entsprechend am 13. Februar 2013 auf Antrag der SNB vom 5. Februar 2013 den sog. antizyklischen Kapitalpuffer nach Art. 44 bzw. 132 ERV aktiviert. Die FINMA hätte es vorgezogen, erst zu beobachten, ob die im Juli 2012 eingeführten Selbstregulierungsmassnahmen greifen. Auch die Sichtguthaben der Banken bei der SNB nahmen von CHF 37'186 Mio. auf CHF 290'497 Mio. zu, was als fehlendes Vertrauen in den Interbankenmarkt gewertet werden kann.

48 Art. 7 Abs. 2 lit. a verlangt, dass die Regulierung mit Blick auf die Kosten erfolgt, die den Beaufsichtigten entstehen. Sowohl die Richtlinien für die Finanzmarktregulierung des EFD und der Vorgängerbehörden der FINMA von 2005 als auch die Leitlinien zur Finanzmarktregulierung der FINMA vom 22. April 2010 (N 11) stellen aber ganz allgemein auf die den Betroffenen entstehenden Kosten ab.

49 Anhebung der geschützten Einlagen auf CHF 100'000, Anhebung der Systemgrenze auf CHF 6 Mia.; BG vom 19. Dezember 2008 (Verstärkung des Einlegerschutzes) mit Wirkung vom 20. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2010 (dringliches befristetes Bundesgesetz, AS 2009 55); BG vom 17. Dezember 2010 (Verlängerung der Frist bis 31. Dezember 2012, AS 2010 6405); BG vom 30. Dezember 2011 (definitive Regelung, AS 2012 811).

50 Botschaft des Bundesrates vom 12. Mai 2010 zur Änderung des Bankengesetzes (Sicherung der Einlagen), in: BBl 2010, 3993 ff., 3999; Botschaft des Bundesrates vom 5. November 2008 zur Änderung des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen (Verstärkung des Einlegerschutzes), in: BBl 2008, 8841 ff., 8844.

51 Studien zeigen mittlerweile, dass die Banken vor Inkrafttreten des Basel-Regelwerks freiwillig mehr Kapital hielten (Allen N. Berger/Richard J. Herring/Giorgio P. Szegö, The Role of Capital in Financial Institutions, Wharton Working Paper 95-01, 34 ff., in: Journal of Banking and Finance, 393 ff.; H.A. Benink/George J. Benston, The Future of Banking Regulation in Developed Countries: Lessons from and for Europe, in: Financial Markets, Institutions & Instruments, 14 (2005), Nummer 5, 289 ff.). Das Konzept der Risikogewichtung bei den Kapitalanforderungen nach Basel II hat demnach tatsächlich «mehr Gefahren als Sicherheitspolster» gebracht; Peter Nobel, Schweizerische Nationalbank und Finma im spannungsvollen Wechselspiel, in: Peter Nobel (Hrsg.), St. Galler Bankrechtstag 2009, Bern 2010, 159 ff., 160.

52 AS 2006 4307, die Revision vom 10. November 2010 (AS 2010 5429) betraf namentlich die Eigenmittelunterlegung von Marktrisiken und Verbriefungen, die Revision vom 1. Juni 2012 (AS 2012 3539) den antizyklischen Puffer bei übermässigem Kreditwachstum.

53 AS 2012 5441.

54 Änderung des BankG vom 30. September 2011, AS 2012 811 ff.; Art. 124 ff. ERV.

55 EFD, Erläuterungsbericht vom 24. Oktober 2011 zur Änderung der Eigenmittelverordnung (ERV) und Ausführungsbestimmungen, 75.

zieren müssen.[56] Die auf den risikogewichteten Aktiven basierenden Eigenmittelanforderungen lenken die Anlagetätigkeit zu risikoarmen Aktiven, mit anderen Worten weg von gewerblichen Krediten hin zu Staatsanleihen.[57] Die Leverage ratio vermindert die Effizienz der Fristentransformation und erhöht damit tendenziell die Kreditkosten.[58] Hohe Leverage Ratios könnten die Möglichkeit der Banken beschränken, Einlagen entgegenzunehmen und diese als Kredite neu zu vergeben.[59] Der in der Schweiz eingeführte antizyklische Puffer dämpft – wenn aktiviert – die Kreditvergabe ganz direkt.[60]

Seit 30. Juni 2010 (Grossbanken) bzw. seit 1. Januar 2013 (alle Banken) sind revidierte Liquiditätsregeln in Kraft. Die Banken sollen ihren Zahlungsverpflichtungen auch in Stresssituationen nachkommen können (Überlebensfähigkeit während 30 Tagen).[61] Der Basler Ausschuss hat mittlerweile die Umsetzungsfristen bis 2019 hinausgeschoben. Die negativen Auswirkungen der Liquiditätsregeln auf die Kreditvergabe wurden als zu gross angesehen[62]; die Schweiz hält bisher offenbar an ihren eigenen Umsetzungsfristen fest.[63]

Die genannten Massnahmen zielen allesamt auf eine Stärkung des Gläubiger, Vertrauens- und Systemschutzes. Die Auswirkungen der Massnahmen auf die Kreditversorgung – die Funktion der Finanzintermediation im weiteren Sinn – sind kaum absehbar, tendenziell aber negativ.[64] Hinzu kommt, dass die Banken immer noch mit der Bereinigung von Altlasten beschäftigt sind (Steuerstreit, LIBOR-Skandal, Geschäftspraktiken bei strukturierten Produkten, etc.). Die Kosten für diese Verfehlungen in der Compliance werden in den kommenden Jahren wohl nicht abflauen.[65] Erste Analysten stellen die Frage, ob ein schwächeres Bankensystem noch Finanzierungen für Unternehmen in ausreichendem Ausmass bereitstellen kann.[66]

IV. Alternative Regulierungsansätze

1. Demokratisierung der Finanzmärkte

In ihrer Habilitationsschrift stellt Myriam Senn einen Regulierungszyklus in mehreren Phasen dar, der zwischen staatlicher Regulierung und Deregulierung oszilliert.[67] Es ist verlockend, auch den Finanzmarkt in diesen Kreislauf einzuordnen und die Ursachen der Krise in einer übertriebenen Deregulierung zu suchen.[68] Der Finanzmarkt weist nun allerdings seit Jahrzehnten eine hohe Regulierungsdichte auf. Mit Nobel kann daher auch von einem kontinuierlichen Prozess der Reregulierung ausgegangen werden.[69] Zu diesem Reregulierungsprozess gibt es nicht erst seit der Krise eine Vielzahl von

---

56 Gemäss verschiedener «Quantitative Impact Studies» ist die Eigenmittelausstattung der meisten Schweizer Banken schon heute hoch, sodass sich mit dem Wechsel zu Basel III kaum Auswirkungen ergeben. Basel III hat aber signifikante Auswirkungen auf die Grossbanken, welche die Spielräume von Basel II stärker genutzt haben. Siehe EFD, Erläuterungsbericht vom 24. Oktober 2011, 62 ff., 71 ff. Im Parlament wurden die Regulierungsfolgen weniger diskutiert; siehe als Ausnahme z.B. Votum Kaufmann in AB NR 2011 1438 f. Als Gegenargument zur Beeinträchtigung der Kreditvergabe wird vorgebracht, dass die Passivseite (Zusammensetzung des Kapitals) nichts mit der Aktivseite (Kreditvergabe) zu tun habe und die Banken einfach neue Aktien begeben könnten, um die Eigenmittelvorschriften zu erfüllen; Anat Admati/Martin Hellwig, The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It, Princeton 2013, 4 ff., 79 ff.

57 So sind – bei Verwendung des internationalen Standardansatzes – Forderungen gegenüber Zentralregierungen mit Höchstrating in Risikoklasse 1 zu positionieren und damit gemäss Anhang 2 i.V.m. Art. 66 Abs. 1 ERV als Kreditrisiko mit 0 % zu gewichten. Positionen gegenüber Unternehmen ohne Rating sind dagegen gemäss Art. 71 ERV als Kreditrisiko grundsätzlich mit 100 % (oder höher) zu gewichten.

58 Art. 46 ERV. Die gemäss internationalem Standard vorgesehene, ungewichtete Leverage Ratio von 3 % soll bei den Banken kaum zu strukturellen Anpassungen führen und ab 1. Januar 2018 für alle Banken in Kraft treten. Für systemrelevante Banken gelten heute schon besondere Vorschriften nach Art. 133 ff. ERV (Leverage Ratio von 24 % der gesamten Kapitalanforderungen nach Art. 134 ERV; ab 2019: 24 % von 19 % = 4,56 %).

59 Economist vom 10. November 2012, Strength in numbers: How much capital did banks opt to hold when they had the choice?, abrufbar auf http://www.economist.com.

60 Art. 44 und 132 ERV.

61 Verordnung vom 30. November 2012 über die Liquidität der Banken (Liquiditätsverordnung, LiqV, SR 952.06); FINMA RS 2013/6 zur Liquidität Banken.

62 Zu den Auswirkungen auf die Kreditvergabe bei sofortiger Umsetzung des Liquiditätsstandards OECD, Scoreboard, 39. Einen Überblick über die Fristen und die leicht abgeschwächten Regeln gibt Economist vom 12. Januar 2013, Bank Liquidity: Go with the flow, abrufbar auf http://www.economist.com.

63 Siehe zu den Folgen die Regulierungsfolgenabschätzung in EFD, Erläuterungsbericht vom 28. August 2012 zur Liquiditätsverordnung zur Umsetzung der internationalen Liquiditätsstandards gemäss Basel III und besonderen Liquiditätsanforderungen für systemrelevante Banken, 31.

64 Gemäss einer Studie der OECD könnte Basel III trotz der zu befürchtenden Einschränkungen auch einen positiven Effekt auf die Kreditvergabe haben, der mit der Gewährleistung von Finanzmarktstabilität begründet wird, OECD, Scoreboard, 34 f.

65 Andrew Haldane, The dog and the frisbee, 12 schätzt, dass mit der Umsetzung von Basel III in Europa 70'000 neue Vollzeitstellen im Compliance Bereich geschaffen werden müssen (Redemanuskript abrufbar auf http://www.bis.org/review/r120905a.pdf). Kleinstinstitute haben in diesem regulatorischen System keine Perspektive mehr; so musste auch die 1821 «zum Wohle der Armen» gegründete Sparkasse Trogen, eine Genossenschaft, ihre Geschäftstätigkeit kürzlich einstellen. Siehe auch die Studie von Urs Birchler et al., Compliance-Kosten im Schweizer Private Banking (Juni 2012).

66 Economist vom 15. Dezember 2012, Filling the bank-shaped hole – Europe's banks are shrinking. What will take their place?, 22 ff.

67 Myriam Senn, Non-State Regulatory Regimes, Heidelberg 2011, 11 ff.

68 James Crotty, Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the «new financial architecture», in: Cambridge Journal of Economics 33 (2009), 563 ff., 564; Sergio Rossi, Can It Happen Again? Structural Policies to Avert Further Systemic Crises, in: International Journal of Political Economy 40/2 (2011), 61 ff., 65; Robert Bloom, The Financial Crisis Inquriy Report – Analysis and Commentary, in: CPA Journal 81/5 (2011), 6 ff., 8. Siehe aber z.B. Niall Ferguson, The Great Degeneration, New York 2012, 79 ff. der die Ursachen der Krise auch im Regulierungsrahmen sucht («A regulated crisis»).

69 Nobel (FN 7), § 1 N 9 hält in der 2. Auflage seines Buches (2004, vor der Finanzkrise) nicht zu Unrecht fest, dass das Ausmass der

unterschiedlichen Ansätzen: Anhänger eines unregulierten Bankwesens («Free Banking»[70]) kreuzen ihre Klingen mit denjenigen, die die Finanzmärkte wie staatliche Versorgungsbetriebe regulieren wollen (Finanzmarkt als «Service Public»).[71] Im Zentrum dieser relativ eindimensionalen Debatte stehen ausschliesslich die bestehenden Finanzinstitutionen, vor allem die Banken. Ein Anliegen dieses Beitrags ist es, die Re-Regulierungsdiskussion wieder auf die eigentliche Funktion der Finanzintermediation auszurichten. Hier kann an Vorschläge angeknüpft werden, die im vergangenen Jahr von verschiedenen Autoren geäussert wurden.[72] Zu erwähnen ist namentlich die Forderung von Robert J. Shiller nach einer Demokratisierung des Finanzkapitalismus; Shiller fordert keine Verstaatlichung, sondern eine Sicherung des Zugangs zu den Finanzmärkten für alle Akteure.[73] Diese Forderung ist nichts Neues: Sie richtet den Blick wieder auf die Funktion, die die Finanzintermediation für Wirtschaft und Gesellschaft erfüllen muss.

2. Crowdfunding

2.1 Begriff

Anleger und Unternehmen nehmen bei geringen Transaktions- und Überwachungskosten direkt den Kapitalmarkt in Anspruch oder treffen bilaterale Vereinbarungen. Sie bedürfen dann an sich keiner Finanzintermediäre.[74] Eine breite Ansprache von potenziellen Investoren ist aufgrund von Transaktionskosten nur mittels Informationstechnologie möglich. Crowdfunding findet daher ausschliesslich über Plattformen im Internet statt. Diese Plattformen treten als Vermittler (Intermediäre) zwischen Investor und Unternehmen an die Stelle der Banken. Aufgrund des offenen Zugangs zu diesen Plattformen und der Beteiligungsmöglichkeit bei schon geringen Beiträgen wird Crowdfunding auch als Archetyp eines demokratischen Finanzmarktes gesehen.

Etabliert hat sich Crowdfunding zunächst im kulturellen Bereich, etwa zur Vorfinanzierung von Musikalben und Filmen.[75] Hier erfolgt die finanzielle Unterstützung teilweise altruistisch (Spendermodell) oder für eine bescheidene Anerkennung (z.B. Danksagung: Belohnungsmodell). Als übliche Gegenleistung für die finanzielle Unterstützung wird zuweilen auch das angestrebte Endprodukt angeboten (z.B. die Möglichkeit zum Download des Musikalbums: Vorfinanzierungsmodell).[76] Erst seit kurzer Zeit bestehen Plattformen, welche Investitionen in bestimmte Projekte ermöglichen (Investitionsmodell).[77] Diese Investitionen erfolgen in Form einer Beteiligung am Eigenkapital oder Fremdkapital der Unternehmung, welche das Projekt durchführt.[78] Als neueste Entwicklung zu nennen ist der Einsatz von Crowdfunding zur Finanzierung lokaler Infrastrukturprojekte.[79]

2.2 Aufsichtsrechtliche Vorgaben

Aus aufsichtsrechtlicher Sicht unproblematisch und entsprechend nicht reguliert ist die Finanzierung eines

---

Regulierung der Finanzmärkte niemals grösser war als «heute». In der jetzigen Auflage findet sich diese Aussage in § 1 N 35.

70 Kevin Dowd, Laissez-faire banking, New York 1993, 1 ff., 2 («Banking is ‹different› from other industries, but not in a way that is relevant for public policy, except perhaps in so far as the banking industry is itself the product of that policy»).

71 Philippe Mastronardi, Die Vollgeldreform als Verfassungsinitiative aus juristischer Sicht, in: Verein Monetäre Modernisierung (Hrsg.), Die Vollgeldreform: Wie Staatsschulden abgebaut und Finanzkrisen verhindert werden können, Solothurn 2012, 55 ff., 58 f. («Wenn die Versorgung der Wirtschaft mit Geld eine staatliche Aufgabe ist, wird sie zu einem Service Public. An die Stelle des Aufsichtsmodells tritt das Gewährleistungsmodell: Der Staat gewährleistet die Versorgung der Wirtschaft mit Geld unter Hinzuziehung Privater»). Siehe auch Philippe Mastronardi/Mario von Cranach, Lernen aus der Krise: Auf dem Weg zu einer Verfassung des Kapitalismus, Bern 2010, 136 ff. Weiter die Forderung nach tiefgreifenden strukturellen Reformen bei Crotty (FN 68), 563 ff.

72 Daron Acemoglu und James A. Robinson haben sich allgemein mit den Institutionen politischer und wirtschaftlicher Systeme befasst und auf die Wichtigkeit eines offenen Zugangs zu diesen Institutionen hingewiesen; Acemoglu/Robinson, Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty, New York 2012, 38 ff. Robert E. Litan und Carl J. Schramm haben als eine Ursache der (im letzten Jahr noch) abflauenden Dynamik der amerikanischen Wirtschaft die nicht mehr vorhandenen Finanzierungsquellen für Startups identifiziert; Litan/Schramm, Better Capitalism: Renewing the Entrepreneurial Strength of the American Economy, New Haven 2012, 23 f., 124 ff. («… many entrepreneurs and policymakers believe … that as successful as the market for entrepreneurial capital has been in this country, it still fails to connect worthy ideas and entrepreneurs with the money they need to get started and grow.»).

73 Robert J. Shiller, Finance and the Good Society, Princeton 2012, xi, 4 ff., 43 f., 209 ff., namentlich 231 ff. («The democratization of finance … calls for an improvement in the nature and extent of participation in the financial system, including awareness of fundamental information about the workings of the system»).

74 Siehe vorne, Abschnitt II.2. Unter Transaktionskosten werden hier – der ökonomischen Begriffsfassung folgend – nicht nur die Vertragskosten, sondern auch die Informations-, Such- und Abwicklungskosten verstanden.

75 Knowledge@Wharton, Can You Spare a Quarter? Crowdfunding Sites Turn Fans into Patrons of the Arts, verfügbar auf http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2647. Siehe auch Steffen Meinshausen/Dirk Schiereck/David Wettermann, Finanzierungsinnovationen via Crowdfunding, in: Die Bank 07/2012, 66 ff.; Andreas Bareiß, Filmfinanzierung 2.0: Funktionsweise und Rechtsfragen des Crowdfunding, in: ZUM 2012, 456 ff.

76 Der Marktführer kickstarter.com beruht auf dem Vorauszahlungsmodell und dem Spendenmodell. Im Jahr 2011 wurden so über 27'000 Projekte mit einem Marktwert von knapp USD 100'000'000 finanziert. 46 % der eingereichten Projekte konnten sich nach Angaben des Unternehmens erfolgreich finanzieren. Das Projekt «Pebble» wurde in nur 37 Tagen von 68'929 Investoren mit über USD 10'000'000 gestützt (Vorfinanzierung einer Uhr).

77 So etwa die Schweizer Plattform c-crowd.com, die Projekte über Spenden oder Kapitalerhöhungen finanziert. Die Plattformen greenings.org (Schweiz) und joinmosaic.com (USA) ermöglichen spezialisierte Investitionen in erneuerbare Energien.

78 Die vorliegende Einteilung folgt teilweise Steven C. Bradford, Crowdfunding and the Federal Securities Law, 2012 Columbia Business Law Review, 1 ff., 14 ff.; siehe auch Klöhn/Hornuf, (FN 40), 239.

79 Economist vom 18. Mai 2013, Civic crowdfunding – Breaking ground: Online start-ups are rallying citizens to revamp their neighbourhoods, abrufbar auf http://www.economist.com.

Unternehmens durch Spenden (Spendermodell).[80] Von der Finanzmarktgesetzgebung explizit ausgenommen ist auch die Vorfinanzierung eines Produkts oder einer Dienstleistung (Liefervertrag mit Vorauszahlung), also das vorerwähnte Vorfinanzierungsmodell.[81] Die geringe Regulierungslast erklärt vermutlich das frühe Aufkommen gerade dieser Formen von Crowdfunding, welche aber für einen Investor wenig interessant sind. Für den vorliegenden Beitrag näher zu betrachten sind entsprechend die Investitionsmodelle. Dabei ist von der Arbeitshypothese auszugehen, dass Crowdfunding aus regulatorischen Gründen schon dann nicht als realisierbare Option erscheint, wenn nur allein die Unterstellungsvoraussetzungen eines finanzmarktrechtlichen Erlasses erfüllt sind. Die Strategie einer Crowdfunding-Plattform muss darin bestehen, «unter dem Radar» der FINMA zu fliegen. Die nachfolgenden Ausführungen konzentrieren sich daher auf den Geltungsbereich der einschlägigen finanzmarktaufsichtsrechtlichen Erlasse.

Die Gewährung eines Darlehens ist zivilrechtlich formfrei möglich und damit für ein Unternehmen die einfachste Form der Fremdkapitalfinanzierung.[82] Darlehen fallen jedoch unter den bankenrechtlichen Begriff der Publikumseinlage. Die gewerbsmässige Entgegennahme von Einlagen aus dem Publikum ist nur Banken erlaubt (bankenrechtliches Passivgeschäft).[83] Die Entgegennahme von Publikumseinlagen besteht darin, dass ein Unternehmen für eigene Rechnung gewerbsmässig Verpflichtungen gegenüber Dritten eingeht und dabei selber zum Rückzahlungsschuldner der Leistung wird.[84] Das Erfordernis der Gewerbsmässigkeit ist erfüllt, sobald ein Unternehmen öffentlich für die Entgegennahme von Einlagen wirbt oder mehr als 20 Publikumseinlagen hält.[85] Bei Crowdfunding sind diese Unterstellungsvoraussetzungen fast zwangsläufig erfüllt, da die zukünftigen Investoren über das Internet gesucht werden. Ein Crowdfunding über Darlehen fällt daher aus Sicht der Unternehmen nicht in Betracht, da die Crowdfunding-Plattform die strengen bankenrechtlichen Bewilligungserfordernisse (Eigenkapital, Gewähr, Organisation, etc.) kaum erfüllen könnte.[86] Die Crowdfunding-Plattform müsste also eine Bank finden, welche die Rückzahlung der Einlagen garantiert (was nicht dem Sinn von Crowdfunding entspricht).[87]

Für die Fremdkapitalfinanzierung verbleiben den Unternehmen Anleihensobligationen, welche vom BankG nicht erfasst sind und heute noch eine einigermassen kostengünstige Fremdfinanzierungsmöglichkeit darstellen.[88] Werden Anleihensobligationen öffentlich zur Zeichnung aufgelegt, so ist ein Prospekt zu erstellen.[89] Gemäss herrschender Auffassung enthält der Emissionsprospekt nach OR nicht all die Informationen, die für einen wirksamen Anlegerschutz notwendig sind. Das Obligationenrecht sei vom Kotierungsprospekt gemäss dem Kotierungsreglement der Schweizer Börse, aber auch von den Vorgaben des europäischen und amerikanischen Rechts «meilenweit entfernt» (Peter Böckli).[90] Die meisten KMU werden dennoch einen Prospekt kaum ohne externe Beratung erstellen können. Wer bei der Erstellung des Prospekts Fehler begeht, haftet nicht nur[91], sondern verwirkt allenfalls die Ausnahme vom BankG, nimmt also illegal Publikumseinlagen entgegen und macht sich strafbar.[92]

Die Zeichnung von Aktien (Eigenkapital) ist bei einer Bargründung relativ frei möglich, aber aufgrund der Formvorschriften anlässlich der Gründerversammlung für Crowdfunding eher ungeeignet.[93] Werden bei einer Kapitalerhöhung neue Aktien öffentlich angeboten, so ist wiederum ein Emissionsprospekt zu erstellen.[94] Die Prospektpflicht gilt auch für neu geschaffene, öffentlich angebotene Partizipationsscheine.[95]

Die Crowdfunding-Plattform selbst ist nicht vom BankG erfasst, soweit sie sich bloss als Vermittlerin von Geldern betätigt und nicht selbst zur Rückzahlschuldnerin der investierten Beträge wird.[96] Nimmt die Plattform im Rahmen ihrer Vermittlungstätigkeit Gelder selbst entgegen und investiert sie diese gemeinschaftlich für

---

80 Rechtlich erfasst als Schenkung nach Art. 239 ff. OR, welche allenfalls mit Auflagen erfolgt (Art. 245 OR).

81 Art. 3a Abs. 3 lit. a BankV. Die entsprechenden Rechtsbeziehungen dürften sich regelmässig nach Art. 184 ff. OR (Kaufvertrag) oder Art. 363 ff. OR (Werkvertrag) richten. Die nähere vertragliche Qualifikation dürfte vom jeweiligen Einzelfall abhängen und ist vorliegend nicht weiter relevant.

82 Art. 312 ff. OR; Art. 11 OR.

83 Art. 1 Abs. 2 BankG.

84 BGer 2C_929/2010 vom 13. April 2011, E.2.1.; BGE 132 II 382, 391.

85 Art. 3a Abs. 1 und 2 BankV.

86 Der durchaus schlank gehaltene Art. 3 Abs. 2 BankG täuscht über die regulatorischen Anforderungen hinweg; im Hinblick auch auf das künftige Regulierungsumfeld ist kaum denkbar, dass Kleinstbanken noch rentabel betrieben werden könnten. Zu solchen würde eine Crowdfunding-Bank aber gehören.

87 FINMA RS 2008/3, Publikumseinlagen bei Nichtbanken, N 34.

88 Ausnahme gemäss 3a Abs. 3 lit. b BankV.

89 Art. 1156 Abs. 1 OR.

90 Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, Zürich 2009, § 2 N 105.

91 Prospekthaftung nach Art. 752 OR.

92 Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV; Art. 46 BankG. Siehe zur Praxis etwa EBK Bull 38 (1999), 21 ff. und 25 ff.; zuletzt BVGer vom 29. März 2011, B-4710/2009, E. 6.3. Zur Kritik an dieser Rechtsprechung etwa Kleiner/Schwob (FN 17), Art. 1 BankG N 36 und Christophe H. L. Raimondi, Praxis zum Finanzmarktaufsichtsrecht, in: GesKR 2012, 90 ff., 99, die eine fehlende gesetzliche Grundlage für diese Kontrolltätigkeit der FINMA rügen.

93 Art. 629 f. OR. Der Gründungsakt bedarf der öffentlichen Beurkundung der Erklärung der Gründer bzw. ihrer mit beglaubigter Vollmacht ausgewiesenen Vertreter. Bei einer Bargründung ist kein Gründungsbericht zu erstellen; Böckli (FN 88), § 1 N 353.

94 Art. 652a OR. Der Begriff der Öffentlichkeit ist im OR nicht vollständig geklärt; siehe etwa Patrick Schleiffer/Damian Fischer, Prospektfreie Platzierungen, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich/Basel/Genf 2010, 121-193, 132 ff.

95 Aufgrund des Verweises in Art. 656b Abs. 5 OR.

96 Kleiner/Schwob (FN 17), Art. 1 BankG N 16 m.H. auf die Rechtsprechung.

die Anleger, so fällt sie allenfalls in den Geltungsbereich des KAG.[97] Es ist auch hier unwahrscheinlich, dass die Plattform die – gegenüber dem BankG etwas weniger strengen – aufsichtsrechtlichen Vorgaben des KAG einhalten könnte (Gewähr, angemessene Betriebsorganisation, ausreichende finanzielle Garantien).[98] Sodann führt die Entgegennahme von Geldern auch zur Unterstellung unter das GwG, da die Crowdfunding-Plattform dann als Finanzintermediär qualifiziert werden müsste.[99] Die meisten Crowdfunding-Plattformen tun daher gut daran, die von ihnen vermittelten Gelder nicht anzurühren und Zahlungsdienstleistungen an Dritte auszulagern.

Betreffend den Umgang mit den emittierten Effekten ist darauf zu achten, dass die Crowdfunding-Plattform nicht unter den Begriff des Effektenhändlers fällt[100] oder einen börsenähnlichen Handelsplatz einrichtet.[101]

2.3 Rechtsentwicklung in der EU und Implikationen für die Schweiz

Die Entwicklungen im Finanzmarktrecht der EU lassen vermuten, dass die durchaus anforderungsreichen Vorgaben des schweizerischen Rechts bald verschärft werden. Tatsächlich oder zumindest potenziell auf Crowdfunding anwendbar sind die europäische Prospektrichtlinie[102], die Bankenrichtlinie[103], die Zahlungsdienste- und E-Geld-Richtlinie[104], die UCITS-Richtlinie[105], die AIFM-Richtlinie[106] sowie die MiFID-Richtlinie[107] (bzw. MiFID 2[108]). In vielen Fällen ist unklar, ob die Anwendung dieser Richtlinien auf Crowdfunding beabsichtigt ist oder überhaupt Sinn macht. Die Anwendbarkeit dieser Richtlinien hängt zudem auch von ihrer Umsetzung in den Mitgliedstaaten ab. Hingewiesen sei hier nur auf folgende Punkte:

Die europäische Prospektrichtlinie sieht eine Freistellung von der Prospektpflicht nur für Angebote mit einem Gesamtgegenwert von weniger als EUR 100'000 vor, womit quasi die natürliche Grenze für Crowdfunding gebildet wird.[109] Ab einem Angebot von EUR 5'000'000 gelten die strengen Vorgaben des EU-Prospekts.[110] Bei einem Angebot zwischen EUR 100'000 und 5'000'000 – dies ist der für Crowdfunding interessante Bereich – gelten die nationalen Regeln der EU-Mitgliedstaaten, welche – neben allenfalls weiteren zusätzlichen Einschränkungen des nationalen Rechts – je für sich zu berücksichtigen sind und ein europaweites Crowdfunding sehr erschweren.

Die europäische Bankenrichtlinie knüpft für die Definition des Kreditinstituts am Konzept der Einlage an. Nur zugelassenen Kreditinstituten ist die gewerbsmässige Entgegennahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern des Publikums erlaubt.[111] Für die mit der Zulassung verbundenen regulatorischen Hürden gilt das für die Schweiz Gesagte. Die UCITS-Richtlinie regelt die gemeinsame Anlage in Wertpapieren; sie ist vermutlich nicht auf Crowdfunding anwendbar, da diese Plattformen nicht nach den in der Richtlinie genannten Prin-

---

97 Zum Begriff der kollektiven Kapitalanlage nach Art. 7 KAG: Botschaft KAG 2005, in: BBl 2005 6395, S. 6417; BGE 116 Ib 73, Regeste.

98 Art. 7 KAG, Art. 13 ff. KAG.

99 Art. 2 Abs. 3 GwG fasst unter den Begriff des Finanzintermediärs auch die Erbringung von Dienstleistungen für den Zahlungsverkehr sowie die Verwaltung von Vermögen oder Effekten.

100 Art. 2 lit. d BEHG i.V.m. Art. 2 f. BEHV (Kundenhändler oder Emissionshaus). Effektenhändler sind bewilligungspflichtig nach Art. 10 BEHG. Die meisten Plattformen dürften nicht als Effektenhändler gelten.

101 Börsen sind bewilligungspflichtig nach Art. 3 ff. BEHG. Ohne Bewilligung möglich wäre eine Art «Flohmarkt» für die emittierten Effekten.

102 RL 2003/71/EG vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, in der Fassung der RL 2010/73/EU vom 24. November 2010. Dazu Nikolai Vokuhl, Prospektpublizität, in: Rüdiger Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, Tübingen 2011, 242 ff.; siehe für nicht in Wertpapieren verbriefte Anteile auch Bareiß (FN 74), 463 f.

103 RL 2006/48/EG vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, in der Fassung der Richtlinie 2010/76/EU vom 24. November 2010.

104 E-Geld ist digitales Bargeld, das etwa auf einem Server gespeichert ist und zur Durchführung von Zahlungen verwendet wird (Art. 2 Ziffer 2 der RL 2009/110/EG vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG). Der Geltungsbereich der Zahlungsdienste-Richtlinie ist in Bezug auf Crowdfunding unklar (etwa Art. 3 lit. h und j 2007/64/EG vom 13. November 2007 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt).

105 RL 2009/65/EG vom 13. Juli 2009. Die Richtlinie ist in Revision (UCITS V und VI).

106 RL 2011/61/EU vom 8. Juni 2011.

107 RL 2004/39/EG vom vom 21. April 2004. Ergänzt ist die Richtlinie durch eine Durchführungsrichtlinie (Richtlinie 2006/73/EG) und eine Verordnung (Verordnung (EG) Nr. 1287/2006). Zu den durch MiFID begründeten Pflichten und ihrer Umsetzung im deutschen Recht Thorsten Seyfried, Wertpapieraufsichtsrecht, in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011, 3.137 ff.

108 MiFID 2 soll diese Tage im europäischen Parlament und Ministerrat beschlossen werden; ergänzend zum Richtlinienentwurf besteht ein Verordnungsentwurf (MiFIR); siehe Vorschlag für eine RL über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, KOM(2011) 656 endgültig.

109 Art. 3 Abs. 2 lit. e Prospektrichtlinie. Unter dieser Grenze sind die Kosten des Prospekts auch unter Anlegerschutzaspekten nicht mehr vertretbar; Wolfgang Gross, Kommentar zu § 3 WpPG, in: Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., München 2012, N 9. Siehe auch Klöhn/Hornuf, (FN 40), 242, 247 f. Kritisch schon zu dieser tiefen Ausnahme Alexander Meschkowski/Frederike K. Wilhelmi, Investorenschutz im Crowdinvesting, in: BB 2013, 1411 ff. Eine weitere Ausnahme gilt, wenn sich das Angebot an weniger als 150 Personen pro Mitgliedstaat richtet, was Internetangebote ausschliesst (Art. 3 Abs. 2 lit. b).

110 Art. 1 Abs. 2 lit. h Prospektrichtlinie.

111 Art. 4 Ziff. 1, 5 und 6 Bankenrichtlinie. Banken haben die Vorschriften der Kapitaladäquanzrichtlinie zu beachten (RL 2006/49/EG vom 14. Juni 2006 in der Fassung der Richtlinie 2010/76/EU vom 24. November 2010, CRD-III Paket). Diese Richtlinien stehen u.a. in Bezug auf die Eigenmittel in Revision (CRD-IV Paket, Basel III; dazu Arne Wittig, Einführung, in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011, 1.82).

zipien – vor allem der Risikostreuung – investieren.[112] Die Nichtunterstellung unter UCITS könnte aber dazu führen, dass Crowdfunding-Plattformen die AIFM-Richtlinie beachten müssen, insbesondere dem dort vorgesehenen «Minimalregime» der einzelnen Mitgliedstaaten unterstellt werden.[113]

MiFID regelt die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen sowie den Betrieb multilateraler Handelssysteme[114]. Zu den Wertpapierdienstleistungen gehören auch bestimmte Beratungsdienstleistungen und die Platzierung von Finanzinstrumenten, weshalb Crowdfunding vermutlich in den Geltungsbereich dieser Richtlinie fällt.[115] Die Richtlinie will vor allem den Anlegerschutz stärken. Sie statuiert hierfür relativ weitreichende Erfordernisse, namentlich eine in der Schweiz nicht derart streng praktizierte Pflicht zur Kundenklassifizierung sowie zur Abklärung der Eignung und Zweckmässigkeit eines Finanzprodukts für den Kunden.[116]

Nach dem Willen der FINMA werden die Kernanliegen (u.a.) der MiFID- und der ProspektRichtlinie in einem neuen Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) umzusetzen sein.[117] Die Umsetzung soll zu einer Ausweitung der Aufsicht über alle Finanzdienstleister und zu einer Verschärfung der Vorschriften über den Prospekt führen.[118] Für kleinere Emissionen von KMU ist ein Prospekt «light» angedacht, doch sind die Auswirkungen dieser Regulierungsvorhaben auf Crowdfunding noch kaum absehbar.

2.4 Innovationsfeindliches Schutzkonzept

Das Schutzkonzept für den Anleger gemäss europäischem Recht beruht auf einer umfassenden staatlichen Aufsicht. Diese Aufsicht umfasst Bewilligungserfordernisse für Finanzintermediäre und Finanzprodukte (z.B. vorgängige Prospektkontrolle) sowie Verhaltensgebote (z.B. Prüfung der Angemessenheit des Finanzprodukts für den einzelnen Kunden, Einschränkung des reinen Ausführungsgeschäfts).

Crowdfunding beruht jedoch nicht darauf, dass der einzelne Kunde hinsichtlich der für ihn geeigneten Produkte befragt oder gar beraten würde. Ein solcher «Angemessenheitstest» ist bei einer Vielzahl von Projekten mit teilweise Tausenden von Kleininvestoren nicht durchführbar.[119] Das Schutzkonzept von Crowdfunding beruht vielmehr auf der Begrenzung der Investition und auf dem Grundsatz der Risikostreuung. Mit der Begrenzung der Investition sinkt auch das Bedürfnis des Anlegers nach Information und Absicherung. Das Internet als Kommunikationsplattform bietet zusätzlich die Möglichkeit einer sozialen Kontrolle oder «peer review», welche bei traditionellen Finanzprodukten üblicherweise fehlt.[120] Die bestehende und geplante Regulierung sieht jedoch keine Erleichterungen bei einer geringen Höhe der getä-

---

112 Art. 1 Abs. 1 und 2 UCITS-Richtlinie.

113 Die AIFM-Richtlinie gilt für die Verwalter Alternativer Investmentfonds, die nicht durch die UCITS reguliert sind. Als AIF gilt jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anlagen zu investieren (Art. 4 Abs. 1 lit. a). Die Verwalter von AIF fallen ab einem Portfolio von EUR 100 Mio. unter die Richtlinie (Art. 3 Abs. 2 lit. a). Unter dieser Schwelle haben die Mitgliedstaaten ein Minimalregime einzurichten; die Vorteile der Richtlinie (EU-Pass) gelten nicht für die «minimal regulierten» Verwalter (Art. 3 Abs. 3 und 4). Die Richtlinie war bis 22. Juli 2013 in nationales Recht umzusetzen (Art. 66). Zum Begriff der AIFM Michael Böhm, in: Assies/Beule/Heise/Hartmut Strube (Hrsg.), Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Köln 2012, Kap. 7 N 633 ff.

114 Sog. «MTF»; Art. 14 MiFID. Gemäss Klöhn/Hornuf, (FN 40), 251 f. sind Crowdfunding-Plattformen keine MTF, da diese Plattformen nur auf dem Primärmarkt tätig sind. Bei dieser Einschätzung bestehen jedoch erhebliche rechtliche Unsicherheiten.

115 Anhang I Abschnitt A MiFID. Siehe zur Unterstellung dieser Dienstleistungen im deutschen Recht Jörg Begner, Bericht: Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrechts, in: BaFinJournal 09/12, 13 ff.

116 Zum Eignungs- und Angemessenheitstest nach europäischem Recht und möglichen Anknüpfungspunkten im Schweizer Recht Alexander Kern/Alexandra Schmidt, The Market in Financial Instruments Directive and Switzerland, in: GesKR 2012, 45 ff., 49, unter Verweis auf BGE 133 III 97 und Art. 11 Abs. 2 BEHG. Als Anforderungen von MiFID ferner zu nennen sind das Zulassungserfordernis für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (Art. 5 ff.), die Pflicht zum Beitritt zu einem Anlegerentschädigungssystem (Art. 11), die minimale Kapitalausstattung (Art. 12), die Organisationsvorschriften (Art. 13), die Regeln zum Umgang mit Interessenkonflikten (Art. 18), weitere Wohlverhaltensregeln (z.B. Informations- und Transparenzpflichten; Art. 19) und schliesslich die bestmögliche Ausführung von Aufträgen (Art. 21). Mit MiFID 2 soll die Richtlinie auf alle Handelssysteme (Geregelte Märkte, MTF und Organisierte Handelssysteme (OTF)) ausgedehnt werden. Für alle Handelssysteme sollen dieselben Transparenzvorschriften gelten. Die Regeln für die Anlageberatung sollen verschärft (strengere Vorschriften für Dienstleistungen ohne Beratung, strengere Aufzeichnungs- und Aufbewahrungsvorschriften) und der Schutz für professionelle Anleger soll erhöht werden. Eine Crowdfunding-Plattform könnte durchaus als MTF oder OTF qualifiziert werden. Die Richtlinie will immerhin für die bessere Finanzierung von KMU besondere Handelssysteme als MTF anerkennen («KMU-Wachstumsmarkt»). Die KMU-Wachstumsmärkte sollen vor allem für die Emittenten regulatorische Erleichterungen vorsehen (Art. 35 des Richtlinienvorschlags). Siehe zum Begriff des organisierten Marktes Mark K. Oulds, Prospektpflicht, in: Siegfried Kümpel/Arne Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011, 15.135; zur Umsetzung der Vorschriften der Vermögensverwaltung in Deutschland Jürgen-Thomas Heiden, Vermögensverwaltung, in: Eckhard M. Theewen (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 2010, 625 ff.

117 FINMA, Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten, FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln, Bern, 24. Februar 2012, 21 ff. Der Bundesrat hat am 28. März 2012 beschlossen, diese Vorschläge umzusetzen. Siehe auch Bundesrat, Bericht zur Finanzmarktpolitik des Bundes, 19. Dezember 2012, 36 f.

118 Gemäss FINMA, Hearing-Bericht zum Finanzdienstleistungsgesetz vom 18. Februar 2013, iii und 6 ff., ist eine Erweiterung der Informationsvorschriften sowie eine vorgängige Prospektkontrolle geplant.

119 Dennoch fordern Meschkowski/Wilhelmi (FN 107), 1416 f. die Einführung eines solchen Tests für Crowdfunding.

120 Auch Klöhn/Hornuf, (FN 40), 257, verweisen hier auf die «Wisdom of the Crowds». Siehe ähnlich Meschkowski/Wilhelmi (FN 107), 1417, die so auch einen Einfluss auf den Geschäftsgang sicherstellen wollen.

tigten Investition vor.[121] Da die Regulierung diesbezüglich starr ist, lässt sie keinen Raum für alternative (und allenfalls effektivere) Anlegerschutzkonzepte.

Ein expansives Verständnis von Wettbewerbsneutralität («Same Business, same Rules», «Level Playing Field», etc.) führt heute zu einer gleichförmigen Regulierung aller Finanzintermediäre. Auf geschäftsmodellspezifische Differenzierungen wird verzichtet.[122] Im Gegensatz zu diesem europäischen Ansatz nimmt heute der amerikanische JOBS Act kleinere Angebote von Wertpapieren teilweise bzw. zeitweilig von der Kapitalmarktregulierung aus.[123] Anleger können jährlich einen bestimmten Maximalbetrag, der vom Nettovermögen und vom Jahreseinkommen abhängt, über (registrierte) Crowdfunding-Plattformen investieren (Zeichnungsgrenzen).[124] Auch für die Schweiz kann festgehalten werden, dass – vereinfacht ausgedrückt – die Informationen im Prospekt nach OR vielleicht nicht für eine Investition von mehreren Tausend Franken genügen; für eine Investition von Hundert Franken sind diese Informationen aber allemal ausreichend.[125] Damit sich Crowdfunding in Europa etablieren kann, wären vor allem die Verhaltenspflichten der Crowdfunding-Intermediäre und die Informationspflichten der Unternehmen bei geringen Projektsummen und kleinen individuellen Projektbeiträgen zu erleichtern.

Offensichtlich besteht bei Crowdfunding ein Missbrauchs- bzw. Betrugsrisiko, dem durch aufsichtsrechtliche Massnahmen begegnet werden muss. Auch der JOBS Act sieht entsprechende Anforderungen an die Crowdfunding-Plattform sowie den Emittenten vor.[126] In erster Linie ist sicherzustellen, dass der Investor sich des Risikos eines Totalverlusts seiner Investition bewusst ist und dass er diesen Verlust verkraften kann.[127] Es sind Massnahmen zur Begrenzung der über Crowdfunding getätigten Investitionen zu treffen, entweder anknüpfend am einzelnen Projekt oder an einem aggregierten Totalbetrag. Sodann sind Anforderungen an die Identifikation des Emittenten (inkl. Beteiligte) sowie an die Offenlegung von Projektinformationen zu stellen (Vorbeugung des Betrugsrisikos, etwa durch einen Minimalprospekt). Schliesslich ist die Unabhängigkeit der Crowdfunding-Plattform vom Emittenten zu gewährleisten. Die regulatorischen Kosten sollten soweit als möglich begrenzt werden.[128] Neben aufsichtsrechtlichen Vorgaben bestehen zwischen der Crowdfunding-Plattform, dem Emittenten und dem Investor auch vertragsrechtliche Pflichten, vor allem Treue- und Informationspflichten.[129] Bei einer Regulierung ist ferner zu berücksichtigen, dass die Crowdfunding-Plattform ein nicht zu unterschätzendes Eigeninteresse daran hat, vorbeugende Massnahmen zur Bekämpfung von Missbräuchen zu treffen. Dazu gehören könnte auch eine vertraglich vereinbarte Pflicht zu Lasten des Emittenten, abgelehnte Gesuche um Bankkredite und allfällige Ablehnungsgründe den potenziellen Investoren offen zu legen.[130]

---

121 Art. 652a OR. Häufig ist das Umgekehrte der Fall: Angebote mit einer Mindeststückelung von mindestens EUR 100'000 sind nach Art. 3 Abs. 2 lit. d Prospektrichtlinie von der Prospektpflicht befreit. Hier wird davon ausgegangen, dass nur qualifizierte (verständige) Anleger solche Angebote in Anspruch nehmen.

122 Ein Differenzierungsgebot, das der Gesetzgeber für die Regulierung der FINMA explizit verankert hat (Art. 7 Abs. 2 lit. c FINMAG).

123 »Jumpstart Our Business Startups Act» (JOBS Act, H. R. 3606, Inkrafttreten am 5. April 2012). Eine wichtige Ausnahme betrifft Section 404(b) des Sarbanes-Oxley Acts; dazu Michael W. Stocker, The JOBS Act creates opportunities and risks, in: Financial Executive June 2012, 50 ff.: Klöhn/Hornuf, (FN 40), 252 ff.

124 Bei einem Vermögen oder Einkommen von mehr als USD 100'000 ist eine Investition von maximal USD 10'000 pro Emittent möglich; Sec. 302(a)(6)(B) JOBS Act (dieser Titel III des JOBS Act ist auch als «Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012» oder «CROWDFUND Act» bekannt). Zudem gilt für den einzelnen Anleger eine aggregierte Investitionsgrenze in derselben Höhe; Sec. 302(b) JOBS Act. Diese Zeichnungsgrenzen werden bei Klöhn/Hornuf, (FN 40), 262 fälschlicherweise als harte paternalistische Regel qualifiziert. Die Autoren verkennen jedoch, dass sich diese Regel unter Berücksichtigung der Transaktions-, Informations- und Suchkosten der Marktteilnehmer wesentlich weniger einschneidend als das heutige Regime auswirkt, welches ja allen Emittenten und Anlegern nach wie vor offen steht. Anzuwenden ist entsprechend eine Gesamtbetrachtung der Regelung der Kapitalmärkte, welche die Zeichnungsgrenzen als regulatorische Erleichterung erscheinen lassen.

125 Ökonomisch ausgedrückt übersteigen die Informations- und Suchkosten (Transaktionskosten) rasch den aufgrund einer stärkerer Offenlegung vermeidbaren Schaden bei einer Investition, sodass die zusätzlichen Informationen von einem rational handelnden Investor nicht zur Kenntnis genommen werden; grundlegend zum Problem George J. Stigler, The Economics of Information, in: Journal of Political Economy, 69 (1961), 213 ff. sowie Phillip Nelson, Information and Consumer Behavior, in: Journal of Political Economy, 78 (1970), 311 ff.

126 Siehe etwa Thomas V. Powers, SEC Regulation of Crowdfunding Intermediaries Under Title III of the JOBS Act, in: Banking & Financial Services Policy Report 31 (2012), Nummer 10, 1 ff.

127 Margrit Habersaat/Alain Schönberger/Walter Weber, Die KMU in der Schweiz und in Europa, SECO 2001, S. 6, «Das Konkursrisiko ist während der ersten zehn Jahre zwei- bis dreimal höher als danach. Die von Creditreform zusammengestellten Statistiken zeigen, dass 42 % der Konkurs gegangenen Unternehmen weniger als fünf und dass zwei Drittel weniger als zehn Jahre alt waren.» Der Vergleich mag unpassend sein, doch betragen die Gewinne der Landeslotterien auch nicht mehr als 50 % der Plansumme (Minimum gemäss Art. 4 der interkantonalen Vereinbarung betreffend die gemeinsame Durchführung von Lotterien vom 26. Mai 1937). Einer ganzen Anzahl von Finanzprodukten kann der Charakter eines blossen Spiels kaum abgesprochen werden, ohne dass die Investition in diese Produkte in der Höhe begrenzt würde. Illustrativ etwa das dem BGer 2A.529/2006 (=Pra 12/2007 Nr. 136, 928 ff.) zugrundeliegende strukturierte Derivat. Dessen Bonus-Coupon war davon abhängig, ob die Schweizer Fussballnationalmannschaft an der Fussball-Weltmeisterschaft in Deutschland im Jahr 2006 die Viertelfinale, die Halbfinale oder den Final erreicht bzw. die Weltmeisterschaft gewinnt.

128 Heminway/Hoffman (FN 2), 937 ff.

129 Zu den vertragsrechtlichen Beziehungen gemäss schweizerischem Recht Dirk Spacek, Online-Crowdfunding: Unterhaltungsindustrie und Start-Up-Unternehmen im Umbruch?, in sic! 2013, 277 ff.; für Deutschland beachte Meschkowski/Wilhelmi (FN 107), 1412 ff.

130 Einiges deutet jedoch darauf hin, dass es sich bei Gründern auf Crowdfunding-Plattformen «nicht um sog. necessity entrepreneurs handelt, also Unternehmer, die sich nur deshalb um eine Finanzierung bemühen, weil sie keine Erwerbsalternativen haben.» Dazu für Deutschland Klöhn/Hornuf, (FN 40), 241.

Die Eröffnung einer beschränkten Finanzierungsmöglichkeit durch Nicht-Banken stärkt den Wettbewerb und dürfte das Finanzsystem als solches stabiler oder – gemäss neuerer Ausdrucksweise – «antifragiler» machen.[131] Nicht zuletzt könnte Crowdfunding staatliche Förderprogramme für Start-Ups entlasten.[132] Auch der Bundesrat hat sich vorgenommen, die Rahmenbedingungen für KMU am Schweizer Kapitalmarkt zu verbessern. Er erwähnt in seinem jüngsten Bericht zur Finanzmarktpolitik auch Crowdfunding, ohne damit aber konkret Massnahmen zu verbinden.[133]

V. Zusammenfassung der Thesen und Ergebnisse

Die einst in der Lehre geführten Kontroversen um die Ziele der Finanzmarktaufsicht wurden mit Art. 5 FINMAG an sich beendet. Gläubiger-, Funktions-, System- und Reputationsschutz sind heute als Schutzziele etabliert. Die vom Bankengesetzgeber von 1934 als Ziel propagierte Sicherung der Kreditversorgung steht heute als Ziel im Hintergrund. Der bestehende Zielkonflikt zwischen der Sicherheit und der Leistungsfähigkeit des Finanzsystems wird in diesen Tagen zugunsten der Sicherheit aufgelöst.

Der sicherheitsorientierte Ansatz stellt die Banken als Akteure der Finanzmärkte ins Zentrum. Nebeneffekt dieses Ansatzes ist eine Erhöhung der Marktzutrittshürden für alle Finanzmarktteilnehmer, eine Verringerung der Wettbewerbsintensität im Finanzsystem und eine stärkere Abhängigkeit von den Banken sowohl auf Seiten der KMU als auch auf Seiten der Anleger. Dies begrenzt die Optionen der Anleger und die Wachstumsmöglichkeiten der KMU. Der rein sicherheitsorientierte Ansatz läuft dem öffentlichen Interesse an einem allgemeinen Zugang zum Finanzsystem («Demokratisierung des Finanzkapitalismus») zuwider. Das Optimierungsgebot bei konfligierenden öffentlichen Interessen wird so missachtet.

Der Blick auf die vom Finanzsystem zu erfüllenden Funktionen für die Wirtschaft legt nahe, den Anlegern und den KMU alternative Zugänge zum Kapitalmarkt zu eröffnen. Einen innovativen und zugleich «demokratischen» Zugang zu Anlagemöglichkeiten und Fremdkapital bietet Crowdfunding. Crowdfunding ermöglicht den Unternehmen eine Finanzierung durch Nicht-Banken. Das Risiko für den Anleger bleibt aufgrund der kleinen jeweils investierten Summen begrenzt. Die regulatorischen Rahmenbedingungen setzen Crowdfunding aber enge Grenzen, da sie den Plattformbetreibern und Emittenten ein Regime auferlegen, das grössere Investitionen und Akteure (grosse Emittenten, Banken, etc.) im Blick hat. Bei geringen Projektsummen und kleinen individuellen Projektbeiträgen drängen sich aber Erleichterungen auf (Differenzierungsgebot nach Art. 8 BV).

Man möchte an den Gesetzgeber daher wieder den gleichen Appell richten, den der Bundesrat schon in seiner Botschaft von 1934 zum BankG formulierte: «Indessen muss man sich davor hüten, Bestimmungen zu treffen, denen das Gepräge der heutigen ausserordentlichen Zeitverhältnisse anhaftet. Das Gesetz darf kein Gelegenheitsgesetz sein. Übertrieben strenge Vorschriften würden wohl einerseits die Einlagen sichern, anderseits aber die Entwicklung der Banktätigkeit hemmen und den Kredit verteuern, so dass dadurch viel grössere allgemeine Nachteile verursacht würden als durch einen einzelnen Zusammenbruch. Das Gesetz hat also zwei entgegengesetzten Anforderungen Rechnung zu tragen: der Sicherheit der Einlagen einerseits und dem Gedeihen der Banken, den Kreditbedürfnissen sowie der Entwicklung der Wirtschaft anderseits.»[134]

---

131 Nassim N. Taleb, Antifragile: Things that Gain from Disorder, New York 2012 bezeichnet damit Institutionen, welche aufgrund von kleinen Schocks (Stressoren) stabiler werden.

132 Klöhn/Hornuf, (FN 40), 239.

133 Bundesrat, Bericht Finanzmarktpolitik, Bern, 19. Dezember 2012, 36.

134 Botschaft BankG, in: BBl 1934 I 171 ff., 176.