

Recht im digitalen Zeitalter

**Festgabe Schweizerischer Juristentag 2015
in St. Gallen**

Herausgegeben im Auftrag der Rechtswissenschaftlichen Abteilung
der Universität St. Gallen von

Lukas Gschwend
Peter Hettich
Markus Müller-Chen
Benjamin Schindler
Isabelle Wildhaber



Das Kunstwerk auf dem Umschlagbild stammt von Felice Varini «Dix disques évidés plus neuf moitiés et deux quarts», 2014, Acryl und Folien. Es befindet sich im Bibliotheksgebäude der Universität St. Gallen.

Abgedruckt mit freundlicher Genehmigung des Künstlers. Das Copyright liegt bei Felice Varini und der Universität St. Gallen (HSG).

Fotografie: Hannes Thalmann

Bibliografische Information der «Deutschen Bibliothek».

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

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

© Dike Verlag AG, Zürich/St. Gallen 2015
ISBN 978-3-03751-708-6

www.dike.ch

Crowdfunding nach Schweizer Art

Rückbesinnung auf die Prinzipien der Kapitalmarktregulierung

THOMAS WERLEN / JONAS HERTNER*

Inhaltsübersicht

I.	Die Masse als Markt	315
	1. Hintergrund	315
	2. Ziel dieses Beitrags	316
II.	Stand der Regulierung	317
	1. Übersicht	317
	2. Rechtsrahmen für <i>Crowdfunding</i> in der Schweiz	319
	a) Obligationenrecht	319
	b) Bankengesetz	320
	c) Kollektivanlagengesetz	321
	d) Börsengesetz	322
	e) Geldwäschereigesetz	322
	f) Ausblick: Entwurf eines Finanzdienstleistungsgesetzes	323
	g) Sachlicher Anwendungsbereich: Zusammenfassung und Deckung mit Untersuchungsgegenstand	324
III.	Rückbesinnung auf die Prinzipien des Kapitalmarktrechts	325
	1. Eine Beurteilung von Chancen und Risiken als Diskussionsgrundlage	325
	a) Chancen	325
	b) Risiken	326
	2. Das Anliegen von <i>Crowdfunding</i> den Tendenzen in Finanz- und Kapitalmarktpolitik gegenübergestellt	327
	3. Schlussfolgerungen	329

I. Die Masse als Markt

1. Hintergrund

«Regulators will get the blame for the stupidity of crowds», warnt der britische Ökonom John Kay in einem Artikel, in dem er einen kritischen Blick auf einen Trend wirft, der heute als *Crowdfunding* bezeichnet wird.¹ Nur die wenigsten der sogenannten

* Die Autoren danken Matthias Wühler für die kritische Durchsicht und die wertvollen Anregungen.

¹ KAY JOHN, Regulators will get the blame for the stupidity of crowds, in: Financial Times vom 26.3.2014, S. 7, «Over the next few years there will be a series of scandals. Some will be the result of blatant fraud, others will represent the triumph of hope over experience. The regulators

Crowdfunding-Plattformen würden mittelfristig überleben und in einem strengen regulatorischen Umfeld ihr Nischenangebot entwickeln können – Aufgaben wie die sorgfältige Prüfung von Geschäftsideen und deren Eignung für den individuellen Investor, für die es wohlgemerkt schon früher Institutionen gegeben habe und welche «damals als Banken» bezeichnet worden seien. Diese zynische Betrachtung reflektiert beispielhaft die breite Skepsis, die dem *Crowdfunding* entgegenschlägt. Gleichzeitig deutet sie zumindest ansatzweise zahlreiche Aspekte an, die in einer rechtspolitischen und rechtlichen Diskussion des Themas interessieren.

Als *Crowdfunding* im Allgemeinen wird die Finanzierung (durch eine Vielzahl von Geldgebern) der Realisierung einer Idee (durch Unternehmensgründer) bezeichnet. Dabei erfolgt die Vermittlung von Gründern und Geldgebern in der Regel über Internetplattformen. Im Einzelnen unterscheiden sich die Finanzierungsarten mittels *Crowdfunding* wesentlich und reichen von eigentlichen Schenkungen, für die ein Gründer keine Gegenleistung verspricht, über Varianten des partiarischen Darlehens und Anleiensobligationen (*Mini-Bonds*) bis zur eigentlichen Kapitalanlage, die sich von Private Equity typischerweise insbesondere durch die schiere Masse der Investoren abhebt.² Es ist vorab letztere Art, dieses sogenannte *Equity Crowdfunding*, *Investment Crowdfunding* oder *Financial Return Crowdfunding*,³ der gemeinhin grosses Wachstum prognostiziert wird und die in der Folge in diesem Beitrag mit Blick auf einen allfälligen Regulierungsbedarf im Rahmen des Kapitalmarktrechts im Fokus steht.

2. Ziel dieses Beitrags

Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, den geltenden Rechtsrahmen für das *Crowdfunding* grob abzustecken, um daraus – ausgehend von den Grundprinzipien und dem Regulierungszweck der Kapitalmarktregulierung – Schlüsse für einen allfälligen Reformbedarf in der schweizerischen Gesetzgebung zu ziehen.

Wie zu zeigen sein wird, treten bei der Betrachtung des *Crowdfunding*-Phänomens aus der Perspektive des Zwecks der Kapitalmarktregulierung neben die klassische Dichotomie des Anlegerschutzes und der Gewährleistung einer effizienten Kapitalal-

who are today denounced for their intervention will then be castigated for their neglect, and governments will come under pressure to compensate the losers [...].»

² Für eine vollständige Darstellung der verschiedenen Ausgestaltungen von *Crowdfunding*, s. BAUMANN SIMONE, *Crowdinvesting im Finanzmarktrecht*, Zürich/Basel/Genf 2014, S. 12 f. Im Übrigen kommt das *Crowdfunding*-Modell auch in anderen Bereichen zur Anwendung, wie etwa der Prozessfinanzierung (s. <lexshares.com>, <invest4justice.com> und andere).

³ Der Begriff *Crowdfunding* bezeichnet nachfolgend das *Equity Crowdfunding*, verstanden als Finanzierungsart mit Beteiligung des Investors am Unternehmensergebnis.

lokation weitere mögliche Zielsetzungen wie etwa die Innovationsförderung, die gezielte Förderung von *Startups* (und kleinen und mittleren Unternehmen im Allgemeinen) oder die Positionierung im internationalen Standortwettbewerb hinzu. Vor dem Hintergrund der aber jedenfalls bestehenden Zielkonflikte gilt es in der vorliegenden Betrachtung, Möglichkeiten auszuloten, wie etwa innovative junge Unternehmer nicht behindert, sondern – letztlich auch im Sinne einer Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Kapitalmarkts – gefördert werden.

II. Stand der Regulierung

1. Übersicht

In der Schweiz ist *Crowdfunding* heute nicht spezifisch reguliert, der Begriff ist der Rechtssprache überhaupt fremd. Rufe nach einer Regulierung sind aber zahlreich, sei es mit dem Ziel der Stärkung des Anlegerschutzes oder als Aufforderung zur rechtlichen Anerkennung neuartiger Finanzierungsmodelle zum Zweck der Förderung von *Crowdfunding*.⁴ Im internationalen Vergleich hält sich die Bedeutung des *Crowdfunding* in der Schweiz weiterhin in Grenzen.⁵ Die Anzahl der Plattformen und der ausgeschrieben Projekte sowie das Volumen insgesamt wachsen allerdings auch hierzulande schnell.

Dieses rasche Wachstum ruft die Gesetzgeber weltweit auf den Plan. So sieht beispielsweise in den USA ein Teil des 2012 verabschiedeten *JOBS Act* eine Regulierung

⁴ Vgl. die Ausführungen von KUNZ PETER V., *Crowdfunding*, in: Jusletter vom 25. August 2014 und HETTICH PETER, *Finanzierungsquellen für KMU im Zeitalter von Crowdfunding*, in: GesKR 2013, S. 386.

⁵ Laut einer Befragung der Hochschule Luzern der in der Schweiz aktiven Plattformen wurden im Jahr 2013 über diese Plattformen CHF 11.6 Mio. an 720 Projekte vermittelt (2012: CHF 5.2 Mio.). Das Unternehmen, das mit 31'531 Bitcoin-Einheiten (umgerechnet USD 18,4 Mio. zum Kurs im Verkaufszeitpunkt im Juli 2014) bisher weltweit am zweitmeisten Kapital überhaupt durch *Crowdfunding* aufgebracht hat, Ethereum Switzerland GmbH, sitzt in der Schweiz (Zug). Ethereum hat dieses Kapital in *Bitcoins* und direkt, d.h. ohne Nutzung einer dritten Plattform gesammelt. Demgegenüber konnte das bisher grösste Projekt, die Umsetzung eines Computerspiels war, seit 2012 über USD 71 Mio. einnehmen. Im Jahr 2014 wurden über die grösste Plattform, Kickstarter, USD 529 Mio. verteilt auf 22'525 Projekte aufgeworfen. Bei den genannten Projekten erfolgte die Finanzierung allerdings nicht mittels *Equity Crowdfunding*. Schätzungen zufolge betrug das Volumen des *Crowdfunding*-Markts im Jahr 2013 rund USD 5.1 Mrd. (<<http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>>); davon soll der mittels *Equity Crowdfunding* aufgebrachte Anteil allerdings nur gerade 4 %, d.h. rund USD 204 Mio. ausgemacht haben (<<http://www.visionlaunch.com/13-interesting-equity-crowdfunding-statistics>>).

des *Crowdfunding* vor. Diese Regeln warten allerdings weiterhin auf eine Umsetzung durch die *Securities and Exchange Commission*. Vorgesehen ist, Plattformen und Emittenten unter gewissen Umständen von bestimmten aufsichtsrechtlichen Pflichten auszunehmen. Ferner enthält der gegenwärtige Entwurf Schutzmechanismen für Anleger (mittels einer Beschränkung des maximalen Betrags, den eine Einzelperson jährlich durch *Crowdfunding* investieren kann, und dessen, was ein Projekt jährlich dadurch einnehmen kann), sowie eine Anschlusspflicht für Plattformbetreiber an einen Branchenverband und der Pflicht zur sorgfältigen Prüfung von Projekten. Dieser *Title III* des *JOBS Act*, die *Regulation Crowdfunding*, dürfte kaum vor Mitte 2016 in Kraft treten.⁶

Die Europäische Union hat bislang keine gesetzgeberischen Massnahmen spezifisch *Crowdfunding* betreffend getroffen. In einer Mitteilung vom 27. März 2014 kündigte die Europäische Kommission an, eine Expertengruppe einzurichten und eine Auslegung der nationalen Entwicklungen durchzuführen, um allfälligen Regulierungsbedarf prüfen zu können.⁷ Demgegenüber haben einzelne Mitgliedstaaten bereits direkte oder indirekte Massnahmen ergriffen, so beispielsweise Italien, das nach dem Vorbild des *JOBS Act* seit 2013 unter anderem Kriterien, welche Startups erfüllen müssen, um auf registrierten Plattformen ihre Ideen bewerben zu können, eine Registrierungspflicht für entsprechende Plattformen und eine Art Prospektspflicht vorsieht.⁸

⁶ Vgl. den Entwurf der SEC unter <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>>, der diverse Änderungen am *Securities Act of 1933* sowie dem *Securities Exchange Act of 1934* vornimmt.

⁷ S. Mitteilung der Europäischen Kommission, COM(2014) 172 *final*, S. 8, betreffend Freisetzung des Potenzials von *Crowdfunding* in der Europäischen Union. Darin nennt die Kommission immerhin den auf das *Crowdfunding* potenziell anwendbaren Rechtsrahmen, namentlich die Richtlinien, die Prospekte, die Märkte für Zahlungsinstrumente, Kapitalanforderungen (CRD IV), alternative Investmentfondsmanager, Verbraucherkredite und den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen betreffen, sowie die Verordnungen über Aufsichtsanforderungen, europäisches Risikokapital und europäische Fonds für soziales Unternehmertum.

⁸ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), Delibera n. 18592, abrufbar unter <<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18592.htm>>; vgl. zudem die Übersicht der Lobbyorganisation *European Crowdfunding Network* in ECN Review of Crowdfunding Regulation 2014, abrufbar unter <<http://www.eurocrowd.org/files/2014/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2014.pdf>>.

2. Rechtsrahmen für *Crowdfunding* in der Schweiz

Der bestehende Rechtsrahmen für *Crowdfunding* ergibt sich in aufsichtsrechtlicher Hinsicht zunächst aus dem Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG).⁹ Die anwendbaren Bestimmungen sind sodann insbesondere im Börsengesetz, im Bankengesetz, im Kollektivanlagengesetz, im Obligationenrecht sowie im Geldwäschereigesetz zu finden. Fraglich ist, ob eine einheitliche Regelung angezeigt ist oder ob die unterschiedlichen Ausgestaltungen von *Crowdfunding* unter die diversen bestehenden Qualifikationen gefasst werden können. Dazu erfolgt zunächst eine Auslegeordnung der anwendbaren Bestimmungen *de lege lata*.

a) Obligationenrecht

Der klassische Kanon des Privatrechts bietet Unternehmen für das *Crowdfunding* zwei Möglichkeiten: die Kapitalaufnahme durch die Ausgabe von Aktien oder durch die Aufnahme von Darlehen bzw. Anleiheobligationen.

Die Finanzierung mittels Aktienkapitalerhöhung nach Art. 650 ff. OR ist also eine mögliche Variante des *Crowdfunding*. Aus Art. 652a OR ergibt sich beim öffentlichen Angebot der Zeichnung neuer Aktien die Pflicht zur Erstellung eines Emissionsprospekts. Das Angebot zur Zeichnung der Aktien wird beim *Crowdfunding* typischerweise öffentlich erfolgen. Ein Unternehmen, das sich mittels Kapitalerhöhung durch *Crowdfunding* finanzieren will, ist deshalb in der Regel zur Erstellung eines Prospekts verpflichtet. Eine Ausnahme davon dürften unter Umständen Finanzierungen über Plattformen bilden, die sich nur an einen (qualitativ) eingeschränkten Kreis von Investoren richten.¹⁰ In der Folge greift bei fehlerhaften Angaben im Rahmen der Kapitalerhöhung auch die gewöhnliche Prospekthaftung nach Art. 752 OR. Vorstellbar ist, dass eine Plattform mithaftet, falls sie am Erstellen des Prospekts mitwirkt. Hinsichtlich der Mitgliedschaftsrechte ist festzuhalten, dass der typische *Crowdfunder*, als reiner Kapitalgeber, sich für vermögensmässige Mitgliedschaftsrechte nicht interessieren wird.¹¹ Vorwiegend aufgrund der Formvorschriften im Zusammenhang mit der Gründerversammlung, aber auch mit Blick auf die Mitgliedschaftsrechte, erscheint eine Zeichnung von Aktien für das Modell des *Crowdfunding* also nicht unbedingt geeignet.

⁹ Vgl. dazu das Faktenblatt *Crowdfunding* der FINMA vom 1. Dezember 2014, abrufbar unter <<http://www.finma.ch/d/finma/publikationen/faktenblaetter/Documents/fb-crowdfunding-d.pdf>>.

¹⁰ Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz; FINMAG) vom 1. Februar 2006, BBl 2006 2861.

¹¹ Zu einem *Pooling* der Aktionäre, der Ausübung der Mitgliedschaftsrechte durch eine indirekte Beteiligung etc., s. ausführlich bei BAUMMAN (Fn. 2), Rz, 373 ff.

Eine Alternative zur Kapitalerhöhung durch die Zeichnung neuer Aktien bieten Darlehen mit anteilmässiger Gewinnbeteiligung der Investoren. Da die Beteiligung einer Vielzahl von Investoren mittels Darlehen zu gleichen Konditionen als Anleihe qualifiziert, fallen solche Darlehen nach der Ausnahme von Art. 5 Abs. 3 Bst. b BankV nur dann nicht in den Anwendungsbereich der Bankengesetzgebung, wenn die Anleiensgläubiger bzw. Investoren nach Art. 1156 OR informiert werden.¹²

b) Bankengesetz

Der sachliche Geltungsbereich des Bankengesetzes (BankG) erstreckt sich auf die Entgegennahme von Publikumseinlagen. Diese Tätigkeit ist nach dem BankG ausschliesslich Banken vorbehalten; natürlichen und juristischen Personen, die nicht dem BankG unterstehen, dürfen nicht gewerbsmässig Einlagen entgegennehmen.¹³

Eine Anwendbarkeit des BankG auf *Crowdfunding*-Plattformen würde für diese eine sehr hohe regulatorische Hürde darstellen. Eine vertieftere Prüfung, ob Plattformen in den Anwendungsbereich des BankG fallen, ist deshalb angezeigt. Allerdings kann vorliegend davon ausgegangen werden, dass die Betreuung des Aktivgeschäfts im Sinne des BankG (Finanzierung durch Kredite auf eigene Rechnung) für eine Plattform typischerweise ausgeschlossen sein dürfte. Die Betrachtungen beschränken sich deshalb auf das Passiv- bzw. Einlagengeschäft.

Nach Art. 2 der Bankenverordnung (BankV) gilt als Bank ein Unternehmen, das hauptsächlich im Finanzbereich tätig ist und insbesondere gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegennimmt oder sich öffentlich dafür empfiehlt. Die Voraussetzung einer hauptsächlichlichen Tätigkeit im Finanzbereich dürfte eine Plattform regelmässig erfüllen, geht es ihr doch gerade um die Vermittlung einer Finanzierung bzw. Kapitalanlage. Eine Gewerbsmässigkeit besteht nach Art. 6 BankV, wenn das Unternehmen dauernd mehr als zwanzig Publikumseinlagen entgegennimmt oder sich öffentlich zur Entgegennahme von Publikumseinlagen empfiehlt, selbst wenn daraus weniger als zwanzig Einlagen resultieren. Es ist davon auszugehen, dass, um ihren Zweck zu erfüllen, die Plattform die Entgegennahme von Publikumseinlagen als Online-Angebot öffentlich bewirbt. Fraglich bleibt also, ob von Plattformen zur Weiterleitung an die Unternehmen entgegengenommene Gelder als Anleihen qualifizieren.

In ihrem Rundschreiben 2008/3 hat sich die FINMA dahingehend geäussert, dass grundsätzlich alle Verbindlichkeiten Einlagecharakter haben, wobei die Ausnahmen in der BankV abschliessend genannt sind.¹⁴ Nicht als Einlagen sind nach Art. 5 BankV

¹² Dazu nachfolgend II.2.b).

¹³ Art. 1 Abs. 2 BankG.

¹⁴ FINMA RS 2008/3, Rz. 10.

für den hier interessierenden Zusammenhang zu betrachten: Anleiensobligationen oder andere vereinheitlichte und massenweise ausgegebene Schuldverschreibungen, wenn die Gläubiger in einem dem Art. 1156 OR entsprechenden Umfang informiert werden, und Habensoldi auf Kundenkonti, die einzig der Abwicklung von Kundengeschäften dienen, wenn dafür kein Zins bezahlt wird. Dass eine Plattform, deren Kerntätigkeit im Zusammenbringen von Unternehmensgründern und Investoren besteht, in den Anwendungsbereich des BankG fällt, erscheint jedenfalls lebensfremd, selbst wenn ein *Pooling* der Gelder bei der Plattform stattfinden würde. Die Plattform wird nämlich gerade nicht zur Rückzahlungsschuldnerin, denn ihre Rückgabepflicht ergibt sich aus ihrem Vertrag mit dem Investor und nicht aus dem Rechtsverhältnis zwischen Investor und Unternehmensgründer.¹⁵ Alternativ dürfte eine Plattform, die Gelder vorübergehend bis zum Erreichen (und Weiterleiten an das Unternehmen) bzw. Nichterreichen des vordefinierten Finanzierungsbeitrags (und Rückzahlen an den Investor) hält, als Unternehmen, das Geschäfte für Kunden auf deren Rechnung und ohne Ausbezahlung von Zinsen erledigt, unter die Ausnahme von Art. 5 Abs. 3 Bst. c BankV fallen.

Demgegenüber stellt sich die Frage der Anwendbarkeit des BankG auf emittierende Unternehmen, die über das *Crowdfunding* Darlehen von einer Vielzahl von Investoren entgegennehmen, doch dringlicher. Auch hier interessiert in erster Linie das Passivgeschäft. Die Entgegennahme von (gewinnberechtigten) Darlehen ist Nichtbanken gemäss Art. 1 Abs. 2 BankG nicht gestattet. Zu nennen ist also der Ausnahmetatbestand der Anleihe nach Art. 5 Abs. 3 Bst. b BankV. Bei einer öffentlichen Auflage von Anleiensobligationen, untersteht das emittierende Unternehmen der Prospektpflicht nach Art. 1156 ff. OR und muss den Investoren die entsprechenden Gläubigerrechte einräumen.

c) Kollektivanlagengesetz

Das Kollektivanlagenrecht bezweckt den Schutz der Anleger sowie die Transparenz und die Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen (Art. 1 des Gesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen [KAG]). Nach Art. 7 KAG sind kollektive Kapitalanlagen Vermögen, die von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden, wobei die Anlagebedürfnisse der Anlegerinnen und Anleger in gleichmässiger Weise befriedigt werden. Typischerweise dürfte allerdings keine Verwaltung fremder Gelder durch die Plattform erfolgen, was die Anwendung des KAG jedenfalls ausschliesst.

¹⁵ Vgl. BGE 132 II 391 E. 6.3.1, BGer 2c_929/2010 vom 13. April 2011 E. 2; gl.M. KUNZ (Fn. 4), Rz. 34.

Die Ermittlung des Geltungsbereichs des KAG mit Blick auf emittierende Unternehmen gestaltet sich indes problematischer, falls das Unternehmen zum Zweck der *Crowdfunding*-Finanzierung eine nicht-operative Gesellschaft als reine Holding zum *Pooling* der Aktionäre zwischenschaltet.¹⁶ Eine solche Gesellschaft dürfte mit einiger Wahrscheinlichkeit als kollektive Kapitalanlage qualifizieren, und die Unterstellung unter das KAG würde für das Unternehmen mit erheblichem Aufwand verbunden sein.

d) Börsengesetz

Die Frage der Anwendung des Börsengesetzes (BEHG) stellt sich hinsichtlich der Tätigkeit von Plattformen, falls eine solche einem Unternehmen Unterstützung leistet, die sonst durch ein Emissionshaus übernommen würde. Allerdings dürfte eine Plattform typischerweise nicht vom emittierenden Unternehmen gewerbsmässig Effekten im Sinne einer Festübernahme oder in Kommission übernehmen.¹⁷

Die Anwendbarkeit des BEHG wäre hingegen vertieft zu prüfen, falls eine *Crowdfunding*-Plattform auch als Intermediärin für den Sekundärmarkthandel operieren würde, insbesondere wenn – was zu einer wünschbaren Steigerung der Liquidität des Sekundärmarkthandels führte – die Plattform ihren Nutzern die Möglichkeiten zur Angebotsplatzierung und Vertragsabschluss bietet.

e) Geldwäschereigesetz

Auch wenn nach dem Gesagten die typische *Crowdfunding*-Plattform nicht in die Anwendungsbereiche des BankG, des KAG und des BEHG fällt – und damit von Art. 2 Abs. 2 des Geldwäschereigesetzes (GwG) nicht erfasst wird –, ist hinsichtlich der Anwendbarkeit des GwG insbesondere zu prüfen, ob es sich bei einer Plattform um einen Finanzintermediär i.S.v. Art. 2 Abs. 3 GwG handelt. Nach Art. 2 Abs. 3 GwG sind Finanzintermediäre auch Personen, die berufsmässig fremde Vermögenswerte annehmen oder aufbewahren oder helfen, sie anzulegen oder zu übertragen. Nimmt die Plattform von Investoren Gelder zur Weiterleitung an Unternehmen entgegen, hat sie klarerweise das Geldwäschereiregelwerk und die zahlreichen damit verbundenen Sorgfalts- und Meldepflichten sowie die organisatorischen Vorschriften zu beachten. Ferner muss sie sich gemäss Art. 12 Bst. c in Verbindung mit Art. 14 Abs. 1 GwG einer anerkannten Selbstregulierungsorganisation (SRO) anschliessen oder bei der FINMA eine Bewilligung für die Ausübung ihrer Tätigkeit einholen.

¹⁶ Ausführlicher bei BAUMANN (Fn. 2), Rz. 428 ff.

¹⁷ S. Art. 3 Abs. 2 der Verordnung über die Börse und den Effektenhandel (BEHV).

f) **Ausblick: Entwurf eines Finanzdienstleistungsgesetzes**

Der gegenwärtige Entwurf eines Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) will die Voraussetzungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen und das Anbieten von Finanzinstrumenten in der Schweiz neu regeln, um insbesondere den Schutz des Kunden vor unzulässigem Verhalten der Finanzdienstleister zu gewährleisten.¹⁸ Zu diesem Zweck sieht der Entwurf des FIDLEG Änderungen mit Bezug auf verschiedene Organisations- und Informationspflichten für das Emittieren und Anbieten von Anleihen vor. Diese sollen im Folgenden übersichtsweise mit Blick auf die Eigenarten des *Crowdfunding* angesprochen werden.

Zunächst stellt sich die Frage, ob eine Plattform als Finanzdienstleister im Sinne des FIDLEG qualifiziert. Nach Art. 3 Bst. d Ziff. 2 E-FIDLEG sind dazu juristische oder natürliche Personen zu zählen, deren Tätigkeit die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, umfasst. Der Erläuternde Bericht führt dazu aus, dass auch die «reine Vermittlung von Geschäften mit Finanzinstrumenten» unter die Definition der Finanzdienstleistung zu fassen ist.¹⁹ Damit dürfte eine Unterstellung unter das FIDLEG in seiner gegenwärtigen Fassung nur zu vermeiden sein, wenn die Vermittlung auf der Plattform ausschliesslich unter Anzeige der unveränderten Angebote von Unternehmensgründern ohne technische Hilfestellung zum Abschluss einer Transaktion erfolgt und darauf hingewiesen wird, dass jegliches Geschäft einzig direkt zwischen Investor und Unternehmen geschlossen werden muss. Dies dürfte die Funktionsweise einer Plattform allerdings nicht unerheblich einschränken, weshalb grundsätzlich davon ausgegangen werden soll, dass die typische Plattform als Finanzdienstleister im Sinne des E-FIDLEG zu betrachten ist. Allerdings ergäben sich in der Folge bei einem Inkrafttreten des E-FIDLEG für Plattformen kaum grosse Änderungen zur bisherigen Rechtslage. Mit Blick auf die im E-FIDLEG neu geregelte Prospektpflicht (heute Art. 652a OR, Art. 1156 OR) würde der Vorschlag etwa eine Prospekthaftung der Plattform begründen, falls sich diese an der Ausarbeitung des Prospekts eines Emittenten beteiligt bzw. diesen dabei unterstützt.

Demgegenüber brächte das FIDLEG für Unternehmen, die sich mittels *Crowdfunding* finanzieren wollen, grundlegend neue Rahmenbedingungen, etwa durch den Vorschlag der Beseitigung der Prospektpflicht für Emissionen innert zwölf Monaten unter CHF 100'000²⁰, durch vorgeschlagene Erleichterungen (Prospektpflicht *light*) für Unternehmen mit geringerem Kapitalbedarf²¹ sowie durch die (im Umfang noch

¹⁸ Vgl. Erläuternder Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements vom 25. Juni 2014 zum FIDLEG und zum FINIG (Erläuternder Bericht), S. 8.

¹⁹ Erläuternder Bericht (Fn. 18), S. 38.

²⁰ Vgl. Art. 38 E-FIDLEG.

²¹ Vgl. Art. 48 E-FIDLEG.

schwer abschätzbare) Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts bei der Anleiheemission.²²

g) Sachlicher Anwendungsbereich: Zusammenfassung und Deckung mit Untersuchungsgegenstand

Für die Bestimmung der für den Betrieb einer Crowdfunding-Plattform einschlägigen Normen muss die Vorfrage beantwortet werden, ob die Plattform eine reine Vermittlung zwischen Investoren und Unternehmensgründern anbietet, wobei Gelder ausschliesslich direkt zwischen diesen beiden Parteien fliessen, oder ob die Plattform Gelder von Investoren zur kurz- oder mittelfristigen Weiterleitung an die Unternehmensgründer, typischerweise während der Laufzeit des Angebots bis zum Erreichen resp. Nichterreichen des Finanzierungsziels, auf eigenen Konten entgegennimmt. Betreibt die Plattform eine reine Informationsvermittlung, so liegt in aller Regel keine bewilligungspflichtige Tätigkeit vor. Nimmt die Plattform hingegen selbst Gelder entgegen, stellen sich die vorgenannten Fragen, die unter Berücksichtigung der Ausgestaltung der Plattform anhand der ausgeführten Kriterien individuell unterschiedlich beantwortet werden müssen. Während eine idealtypische Plattform nicht in den Anwendungsbereich des BankG und des BEHG fallen dürfte, da sie nicht auf eigene Rechnung Unternehmen finanziert und keine Effekten von Unternehmen übernimmt bzw. eine Einrichtung zum gleichzeitigen Austausch von (auch Sekundärmarkt-)Angeboten vorsieht, werden sie immerhin die Pflichten aus der Geldwäschereigesetzgebung treffen, sofern sie durch die Weiterleitung von Geldern als Finanzintermediärin tätig ist.

Komplexer präsentiert sich die Ermittlung der einschlägigen Normen mit Blick auf das Unternehmen, welches sich mittels *Crowdfunding* finanzieren will. Dieses hat bei der Emission von Aktien oder Anleihen jedenfalls die einschlägige Prospektpflicht zu beachten, während die Ausgabe von Darlehen hinsichtlich des Anwendungsbereichs des BankG problematisch ist. Ferner würde die Zwischenschaltung einer reinen Holding, etwa zum Zweck des *Pooling* der Aktionäre, gegebenenfalls die Anwendbarkeit des KAG zur Folge haben. Eine Erleichterung für Unternehmen mit einem Kapitalbedarf von unter CHF 100'000 stellt schliesslich der Entwurf des Finanzdienstleistungsgesetzes in Aussicht, der Emissionen unter diesem Schwellenwert innert zwölf Monaten von der Prospektpflicht befreit.²³

²² Vgl. Art. 58 E-FIDLEG.

²³ S. dazu HUNKELER DANIEL/WOHL GEORG J., E-FIDLEG – höhere Hürden für KMU bei der öffentlichen Kapitalaufnahme?, in: GesKR 2014, S. 484, 492 f.

III. Rückbesinnung auf die Prinzipien des Kapitalmarktrechts

Das Finanzierungsmodell *Crowdfunding* stellt die bisherige Regulierung des (Primär-) Kapitalmarkts vor neue Herausforderungen. Die damit verbundenen technologischen Innovationen wie auch die Absicht, die neuen Sachverhalte zu regulieren, bergen einige Risiken. Diese betreffen die Rechtsverhältnisse Investor–Gründer, Investor–Plattform und Gründer–Plattform. Es stellt sich die Frage, ob die bestehenden, vorgängig dargestellten Regeln ihren Zweck noch erfüllen können oder ob, falls angezeigt unter Berücksichtigung auch neuer Regelungszwecke, Gesetzesänderungen notwendig sind.

Das Kapitalmarktrecht erfüllt eine wesentliche Koordinationsfunktion im Wirtschaftsgefüge.²⁴ Durch Ausgleichung von Ungleichheiten, vorab der Informationsasymmetrie, will es eine effiziente Kapitalallokation gewährleisten. Gleichzeitig dienen Vorschriften zum Schutz des Investors der Funktionsgewährleistung des Kapitalmarkts, indem ein solcher Schutz das Vertrauen des Investors in den Kapitalmarkt erst begründet. Ob die Gesetzgebung *de lege lata* diese Zwecke heute erfüllt, kann vorerst offen bleiben; es sollen im Folgenden zunächst die Chancen und Risiken beleuchtet werden, die *prima facie* mit der steigenden Zahl und Bedeutung von *Crowdfunding*-Finanzierungen einhergehen. Die Gegenüberstellung der Chancen und Risiken (sowie gleich einiger der bestehenden Instrumente zur Risikominderung) einer rechtstatsächlichen Entwicklung informiert eine prinzipiengeleitete Regulierung. Eine Regulierung sollte die Realisierung von Chancen nicht unnötig erschweren oder gar verunmöglichen und gleichzeitig Risiken, soweit angezeigt, eindämmen und minimieren.

1. Eine Beurteilung von Chancen und Risiken als Diskussionsgrundlage

a) Chancen

Crowdfunding ist als Art einer «markt-basierten Finanzierungsmethode» zu sehen, mit anderen Worten besteht ihre Hauptattraktivität idealerweise in der Möglichkeit einer effizienten und effektiven Kapitalaufnahme. Einem jungen Unternehmen erlaubt *Crowdfunding* eine relativ einfache Finanzierung, je nach Ausgestaltung auch ohne dabei grosse Anteile und Mitwirkungsrechte an Investoren abzugeben. *Crowdfunding* füllt deshalb die Lücke, welche ein verringerter Risikoappetit der Banken – jedenfalls im Bereich der Finanzierung junger Unternehmen, die zunächst nicht über

²⁴ Vgl. dazu EFD, Bericht der Expertengruppe Finanzmarktaufsicht zur Erweiterung der prudentiellen Aufsicht (Februar 2005), S. 8 f.

die Möglichkeit verfügen, marktgängige Sicherheiten zu stellen – hinterlässt.²⁵ Durch die breite Streuung der Anteile wird zudem das (ursprünglich hohe) Risiko der Anlage für den Einzelnen minimiert; gleichzeitig kann der Investor durch *Crowdfunding*-Anlagen sein Portfolio diversifizieren. Der Betrieb einer *Crowdfunding*-Plattform ist darüber hinaus relativ kostengünstig, was Transaktionskosten weiter reduziert. Transaktionskosten dürften sich im Übrigen auch aufgrund der Zunahme konkurrierender Plattformen in einem Bereich, der bis anhin nicht allzu viele Wettbewerber kannte, senken. Schliesslich dürften Investoren in der sich rasch weiter entwickelnden *Crowdfunding*-Landschaft zunehmend einfachere Finanzierungswerkzeuge online, rund um die Uhr und gegebenenfalls gar grenzüberschreitend zur Verfügung stehen.

b) Risiken

Gleichzeitig birgt *Crowdfunding* bekannte und unbekanntes Risiken. Bekannten Risiken können die klassischen Instrumente der Kapitalmarktregulierung gegenübergestellt werden.

Im Vordergrund steht das Ausfallrisiko einer *Crowdfunding*-Anlage. Schätzungen zufolge scheitern drei Viertel aller Startups, davon 25 % innerhalb des ersten Jahres, 36 % der Verbleibenden im zweiten Jahr, 44 % der Verbleibenden im dritten Jahr und 50 % der Verbleibenden im vierten Jahr.²⁶ Unabhängig von der Ausgestaltung der *Crowdfunding*-Beteiligung im Detail, dürfte im Fall des Scheiterns eines unterstützten Unternehmens der Investor leer ausgehen. Damit handelt es sich bei Beteiligungen an jungen Unternehmen um sehr risikoreiche Anlagen. Diesen Risiken kann regulatorisch auf verschiedene Weise begegnet werden. Zentral sind entsprechende Publizitätsregeln, die potentiellen Investoren eine umfassende Prüfung der Anlage erlauben. Ferner steht die Pflicht für Plattformbetreiber zur Platzierung von Warnhinweisen, die sich an unerfahrene Anleger richteten, als relativ mildes Mittel zur Diskussion. Weiter gehen Vorschläge wie etwa die Pflicht für Plattformbetreiber, Fonds einzurichten, um Ausfallschäden der Investoren zu decken, oder die betragsmässige Limitierung von *Crowdfunding*-Anlagen auf der Grundlage der Solvenz des Investors.

Die Risiken im Zusammenhang mit der Abwicklung einer Plattform sind überschaubar, solange diese nur als Vermittlerin tätig ist und keine weiterführenden Finanzdienstleistungen erbringt.²⁷ Die Einführung einer Pflicht zur Vorlage eines Plans für den Fall

²⁵ Vgl. CECCHETTI STEPHEN G/KHARROUBI ENISSE, Why does financial sector growth crowd out real economic growth?, BIS Working Papers No 490, February 2015.

²⁶ Nach Schätzungen von GHOSH SHIKHAR (Harvard Business School), <<http://mashable.com/2014/01/30/startup-success-infographic/>>.

²⁷ Diese Fragestellung stellt sich indes dringender etwa bei *peer-to-peer*-Kreditvergabeplattformen.

der Zahlungsunfähigkeit scheint jedenfalls nicht angezeigt; ferner sind auch keine Gründe ersichtlich, die eine organisierte Selbstregulierung der Plattformen nahelegen. Als weitere potentielle Risiken sind zu erwähnen: das Vorkommen betrügerischer Projekte mit der Absicht, Gelder zu erhalten ohne ein eigentliches oder ein anderes als das deklarierte unternehmerische Ziel erreichen zu wollen, eine geringe Liquidität des Sekundärmarkts, das Risiko von Cyber-Attacken.

2. Das Anliegen von *Crowdfunding* den Tendenzen in Finanz- und Kapitalmarktpolitik gegenübergestellt

Auf europäischer Ebene führen die Revisionen oder Neuauflagen der diversen finanzmarktrechtlichen Richtlinien zu einer wesentlichen Ausweitung des Geltungsbereichs des Aufsichtsrechts. Insbesondere mit Blick auf die beinahe umfassende Unterstellung aller Finanzdienstleister unter die Aufsicht, die Einführung neuer, weiterer Verhaltenspflichten für die Dienstleister und Anforderungen im Zusammenhang mit der Prospektspflicht lässt sich eine starke Gewichtung des Schutzkonzeptes zugunsten des einzelnen Anlegers erkennen. Diese europäische Tendenz strahlt bekanntlich durch die vorgesehene Umgestaltung der Finanzmarktgesetzgebung mit den Entwürfen für ein Finanzdienstleistungsgesetz, ein Finanzinstitutsgesetz und ein Finanzmarktinfrastrukturgesetz auch in die Schweiz ab. Der Bundesrat hebt im Gesetzgebungsprozess den ungenügenden Kundenschutz im geltenden Recht einerseits und die Notwendigkeit der Konformität mit den internationalen regulatorischen Rahmenbedingungen zum Zweck des Marktzugangs andererseits hervor.²⁸

Der *Equity Crowdfunding*-Markt in der Schweiz ist klein verglichen mit dem traditionellen Kapitalmarkt; die Erwartung eines starken Wachstums in Zahl und Volumen der *Crowdfunding*-Finanzierungen, schürt allerdings das Regulierungsfeuer. Der heute in der Finanzmarktgesetzgebung im Nachgang an die Finanzkrise tendenziell überhand gewinnende Schutzgedanke bedingt eine weitgehende Aufsicht der Marktteilnehmer. Vor diesem Hintergrund müssen die zahlreichen Reformvorschläge gesehen werden. Es gibt allerdings heute keine Gründe, im *Crowdfunding* als Finanzierungsmethode eine (weitere) Bedrohung für das Funktionieren der Finanzmärkte oder den Schutz der Anleger zu begreifen. Vielmehr lässt sich *Crowdfunding*, das sich idealtypisch durch eine breite Streuung von Information, Kapital und Risiko auszeichnet, gerade als nicht-regulatorische Antwort auf die realen (Finanzierungs-)Bedürfnisse kleinerer und junger Unternehmen betrachten, die keine angemessenen Sicherheiten für Bankdarlehen stellen können.

²⁸ Erläuternder Bericht (Fn. 18), S. 8 ff.; Regulierungsfolgenabschätzung zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG und zum Finanzinstitutsgesetz FINIG, S. 6 f.

Der Zugang für junge Unternehmen zu einer Finanzierung durch Bankkredite ist beschränkt, gleichzeitig verhindern hohe Kosten oft auch einen direkten Zugang zum Kapitalmarkt (*funding gap*).²⁹ Das *Crowdfunding* kann in dieser Hinsicht eine wichtige Koordinationsfunktion übernehmen, die bisher Banken vorbehalten war. Dies kann zu einer Stärkung des Wettbewerbs führen und gleichzeitig zu einer Stabilisierung des Systems insgesamt beitragen.

In das heute gültige schweizerische Regelwerk ist *Crowdfunding* aber nicht zu fassen. Mit Blick auf erste Regulierungsbestrebungen lassen sich weltweit grob vier Tendenzen identifizieren, die auf eine (Nicht-)Regulierung von *Crowdfunding*-Plattformen abzielen: (1) Qualifikation als Intermediär; (2) Qualifikation als bankenähnliches Unternehmen; (3) Verbot von *Crowdfunding* in der hier beschriebenen Art; (4) Ausnahmeklausel für Plattformen bzw. Nichtregulierung. Im Einzelnen spielen dabei die Regulatoren auf der klassischen Klaviatur: Prospektpflicht, Pflicht der Plattformen zur Prüfung der Projekte; Prüfung der Angemessenheit eines Investments für den einzelnen Investor; Obergrenze für Investitionen; Lockerung des Bankenmonopols und weitere Ausnahmetatbestände im bestehenden Regulierungsrahmen. Aus diesem Katalog dürfte sich auch der Schweizer Gesetzgeber bedienen wollen. Dabei gilt es aber, für die schweizerischen Gegebenheiten passende und zielführende Massnahmen zu ergreifen, um für die Weiterentwicklung des *Crowdfunding* einen verlässlichen rechtlichen Rahmen zu schaffen. Im Vordergrund muss bei der Regulierung von *Crowdfunding* das Verhältnis zwischen Investor und kapitalsuchendem Unternehmen stehen und nicht der Intermediär, der letztlich im Idealfall eine schlichte Koordinationsfunktion ohne Finanzdienstleistung im engeren Sinn erfüllt. Das Verhältnis zwischen Investor und Unternehmen unterscheidet sich beim *Crowdfunding* insbesondere darin von der traditionellen Kapitalaufnahme, dass sich eine Vielzahl von Investoren mit vergleichsweise geringeren Beträgen am kapitalsuchenden Unternehmen beteiligen. Die dadurch bereits erwirkte Streuung des Risikos wirkt sich auf die Schutzbedürftigkeit des individuellen Investors aus. Dabei setzt eine möglichst hohe Allokationseffizienz Risikotransparenz voraus, nicht aber Risikominimierung oder -eliminierung.

In der Konsequenz muss sich die Regulierung des *Crowdfunding* vorwiegend auf Publizitätsnormen beschränken, jedenfalls soweit die Informationseffizienz durch Publizitätsanforderungen gesteigert werden kann. Eine solche Regulierung ist denn auch dort nicht innovationsfeindlich, wo die Informationsproduktion mit relativ ge-

²⁹ Vgl. dazu SECO, Studie zur Finanzierung der KMU in der Schweiz, Januar 2013, S. 23 f., abrufbar unter <<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/29349.pdf>> und BANERJEE RYAN, SMEs, financial constraints and growth, BIS Working Papers No 475, Dezember 2014.

ringen Kosten verbunden ist. Damit werden Transaktionshindernisse minimiert und die operationelle Effizienz gesteigert. Die Senkung der Transaktionskosten steht in der Folge nicht länger im Widerspruch zur Steigerung der allokativen Effizienz.

Im Einzelnen ist eine Angleichung der Primärkapitalmarktregulierung an internationale Standards grundsätzlich zu begrüßen. Allerdings muss hinsichtlich der Unterstellung von *Crowdfunding* unter die Prospektpflichten Augenmass bewahrt und die Besonderheiten der Privatplatzierung – durch entsprechende Ausnahmen – angemessen berücksichtigt werden. Darüber hinaus dient das Kapitalmarktrecht, zumindest das einer schweizerischen Prägung, nicht der Verwirklichung sozialpolitischer Ziele. Die Durchsetzung des Anlegerschutzes, d.h. von Gläubigerrechten, soll in erster Linie mittels Privatrecht erfolgen.³⁰

Mit Blick auf die Anforderungen an Publizitätspflichten stellt sich die Frage nach dem anzuwendenden Standard, durch den sowohl eine genügende Information der Investoren wie auch die Schaffung und Erhaltung des Vertrauens der Investoren in die Stabilität und Integrität des Finanzierungsmodells *Crowdfunding* erreicht werden kann. Eine Möglichkeit bestünde in der Ausgestaltung der Informationspflichten nach Massgabe der Höhe einer Anlage. Dafür kann die sog. Prospektpflicht *light* im Entwurf des FIDLEG zumindest eine Diskussionsgrundlage bilden.

3. Schlussfolgerungen

Die geplante Neuregelung der Finanz- und Kapitalmarktregulierung setzt das Schutzkonzept in den Vordergrund. Dabei handelt es sich nicht um eine allein schweizerische, sondern um eine internationale Tendenz. Die damit verbundene Ausweitung der Aufsicht über sämtliche Marktteilnehmer, verbunden mit der geplanten Einführung einer Vielzahl neuer Pflichten für Finanzdienstleister soll in erster Linie den Schutz der Anleger und Kunden bezwecken. Der Funktionsschutz und die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzsystems – die weiteren in Art. 5 FINMAG verbrieften Ziele der Finanzmarktregulierung – drohen mit dem Schutzgedanken in ein Ungleichgewicht zu fallen. Die Zunahme einer Regulierung in diese Richtung stärkt die etablierten, grossen Akteure auf dem Finanz- und Kapitalmarkt. Der Einstieg in den Wettbewerb für innovative Dienstleister wird dadurch erschwert. Gleichzeitig bleibt ein ausgewiesenes Bedürfnis kleiner und mittlerer Unternehmen unbefriedigt, wodurch sich das Risiko einer Destabilisierung des Finanzsystems schliesslich erhöht.

³⁰ Zu den Enforcement-Instrumenten in der prinzipienbasierten Regulierung der Aufsicht: WEBER ROLF H., Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung, in: SZW 2014, S. 577 ff.

Technologischer Fortschritt stellt die Politik vor die Herausforderung neuer Sachverhalte. Darauf reagiert der Gesetzgeber in einiger Regelmässigkeit mit einem Legiferierungsreflex, in dem das eigentliche Regulierungsanliegen untergeht.³¹ Von der grassierenden Regulierungstendenz ist das *Crowdfunding* potenziell erheblich betroffen. So dürfte die Unterstellung von *Crowdfunding*-Plattformen letztlich dazu führen, dass sich diese Finanzierungsform kaum je durchsetzen können wird. Ein Ziel der Regulierung, gerade im Lichte sich erschwerender wirtschaftlicher Umstände, muss es sein, den Zugang zu Finanzierungsquellen möglichst breit zu öffnen, um eine möglichst effiziente Kapitalallokation zu gewährleisten. In dieser Hinsicht löst *Crowdfunding* in erster Linie ein Koordinationsproblem, das sich heute durch die Dominanz der Banken in der Finanzierungsindustrie stellt. Der Erfolg von *Crowdfunding*-Plattformen wird sich dann daran messen, ob es gelingt, Investoren und Gründer auf eine effiziente Weise zusammenzubringen und, wohl längerfristig, ob der Markt das kritische Volumen zur Bildung eines Sekundärmarkts erreichen kann.

Nach dem Gesagten muss die Innovationsförderung als Regelungsziel der Finanz- und Kapitalmarktregulierung verstanden werden. Mit einem Blick noch weiter in die Zukunft dürfte sich dann die Frage stellen, inwieweit durch die Entwicklung neuer Technologien die traditionellen Intermediäre zunehmend aus den Transaktionen herausfallen. Als Resultat einer stets breiteren und tieferen Information der Anleger ist es absehbar, dass das Ungleichgewicht zwischen Anleger und Marktintermediär abnehmen bzw. mit dem Verschwinden des Intermediärs gleich ganz wegfallen wird. Neben einer allfälligen Notwendigkeit eines Überdenkens der *ratio legis* des Kapitalmarktrechts aufgrund neuer technologischer Entwicklungen, dürften Innovationen in die gleiche Richtung – aber über *Crowdfunding*-Plattformen hinaus – deshalb längerfristig den Gesetzgeber vor die Herausforderung stellen, dass traditionelle Regelungsadressaten auch im Kapitalmarkt verschwinden und auch hier, wenn auch nur, aber immerhin in Nischen, sich das *peer-to-peer*-Modell durchsetzt (bei gleichzeitiger Überwindung jeglicher territorialer Einschränkungen).

Die Entwicklung des *Crowdfunding* ist nicht auf technologische Innovationen allein zurückzuführen, sondern muss auch als Ausdruck der Bedürfnisse sowohl von kapitalsuchenden Unternehmen wie auch von potenziellen Investoren gesehen werden: dem Bedürfnis eines möglichst vereinfachten Kapitalaufnahme einerseits und dem Bedürfnis eines möglichst breiten Zugangs zu Investitionsmodellen andererseits.

³¹ Vgl. dazu NOBEL PETER, Was heisst «Überregulierung»? , in: SZW 2014, S. 589 ff.