



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Dieter Gericke

Private Equity V

Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition –
Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im
Ökosystem Private Equity



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Dieter Gericke

Private Equity V

Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition –
Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im
Ökosystem Private Equity

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

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

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2016
ISBN 978-3-7255-7569-5

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Wie wird Schweizer Private Equity Management exportfähig?	7
<i>Felix Haldner, Rechtsanwalt, Mitglied der Geschäftsleitung der Partners Group AG, Zug, Präsident SFAMA, Swiss Funds and Asset Management Association</i>	
Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel – Eine rechtliche Analyse alternativer Wege	19
<i>Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, Rechtsanwalt, LL.M., Lehrstuhl für Privat- und Wirtschaftsrecht, Universität Zürich, und Kaspar Projer, M.A. HSG in Law and Economics, Rechtsanwalt, Assistent am Lehrstuhl für Privat- und Wirtschaftsrecht, Universität Zürich</i>	
Das steuerliche Umfeld für Private Equity-Anlagen, -Manager, -Investitionen und -Realisierungen	77
<i>Stefan Oesterhelt, Rechtsanwalt, LL.M., dipl. Steuerexperte, Partner bei Homburger, Zürich</i>	
Aktienrechtsreform und Private Equity – Relevante Neuerungen und Lücken	103
<i>Dr. Dieter Gericke, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger, Zürich</i>	
Legal Due Diligence in Venture Capital-Transaktionen	141
<i>Dr. Christian Wenger, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Wenger & Vieli AG, Zürich, und Pascal Honold, Rechtsanwalt, LL.M., Wenger & Vieli AG, Zürich</i>	
Offenlegungspflichten nach GAFI und Private Equity – Wie, wer, was oder die Quadratur des Kreises	183
<i>Martin Frey, Fürsprecher, LL.M., dipl. Steuerexperte, Partner bei Baker & McKenzie, Zürich, und Timo Leis, Rechtsanwalt, Associate bei Baker & McKenzie, Zürich</i>	

Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel – Eine rechtliche Analyse alternativer Wege

Hans Caspar von der Crone/Kaspar Projer

Inhalt

I.	Einleitung	20
II.	Systematisierung.....	23
III.	Crowdfunding.....	23
	1. Systematisierung.....	23
	2. Charakteristik.....	26
	3. Anbieter	27
	4. Marktstruktur	28
	5. Gesellschafts- und aufsichtsrechtlicher Rahmen.....	29
	a) Überblick.....	29
	b) Prospektpflicht nach Art. 652a OR	31
	c) Prospektpflicht nach Art. 37 E-FIDLEG.....	32
	d) Kollektivanlagengesetz	36
	e) Geldwäschereigesetz	38
	f) BEHG.....	39
	g) BankG	41
	h) FinfraG	43
	6. Ergebnis	44
IV.	OTC.....	46
	1. Begriff.....	46
	2. Zweck	47
	3. Parteien des OTC-Handels.....	49
	a) Plattformen	49
	b) Emittenten	50
	c) Handelsteilnehmer.....	51
	4. Funktionsweise	52
	5. Voraussetzungen für das OTC-Listing.....	53
	6. Regulatorische Erfassung der OTC-Plattform	54
	a) FinfraG	54
	aa) Begriffe.....	54

bb) Bewilligungserteilung zum Betrieb	56
cc) Subsumtion der OTC-Plattformen	57
dd) Folgen der Unterstellung	59
ee) Ergebnis	60
b) E-FIDLEG	61
c) E-FINIG	63
7. Ergebnis	63
V. Synthese	64
1. Chancen und Grenzen des Crowdinvestings	64
a) Abgrenzung zur Privat-Equity-Finanzierung	64
b) Crowdfunding als Finanzierungsform	66
c) Ergebnis	68
2. Chancen und Grenzen des OTC-Handels	69
a) Abgrenzung	69
b) Geringe Liquidität als Grenze des OTC-Markts	69
c) Eignung als Primär- und Sekundärmarkt	70
d) Massnahmen zur Erhöhung der Attraktivität des OTC-Markts	72
e) Ergebnis	75
VI. Schlussbemerkungen	75

I. Einleitung

Für Unternehmen in der Frühphase ihrer Unternehmensentwicklung gestaltet sich der Zugang zu Risikokapital oftmals schwierig. Dies betrifft insbesondere kleine und mittlere Unternehmen (KMU).¹ Gerade Unternehmen, die sich noch in der Phase *vor* der Gründung einer Gesellschaft befinden („Seed Stage“²), bekunden nicht selten Mühe, das benötigte Kapital zu akquirieren.³ Da das Risiko einer Investition in der Seed Stage besonders hoch ist, sehen Banken und teilweise auch Venture-Capital-Fonds⁴ regelmässig von einer

¹ HETTICH PETER, Finanzierungsquellen für KMU im Zeitalter von Crowdfunding, GesKR 2013, 386 ff., 389.

² Zum Begriff siehe FRICK JÜRGEN, Private Equity im Schweizer Recht, Diss. Zürich 2009, 32.

³ HETTICH (FN 1), 389 f.

⁴ Dazu unten, V.1.a).

Beteiligung ab. Den betroffenen Unternehmen steht als Finanzierungsmöglichkeit deshalb vielfach nur Kapital von Familien, Freunden oder sog. Business Angels offen.⁵ In diesem Kontext stellt sich die Frage, inwieweit *Crowdfunding* in einer frühen Unternehmensphase als Alternative zu anderen Finanzierungsquellen dienen kann. Crowdfunding wird nachfolgend in III. thematisiert.

In einer späteren Phase des Unternehmenszyklus bereitet die (Fremd-)Kapitalaufnahme weniger Mühe.⁶ Stattdessen rückt die Möglichkeit zum Exit in den Vordergrund. Unternehmensfinanzierung und Exit sind dabei untrennbar miteinander verbunden: Ein Kapitalgeber ist nur zu einer Investition bereit, wenn zu einem späteren Zeitpunkt die Möglichkeit zur Veräußerung der Beteiligung besteht. Handelt es sich bei der Gesellschaft um eine Publikumsgesellschaft, erfolgt der Exit der Aktien durch börsliche Veräußerung. Andernfalls wird die Beteiligung mittels privaten Handels veräußert. Als dritte Option, quasi als Mittelweg, ist die Teilnahme am organisierten, ausserbörslichen Handel („*OTC-Handel*“⁷) denkbar. Diese wird nachfolgend in IV. behandelt.

Die Schwierigkeit von KMUs, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren, und die damit verbundene Abhängigkeit von Bankkrediten wurden auch von der Europäischen Union erkannt. Seitens der EU werden die Erschwernisse beim Finanzierungszugang als eines der Haupthindernisse für das Wachstum von KMUs identifiziert.⁸ Unter dem Titel „KMU-Wachstumsmärkte“ diskutiert die EU deshalb verschiedene Massnahmen, um den Zugang von KMUs zu den Kapitalmärkten zu verbessern.

Die von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen regulatorischen Änderungen zielen darauf ab, die Sichtbarkeit der KMU-Märkte zu erhöhen

⁵ Vgl. Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Risikokapital in der Schweiz, Bern 2012, 26.

⁶ Staatssekretariat für Wirtschaft SECO (FN 5), 26.

⁷ Zum Begriff siehe unten, IV.1.

⁸ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an den Rat, das Europäische Parlament, den Ausschuss der Regionen und den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, Aktionsplan zur Verbesserung des Finanzierungszugangs für KMU, KOM (2011) 870 vom 7. Dezember 2011, 1.

und die Kosten und regulatorischen Belastungen von KMUs unter Wahrung des Anlegerschutzes zu senken.⁹ Zu diesem Zweck eröffnet Art. 33 MiFID II¹⁰ für multilaterale Handelssysteme („Multilateral Trading Facility“, MTF)¹¹ im Rahmen der MiFID II die Möglichkeit, sich als *KMU-Wachstumsmarkt* zu registrieren. Dadurch soll diesen Märkten ermöglicht werden, Investoren anzuziehen und eine höhere Liquidität zu erreichen.¹² Weitere Massnahmen richten sich direkt gegen Zugangsschranken zu Finanzmärkten. In diesem Kontext wird die Prospektspflicht als potenzielles Hindernis thematisiert. Ein von der Europäischen Kommission vorgebrachter Vorschlag besteht darin, die geltende europäische Prospekttrichtlinie¹³ zu überarbeiten (Straffung des Genehmigungsverfahrens, Vereinfachung des Prospekts), damit Firmen einfacher Kapital aufnehmen können.¹⁴ Andere Massnahmen sollen die Verfügbarkeit von *Kreditinformationen* über KMUs verbessern, um Anlegern zu erleichtern, in diese zu investieren.¹⁵ Schliesslich soll ein Dachfonds im Rahmen des EU-Beteiligungsfinanzierungsinstruments unmittelbar Risikokapital für Investitionen bereitstellen.¹⁶

⁹ Europäische Kommission (FN 8), 5 f.

¹⁰ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABI L 173 vom 12. Juni 2014, 349 ff.

¹¹ Das FinfraG orientiert sich hinsichtlich der Benennung und Abgrenzung der Finanzmarktinfrastrukturen an der Terminologie und der Dreiteilung der MiFID II, vgl. Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483 ff., 7529. Der Begriff des multilateralen Handelssystems wird auch vom FinfraG verwendet (Art. 26 lit. c FinfraG), siehe unten, IV.6.a)aa).

¹² Europäische Kommission (FN 8), 6.

¹³ Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, ABI L 345 vom 31. Dezember 2003, 64 ff.

¹⁴ Europäische Kommission, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, KOM (2015) 63 vom 18. Februar 2015, 2 f., 11.

¹⁵ Europäische Kommission (FN 14), 11; Europäische Kommission (FN 8), 5 ff.

¹⁶ Europäische Kommission (FN 8), 12.

II. Systematisierung

Die vorliegende Publikation fokussiert sich auf Formen des Kapitalmarktzugangs. Im Vordergrund stehen das Crowdfunding und der OTC-Handel. Diese beiden Konzepte werden der Private-Equity-Finanzierung und dem börslichen Handel gegenübergestellt. Ausgehend vom Titel dieser Publikation wird die Frage diskutiert, inwieweit die thematisierten Finanzierungsmöglichkeiten eine Alternative zueinander darstellen. In systematischer Hinsicht erfolgt eine Untersuchung des Crowdfundings und des OTC-Handels hinsichtlich ihrer Eignung als *Primär-* und *Sekundärmarkt*.¹⁷ Die Publikation konzentriert sich dabei ausschliesslich auf die Finanzierung von Unternehmen durch Aufnahme von *Eigenkapital*.

III. Crowdfunding

1. Systematisierung

Crowdfunding (oder „Schwarmfinanzierung“) ist ein Oberbegriff für alternative Formen der Finanzierung.¹⁸ Das Konzept basiert auf der Grundidee, dass die Finanzierung eines Projekts über eine Vielzahl von grösstenteils unbekanntenen Personen („Crowd“) erfolgt, wobei die einzelnen Geldgeber im Verhältnis zum Gesamtbetrag nur einen kleinen Anteil beisteuern.¹⁹ In der Regel

¹⁷ Unter *Primärmarkt* wird derjenige Markt verstanden, auf dem Kapitalmarktpapiere erstmals emittiert werden, als *Sekundärmarkt* gilt jener Markt, auf dem die bereits emittierten Papiere börslich oder ausserbörslich gehandelt werden; vgl. statt vieler EMCH URS/RENZ HUGO/ARPAGAU RETO, Das schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl., Zürich 2011, Rz 1976, 1980 ff., 2152 ff.

¹⁸ Zur nachfolgenden Terminologie vgl. insbesondere BAUMANN SIMONE, Crowdfunding im Finanzmarktrecht, Diss. Zürich/St. Gallen 2014, 12 ff.; DIETRICH ANDREAS/AMREIN SIMON, Crowdfunding Monitoring Schweiz 2015, Zug 2015, 5 ff. Zu einem Überblick über die Funktionsweise des Crowdfundings vgl. KUNZ PETER V., Crowdfunding, Jusletter, 25. August 2014, R 11 ff.

¹⁹ Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015, 8901 ff., 8944; HETTICH (FN 1), 386; ESSEBIER JANA/AUF DER MAUR ROLF, Fidleg als Chance für die Schweiz als Crowd-

werden die Geldgeber über eine Crowdfunding-Plattform im Internet und unter Umgehung etablierter Finanzintermediäre mobilisiert.²⁰ Beim Crowdfunding agiert die internetbasierte Plattform als Intermediärin zwischen Geldgebern einerseits und Geldempfängern andererseits.²¹

Für die geleisteten finanziellen Beiträge erhalten die Geldgeber im Gegenzug eine irgendwie geartete Gegenleistung.²² Ausgehend von dieser Gegenleistung lassen sich verschiedene Erscheinungsformen des Crowdfundings voneinander abgrenzen.²³ Unter *Crowddonating* oder *Donation-based-Crowdfunding*²⁴ wird das Sammeln von Geld für einen ideellen oder karitativen Zweck verstanden. Bei diesem Modell erhält der Geldgeber keine Gegenleistung, sondern seine Unterstützung erfolgt als Spende.²⁵ Beim *Crowdsupporting*, in der Literatur auch *Reward-based-Crowdfunding*²⁶ oder *Crowdfunding i.e.S.*²⁷ bezeichnet, erhält der Geldgeber im Austausch für seinen

funding-Standort, Jusletter, 28. September 2015, R 1; KUNZ (FN 18), R 6 ff.; SCHNEUWLY ANDREAS, Crowdfunding aus rechtlicher Sicht, AJP 2014, 1610 ff., 1610 f.; ferner Competence Center Crowdsourcing der Universität St. Gallen, Crowdfunding-Studie 2013/2014, Berlin 2013, 10.

²⁰ HETTICH (FN 1), 386. Seit Neustem betreibt nun auch die Basellandschaftliche Kantonalbank eine Plattform für Crowdfunding, vgl. <www.miteinander-erfolgreich.ch>. Die Bank agiert dabei jedoch nicht als Finanzintermediärin im eigentlichen Sinn, sondern lediglich als Betreiberin der Plattform. Die Finanzierung der angebotenen Projekte erfolgt damit direkt von den Investoren zu den Geldnehmern; vgl. dazu ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 8. Auch die Raiffeisenbank Niederhelfenschwil betreibt mit <<http://www.gemeinsam-unterwegs.ch>> eine Crowdfunding-Plattform.

²¹ Vgl. dazu KUNZ (FN 18), R 8, wonach ohne Internet kein Crowdfunding besteht. A.M. ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 2, denen zufolge Crowdfunding auch schon vor den Zeiten des Internets existiert hat.

²² BAUMANN (FN 18), 9.

²³ Zur Einteilung der Crowdfunding-Typen anhand der Motive „Hedonismus“, „Altruismus“ und „Gewinnorientierung“ vgl. Competence Center Crowdsourcing der Universität St. Gallen (FN 19), 13 ff.

²⁴ KUNZ (FN 18), R 10.

²⁵ BAUMANN (FN 18), 14, zufolge ist dieses Modell dem Spendenaufruf von NGOs und Hilfswerken ähnlich.

²⁶ KUNZ (FN 18), R 10.

²⁷ BAUMANN (FN 18), 12.

Beitrag eine in der Regel einmalige Leistung ideeller Natur oder von geringem monetären Wert, bspw. eine Danksagung oder einen Theatereintritt.²⁸ Crowdsupporting ist oftmals im kreativen und kulturellen Bereich oder im Zusammenhang mit Sportprojekten²⁹ anzutreffen. Teilweise wird auch das angestrebte Endprodukt (bspw. ein Musikalbum, ein neu entwickeltes Computerspiel oder ein neues Produkt) als Gegenleistung für die Unterstützung angeboten.³⁰ Als *Crowdlending*³¹ gilt die Darlehensgewährung von mehreren Privatpersonen an eine andere Privatperson via Vermittlungsplattform.³² Die geschuldete Gegenleistung besteht dabei in der Rückzahlung des überlassenen Kapitals und dessen Verzinsung.³³ Crowdlending ist Finanzierung mittels Fremdkapital.³⁴ Gegenüber konventionellen Bankdarlehen besteht der Vorteil des Crowdlendings darin, dass aufgrund der Umgehung herkömmlicher Finanzintermediäre attraktivere Konditionen gewährt werden.³⁵ Beim *Crowdinvesting* oder Equity-based-Crowdfunding³⁶ besteht die Gegenleistung für das investierte Kapital schliesslich aus Beteiligungsrechten und – gegebenenfalls – aus einer Beteiligung am Erfolg der bestehenden oder zu gründenden Gesellschaft.³⁷

²⁸ BBI 2015, 8945; DIETRICH/AMREIN (FN 18), 7; BAUMANN (FN 18), 12.

²⁹ Z.B. kann die Plattform <<http://www.ibelieveinyou.ch>> erwähnt werden, die sich auf die Finanzierung von Sportprojekten spezialisiert hat.

³⁰ Diesfalls kann auch von einem Vorfinanzierungs- oder Investitionsmodell gesprochen werden, vgl. HETTICH (FN 1), 392; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 3.

³¹ Oder Lending-based-Crowdfunding, vgl. KUNZ (FN 18), R 10.

³² BAUMANN (FN 18), 13.

³³ SCHNEUWLY (FN 19), 1610 f.; BBI 2015, 8945.

³⁴ DIETRICH/AMREIN (FN 18), 7.

³⁵ BAUMANN (FN 18), 13.

³⁶ KUNZ (FN 18), R 10.

³⁷ Bei der Investition in eine neue Gesellschaft handelt es sich regelmässig um eine Risikokapitalanlage, siehe BAUMANN (FN 18), 9 m.w.H. Auf Crowdinvesting spezialisierte Plattformen weisen auf diesen Umstand explizit hin: Bei Companisto bspw. findet sich auf der Startseite der Hinweis, dass der Erwerb einer Vermögensanlage mit erheblichen Risiken verbunden sei und zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen können, <<https://www.companisto.com/de/>>.

Gegenstand der vorliegenden Publikation ist der Vergleich verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten durch Eigenkapital und grundsätzlich ausserhalb altruistischer Motive.³⁸ Der primäre Fokus der Untersuchung wird nachfolgend deshalb auf das Crowdfunding gelegt.³⁹

2. Charakteristik

Crowdfunding ist eine Form der Gesellschaftsfinanzierung, bei der die Investoren dem Emittenten Eigenkapital oder eine eigenkapitalähnliche hybride Form⁴⁰ zur Verfügung stellen.⁴¹ Damit kann Crowdfunding unzweideutig dem Primärmarkt zugeordnet werden. Zum jetzigen Zeitpunkt ist ein liquider Sekundärmarkt für Crowdfunding-Anteile erst am Entstehen.⁴²

Crowdfunding erfolgt in der Regel mittels Emission von Aktien, teilweise auch mit partiarischen Darlehen.⁴³ Bei der ersten Finanzierungsform sind zwei Unterarten denkbar: Erstens Crowdfunding im Rahmen der Gesellschaftsgründung, wobei die Investoren in den Gründungsprozess einbezogen werden. Zweitens Crowdfunding durch Ausgabe neuer Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung einer bereits bestehenden AG. Aufgrund der Formvorschriften beim Gründungsakt⁴⁴ fällt die erste Möglichkeit ausser Betracht.⁴⁵ Dass Crowdfunding-Investoren bei Kapitalerhöhungen direkt beteiligt sind, erscheint aus formellen Gründen ebenfalls nicht als wahrschein-

³⁸ Siehe oben, II.

³⁹ Vgl. jedoch unten, V.1.a), wonach auch Crowdfunding einer in der Literatur geäusserten Ansicht zufolge regelmässig eine altruistische Komponente beinhaltet.

⁴⁰ BAUMANN (FN 18), 9.

⁴¹ BBI 2015, 8946; SPACEK DIRK, Online-Crowdfunding, sic! 2013, 277 ff., 278 f.; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 3; SCHNEUWLY (FN 19), 1611; GRIEDER STEFAN/ESSEBIER JANA, Diskussionspapier Risikokapital in der Schweiz, Teil A: Crowdfunding in der Schweiz, Bern 2013, 2.

⁴² BAUMANN (FN 18), 174; BÜHLER SIMON, OTC-Handel mit nichtkotierten Aktien, Diss. Zürich (erscheint voraussichtlich 2016), 64.

⁴³ BAUMANN (FN 18), 117 ff., 187 ff.; KUNZ (FN 18), R 26 ff.; BÜHLER (FN 42), 65.

⁴⁴ Vgl. Art. 629 f. OR und Art. 43 f. HRegV.

⁴⁵ HETTICH (FN 1), 393; BAUMANN (FN 18), 118.

lich. In der Praxis dürfte deshalb regelmässig eine Form der Festübernahme vorliegen.

Crowdinvesting gelangt primär bei Gesellschaften zur Anwendung, die sich in einer frühen Phase ihres Unternehmenszyklus befinden. Start-ups⁴⁶ und junge Unternehmen haben aufgrund der Unklarheiten hinsichtlich ihres zukünftigen Geschäftsgangs regelmässig Probleme, ihren Kapitalbedarf mittels Bankkrediten decken zu können. Crowdinvesting kann in einer Frühphase dazu dienen, der Gesellschaft das benötigte Kapital zuzuführen.⁴⁷ Voraussetzung hierfür ist eine innovative Geschäftsidee oder ein innovatives Geschäftsmodell, die auf der Crowdinvesting-Plattform eine Resonanz im Publikum auslösen. Wie BAUMANN ausführt, eignet sich Crowdinvesting als Finanzierungsform aufgrund der Sammelfrist von zwei bis drei Monaten nicht für Gesellschaften, die sich in akuten Liquiditätskrisen befinden. Crowdinvesting ist demgegenüber für solche Gesellschaften interessant, die die Gründungsphase bereits abgeschlossen, einen Businessplan ausgearbeitet haben und die finanziellen Mittel in einem Zeithorizont von sechs Monaten benötigen.⁴⁸

3. Anbieter

Gemäss einer Studie der Hochschule Luzern sind im Jahr 2015 (Stichtag April) in der Schweiz insgesamt 30 Crowdfunding-Plattformen mit einer Niederlassung präsent.⁴⁹ Am häufigsten sind Plattformen, die im Bereich des Crowddonatings und Crowdsupportings tätig sind. Dazu zählen bspw. 100-days⁵⁰, Fairfundr⁵¹ oder DonoBot⁵². Im Bereich des Crowdlendings sind

⁴⁶ Zur Start-up-Stage vgl. FRICK (FN 2), 32.

⁴⁷ BAUMANN (FN 18), 33; BÜHLER (FN 42), 65 m.w.H.

⁴⁸ BAUMANN (FN 18), 34.

⁴⁹ DIETRICH/AMREIN (FN 18), 9.

⁵⁰ <<http://www.100-days.net>>.

⁵¹ <<https://www.fairfundr.com>>.

⁵² <<https://donobot.wordpress.com>>.

unter anderem die Plattformen Cashare⁵³ und CreditGate24⁵⁴ aktiv. Beispiele für Crowdfunding-Plattformen mit Niederlassung in der Schweiz sind Bee Invested⁵⁵, c-crowd⁵⁶ oder swiss-crowd^{57, 58}.

Auf dem Schweizer Markt sind sodann auch international ausgerichtete Plattformen ohne eigene Niederlassung aktiv. Als Beispiele hierfür können die bedeutenden internationalen Plattformen Indiegogo⁵⁹ und Kickstarter⁶⁰ genannt werden.

4. Markstruktur

Trotz zahlreicher aktiver Crowdfunding-Plattformen ist das Gesamtvolumen des Schweizer Markts im Vergleich mit ausländischen Crowdfunding-Initiativen⁶¹ noch immer sehr überschaubar. Im Jahr 2014 wurden in der Schweiz insgesamt CHF 15.8 Mio. für 1'078 Projekte vermittelt.⁶² Nichtsdestotrotz lässt sich in der Schweiz ein starkes Marktwachstum konstatieren. Zwischen 2011 und 2014 hat sich das Volumen mehr als verfünffacht. Allein zwischen

⁵³ <<https://www.cashare.ch/de>>, nach eigener Deklaration die „erste und grösste Crowdfunding Plattform der Schweiz“.

⁵⁴ <<https://www.creditgate24.com>>.

⁵⁵ <<https://www.beeinvested.ch>>.

⁵⁶ <<http://www.c-crowd.com/de/home>>.

⁵⁷ <<http://www.swiss-crowd.ch/en>>.

⁵⁸ Vgl. zum Gesamten auch Kunz (FN 18), R 18 f.; GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 2 ff.; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 5 ff.; AUF DER MAUR ROLF/ESSEBIER JANA, Schwarmfinanzierung ohne Schwarm, NZZ online vom 4. August 2015, <<http://www.nzz.ch/meinung/kommentare/schwarmfinanzierung-ohne-schwarm-1.18589782>>.

⁵⁹ <<https://www.indiegogo.com/>>, Crowdsupporting/Crowddonating.

⁶⁰ <<https://www.kickstarter.com/>>, Crowdsupporting/Crowddonating.

⁶¹ Im Jahr 2012 wurden weltweit USD 2.7 Mia. über Crowdfunding-Plattformen eingeworben, BAUMANN (FN 18), 19. Vgl. weiter KUNZ (FN 18), R 17 FN 40.

⁶² DIETRICH/AMREIN (FN 18), 2, 11.

2012 und 2013 resultierte über sämtliche Crowdfunding-Kategorien hinweg ein Wachstum von über 100%.⁶³

Innerhalb des Crowdfunding-Markts entfallen 2014 CHF 4.6 Mio. auf den Teilbereich des Crowdinvestings. Dies entspricht einem Rückgang von 18% gegenüber dem Vorjahr.⁶⁴ 2014 wurde das Gesamtvolumen im Bereich Crowdinvesting mit insgesamt nur zehn Kampagnen erreicht, wobei sämtliche lancierten Projekte erfolgreich beendet wurden.⁶⁵ Es lässt sich damit festhalten, dass der Crowdfunding-Markt im Vergleich mit dem Ausland noch in den Kinderschuhen steckt. Gleichzeitig bieten die aktiven Plattformen Gewähr für eine positive Entwicklung des hiesigen Crowdinvestings.

5. Gesellschafts- und aufsichtsrechtlicher Rahmen

a) Überblick

In der Schweiz existiert keine spezifische Regulierung für den Bereich des Crowdfundings im Allgemeinen und des Crowdinvestings im Speziellen.⁶⁶ Für jede am Crowdfunding beteiligte Partei – beim Crowdinvesting handelt es sich um Anleger (Investoren/Crowd), Emittenten und Plattform⁶⁷ – ist einzeln zu prüfen, ob sich aus dem aufsichtsrechtlichen Rahmen Anforderungen oder allenfalls eine Bewilligungspflicht ergeben. Die regulatorischen Vorgaben hängen dabei massgeblich davon ab, worin die Gegenleistung der Geldgeber im Einzelfall besteht. Von Bedeutung ist zudem, wie das investierte Kapital auf Seiten des Empfängers verbucht wird.⁶⁸

⁶³ Anstieg von CHF 5.3 Mio. auf CHF 11.6 Mio., DIETRICH/AMREIN (FN 18), 11.

⁶⁴ DIETRICH/AMREIN (FN 18), 11.

⁶⁵ DIETRICH/AMREIN (FN 18), 14.

⁶⁶ Ebenso Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Faktenblatt Crowdfunding, Bern 2014, passim; BBl 2015, 8944 ff.; KUNZ (FN 18), R 20; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 16; BAUMANN (FN 18), 114.

⁶⁷ Zur Terminologie vgl. BAUMANN (FN 18), 21 ff., die Finanzintermediäre, welche in der Regel die Transaktionen abwickeln, ebenfalls zu den Parteien des Crowdinvestings hinzuzählt.

⁶⁸ Zu den Herausforderungen im Bereich des Crowdlendings siehe ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 12 ff., sowie unten, III.5.g).

Aus aufsichtsrechtlicher Perspektive steht die Crowdfunding-Plattform als Intermediärin zwischen Anlegern und Emittenten unter besonderer Beobachtung. Auf die Plattform ist nachfolgend schwerpunktmässig einzugehen.

Zum Betrieb und zur Geschäftstätigkeit von internetbasierten Crowdfunding-Plattformen besteht keine gefestigte Rechtspraxis. Auch die FINMA hat sich zur Thematik noch nicht in genereller Art und Weise geäussert, sondern prüft die Unterstellung unter ihre Aufsicht im Einzelfall.⁶⁹ Im Zentrum steht die Frage nach der Notwendigkeit einer Banken- oder Effektenhändlerbewilligung oder einer Bewilligung nach KAG.⁷⁰ Regelmässig werden seitens der FINMA Verfahren gegen die Betreiber von Crowdfunding-Plattformen eröffnet. Bspw. war die Plattform wemakeit⁷¹ Gegenstand einer Untersuchung der FINMA.⁷² Zwar wurde bisher – soweit ersichtlich – noch keine Plattform einer Bewilligungspflicht unterstellt.⁷³ Angesichts der fehlenden gerichtlichen Praxis kann im Kontext des Crowdfundings dennoch von einer gewissen Rechtsunsicherheit gesprochen werden.⁷⁴

Es besteht die Möglichkeit, konkrete Projekte der FINMA zur Vorprüfung einzureichen. Dadurch kann ein Vorentscheid betreffend der aufsichtsrechtlichen Unterstellung eines spezifischen Geschäftsmodells eingeholt werden. Zumindest hinsichtlich konkreter Initiativen lässt sich, verbunden mit einem erheblichen finanziellen Aufwand, Rechtssicherheit herstellen.

Im Folgenden wird untersucht, auf welche Weise die Finanzierungsmöglichkeit des Crowdinvestings durch die Bestimmungen des KAG, BEHG, GwG und BankG beeinflusst wird. Im Zentrum der Betrachtung steht zudem die

⁶⁹ Vgl. aber Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (FN 66), passim, das Empfehlungen im Zusammenhang mit dem Betrieb von Crowdfunding-Plattformen enthält. Vgl. weiter KUNZ (FN 18), R 49.

⁷⁰ Siehe dazu unten, III.5.d).

⁷¹ <<https://wemakeit.com/>>.

⁷² Vgl. Handelszeitung online vom 22. September 2013; <<http://www.handelszeitung.ch/unternehmen/crowdfunding-plattform-im-visier-der-finma-500077>>.

⁷³ Tagesanzeiger online vom 11. Juli 2014; <<http://www.tagesanzeiger.ch/schweiz/standard/Die-Fallstricke-des-CrowdfundingBooms/story/27666437>>.

⁷⁴ GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 6; vgl. ferner ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 21.

Prospektpflicht *de lege lata* (Art. 652a OR) und *de lege ferenda* (Art. 37 E-FIDLEG).

b) *Prospektpflicht nach Art. 652a OR*

Wie erwähnt, ist Crowdfunding im Rahmen einer Gesellschaftsgründung ungeeignet.⁷⁵ Nachfolgend wird Crowdfunding deshalb nur im Kontext von Kapitalerhöhungen⁷⁶ diskutiert.

Werden bei einer Kapitalerhöhung neue Aktien öffentlich zur Zeichnung angeboten, muss ein Emissionsprospekt erstellt werden. Der Inhalt des Prospekts wird durch Art. 652a Abs. 1 OR zwingend normiert.⁷⁷ Gemäss Art. 652a Abs. 2 OR ist die Einladung zur Zeichnung öffentlich, wenn sie sich nicht an einen begrenzten Kreis von Personen richtet. Für die Prospektpflicht ist somit nicht die Zahl der Adressaten massgebend, sondern die Unbegrenztheit des Adressatenkreises.⁷⁸ Beim Begriff der Öffentlichkeit handelt es sich folglich um ein qualitatives und nicht um ein quantitatives Kriterium.⁷⁹

Die Funktionsweise des Crowdfundings⁸⁰ bringt es mit sich, dass der Emittent das Emissionsangebot nicht an einen begrenzten Personenkreis richtet, sondern via Plattform an eine ihm unbekannt Anzahl potenzieller Investoren. Mit Hilfe der Crowdfunding-Plattform sollen möglichst viele Geldgeber angesprochen werden, um einen möglichst hohen Investitionsbetrag zu

⁷⁵ Siehe oben, III.2.

⁷⁶ Eine Diskussion der für das Crowdfunding denkbaren Arten der Kapitalerhöhungen findet sich bei BAUMANN (FN 18), 119 f.

⁷⁷ Dazu eingehend FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 52 N 93 ff.; ZINDEL GAUDENZ G./ISLER PETER R., in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Obligationenrecht II, Art. 530-964 OR – Art. 1-6 SchlT AG – Art. 1-11 ÜBest GmbH, 4. Aufl., Basel 2012 (nachfolgend BSK OR II-Bearbeiter), N 4 ff. zu Art. 652a.

⁷⁸ VON DER CRONE HANS CASPAR, Aktienrecht, Bern 2014, § 10 N 15; BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 2 N 103 ff.

⁷⁹ BSK OR II-ZINDEL/ISLER (FN 77), N 3 zu Art. 652a.

⁸⁰ Siehe oben, III.1.

erzielen.⁸¹ Das bedeutet, dass der Emittent beim Crowdfunding der Prospektpflicht nach OR unterliegt.⁸²

Die zivilrechtliche Haftung des Emittenten (in der Form der Aktiengesellschaft) für einen fehlenden, unrichtigen, unvollständigen und irreführenden Emissionsprospekt richtet sich nach Art. 752 OR.⁸³

c) Prospektpflicht nach Art. 37 E-FIDLEG

Mit Inkrafttreten des FIDLEG werden die Bestimmungen im OR zum Emissionsprospekt (Art. 652a und 752 OR) und zum Prospekt der Anleiheobligationen (Art. 1156 OR) aufgehoben.⁸⁴ Nach revidiertem Recht richtet sich die Prospektpflicht nach Art. 37 E-FIDLEG. Neu muss – unter Vorbehalt ausdrücklicher Ausnahmen – grundsätzlich für alle öffentlichen Angebote von Beteiligungs- und Forderungspapieren ein Prospekt erstellt werden.⁸⁵

Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG zufolge ist zur Veröffentlichung eines Prospekts verpflichtet, wer in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet. Als Effekten gelten gemäss Art. 3 lit. c E-FIDLEG vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten. Gemäss Art. 3 lit. h und i E-FIDLEG wird unter einem öffentlichen Angebot jede an das Publikum gerichtete Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält, verstanden. Die Prospektpflicht erfasst sowohl die Erstausgabe von Effekten

⁸¹ BAUMANN (FN 18), 121.

⁸² HETTICH (FN 1), 393; GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 6; KUNZ (FN 18), R 27. BAUMANN (FN 18), 126 f., zufolge ist denkbar, dass eine Plattform eine Investition nur gegenüber registrierten bisherigen Anlegern kommuniziert (sog. Mischform von Crowdfunding und Venture Capital). Da die Einladung diesfalls individueller Natur sei und sich nicht an einen unbegrenzten Adressatenkreis richte, bestehe keine Prospektpflicht.

⁸³ Vgl. statt vieler BÖCKLI (FN 78), § 18 N 16 ff.; BSK OR II-WATTER (FN 77), 1 ff. zu Art. 752; VON DER CRONE (FN 78), § 12 N 4 ff.

⁸⁴ BBl 2015, 8970; Anhang E-FIDLEG, BBl 2015, 9093 ff., 9126.

⁸⁵ BBl 2015, 8970 f.

(Primärmarkt) als auch die Weiterveräusserung derselben (Sekundärmarkt).⁸⁶ Crowdfunding ist dem Primärmarkt zuzuordnen.⁸⁷ Einschlägig ist somit einzig eine allfällige Prospektspflicht für die Emission von Anteilen.

Der Inhalt des Prospekts richtet sich nach Art. 42 E-FIDLEG. Nach dieser Bestimmung muss der Prospekt sämtliche für einen Entscheid der Anlegerin oder des Anlegers wesentlichen Angaben enthalten (Abs. 1). Dazu gehören Informationen zum Emittenten (lit. a), zu den öffentlich angebotenen Effekten (lit. b) und zur Art der Platzierung und zum geschätzten Nettoerlös der Emission (lit. c).⁸⁸ Dem Schutzzweck der Prospektspflicht folgend soll der Prospekt so objektiv und aktuell wie möglich sowie in leicht verständlicher Sprache verfasst werden. Ziel ist es, den Anlegern einen Anlageentscheid in voller Kenntnis der Sachlage und der Anlagerisiken zu ermöglichen.⁸⁹

Im Rahmen des Crowdfundings richtet der Emittent sein Angebot über die Crowdfunding-Plattform an ein breites Publikum (vgl. Art. 3 lit. i E-FIDLEG). Gegenstand des Emissionsangebots sind Aktien einer Gesellschaft. Diese fallen unter den Effektenbegriff gemäss Art. 3 lit. c E-FIDLEG. Sodann enthält das auf der Plattform publizierte Angebot die in Art. 3 lit. h E-FIDLEG erwähnten Informationen bezüglich Angebotsbedingungen und Effekten. Der Emittent unterliegt beim Crowdfunding somit der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts, soweit nicht eine Ausnahme gemäss

⁸⁶ SCHLEIFFER PATRICK/SCHÄRLI PATRICK, Ein Überblick über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz und Finanzinstitutsgesetz, GesKR 2014, 334 ff., 340 f.; implizit auch BBl 2015, 8971, wonach die Prospektspflicht „neu auch für den Primärmarkt“ gilt. Vgl. jedoch die unterschiedliche Fassung von Art. 37 Abs. 2 E-FIDLEG gegenüber Art. 37 Abs. 2 VE-FIDLEG, der die Prospektspflicht für den Sekundärmarkt explizit festhielt. Art. 37 Abs. 2 E-FIDLEG befreit neu den Emittenten von Mitwirkungspflichten bei der Erstellung des Prospekts, wenn er nicht am öffentlichen Angebot beteiligt ist. Gemäss BBl 2015, 8971, betrifft diese Bestimmung Sekundärmarkttransaktionen, da der Emittent an diesen in der Regel nicht beteiligt ist.

⁸⁷ Siehe oben, III.2.

⁸⁸ Zu den Ausnahmen hinsichtlich des Mindestinhalts des Prospekts vgl. Art. 43 E-FIDLEG.

⁸⁹ BBl 2015, 8974; vgl. zu den inhaltlichen Anforderungen des Prospekts HUNKELER DANIEL/WOHL GEORG J., E-FIDLEG – höhere Hürden für KMU bei der öffentlichen Kapitalaufnahme?, GesKR 2014, 484 ff., 494 ff.; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 86), 341.

Art. 38 f. E-FIDLEG greift.⁹⁰ Immerhin ist davon auszugehen, dass Crowdinvesting-Emittenten von den Erleichterungen von der Prospektspflicht gemäss Art. 49 E-FIDLEG profitieren können, da sie die in Art. 49 Abs. 1 E-FIDLEG genannten Grössen⁹¹ in der Regel nicht überschreiten.⁹² Die Haftung für den Prospekt bestimmt sich nach Art. 72 E-FIDLEG.

Im Bereich des öffentlichen Angebots knüpfen Ausnahmen vom Prospektzwang sowohl an der Art des Angebots⁹³ als auch an der Art der Effekten⁹⁴ an.⁹⁵ Art. 38 Abs. 1 E-FIDLEG entbindet von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts, wenn sich das Angebot nur an professionelle Kunden⁹⁶ (lit. a), an weniger als 150 Privatkundinnen und -kunden (lit. b) oder an Anlegerinnen und Anleger richtet, die Effekten im Wert von mindestens CHF 100'000 erwerben (lit. c), das Angebot eine Mindeststückelung von CHF 100'000 aufweist (lit. d) oder über einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet einen Gesamtwert von CHF 100'000 *nicht* übersteigt (lit. e). Die Befreiung vom Prospektzwang wird damit begründet, dass in den von Art. 38 Abs. 1 E-FIDLEG genannten Fällen eine Prospektspflicht aus Sicht des Kundenschutzes und aus Gründen der Verhältnismässigkeit nicht gerechtfertigt ist: Entweder handelt es sich um Anleger, die aufgrund ihrer

⁹⁰ FERBER MICHAEL, Crowdfunding beschäftigt Bundesbern, NZZ vom 9. November 2015, Nr. 260, S. 24.

⁹¹ Zwei der nachstehenden Grössen dürfen im letzten Geschäftsjahr nicht überschritten werden: Bilanzsumme von 20 Millionen Franken, Umsatzerlös von 40 Millionen Franken, 250 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt (Art. 49 Abs. 1 lit. a-c E-FIDLEG).

⁹² Im Geltungsbereich der Ausnahmen kann ein sog. Prospekt „light“ erstellt werden, vgl. BBl 2015, 8979 f., unter Verweis auf die europäische Prospektrichtlinie; BAUMANN (FN 18), 125, 129; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 86), 341.

⁹³ Art. 38 E-FIDLEG, dazu gerade nachfolgend.

⁹⁴ Art. 39 E-FIDLEG. Im Kontext des Crowdinvestings sind die genannten Ausnahmen nicht einschlägig. Da mit Crowdinvesting kein ideeller Zweck verfolgt wird, ist insbesondere auch die Befreiung von der Prospektspflicht gemäss Art. 39 lit. i E-FIDLEG (Effekten, die von Einrichtungen mit ideellem Zweck zur Mittelbeschaffung für nicht gewerbliche Ziele ausgegeben werden) ausgeschlossen, vgl. dazu BBl 2015, 8972; FERBER (FN 90), S. 24.

⁹⁵ HUNKELER/WOHL (FN 89), 492 f.

⁹⁶ Art. 4 Abs. 3 E-FIDLEG.

wirtschaftlichen Verhältnisse keinen besonderen Schutz benötigen (lit. a, c und d), oder das Angebot richtet sich nur an einen limitierten Anlegerkreis, weshalb auf eine nahe Beziehung zwischen Emittent und Investor geschlossen werden kann (lit. b) oder der Gesamtwert des Angebots ist derart klein, dass er keinen massgeblichen Schaden anrichten kann (lit. e).⁹⁷

Ausgehend von der Funktionsweise des Crowdinvestings werden die Ausnahmebestimmungen gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. a-d E-FIDLEG bei der Geldaufnahme via Crowdfunding-Plattform in der Regel nicht erfüllt sein. Üblicherweise richtet sich das Angebot des Emittenten an ein breites Publikum (d.h. an mehr als 150 Personen, Art. 38 Abs. 1 lit. b E-FIDLEG) und insbesondere auch an Kleinanleger, die nicht als professionelle Kunden i.S.v. Art. 4 Abs. 3 E-FIDLEG gelten (Art. 38 Abs. 1 lit. a E-FIDLEG). Dass bei Schweizer Crowdfunding-Initiativen sämtliche Investoren Anteile im Wert von mindestens CHF 100'000 erwerben, ist angesichts des tiefen durchschnittlichen Finanzierungsvolumens nicht wahrscheinlich (Art. 38 Abs. 1 lit. c E-FIDLEG).⁹⁸ Aus dem gleichen Grund dürfte auch eine Mindeststückelung von CHF 100'000 in aller Regel ausgeschlossen sein (Art. 38 Abs. 1 lit. d E-FIDLEG). Denkbar ist einzig, dass das gesamte Finanzierungsvolumen eines Crowdfunding-Projekts CHF 100'000 nicht übersteigt (Art. 38 Abs. 1 lit. e E-FIDLEG).⁹⁹ Diesfalls wäre der Emittent vom Prospektzwang befreit.¹⁰⁰

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Emittent im Rahmen des Crowdinvestings regelmässig einen Emissionsprospekt veröffentlichen muss, ausser der Gesamtwert der angestrebten Finanzierung übersteigt

⁹⁷ BBl 2015, 8971.

⁹⁸ Im Jahr 2014 betrug das durchschnittliche (Gesamt-)Finanzierungsvolumen bei 10 finanzierten Projekten pro Projekt CHF 460'000, die durchschnittliche Investitionssumme pro Investor lag bei CHF 23'400, DIETRICH/AMREIN (FN 18), 14.

⁹⁹ Ebenso FERBER (FN 90), S. 24, dem zufolge bei Crowdfunding-Initiativen jedoch regelmässig eine Ausnahme greift.

¹⁰⁰ Zum Vorschlag einer zusätzlichen Regulierungsstufe für Volumina zwischen CHF 100'000 und CHF 2 Mio., vgl. FERBER (FN 90), S. 24.

CHF 100'000 nicht.¹⁰¹ Hinsichtlich des Inhalts des Prospekts dürften sodann oftmals die Erleichterungen nach Art. 49 Abs. 1 E-FIDLEG greifen. Gleichzeitig ist in Erinnerung zu rufen, dass im Bereich *wesentlicher* Informationen eine Gleichbehandlungspflicht des Emittenten gegenüber den Anlegern besteht, selbst wenn kein Prospekt veröffentlicht werden muss.¹⁰²

d) *Kollektivanlagengesetz*

Es stellt sich die Frage, ob die Crowdfunding-Plattform oder der Emittent in den Geltungsbereich des KAG fallen. Im Einzelnen ist fraglich, ob beim Crowdfunding eine kollektive Kapitalanlage oder eine Tätigkeit i.S.v. Art. 13 Abs. 1 KAG vorliegt. Im zweiten Fall unterläge die Plattform einer Bewilligungspflicht. Entsprechend hätte sie die aufsichtsrechtlichen Vorgaben des KAG (z.B. finanzielle Garantien, Art. 14 Abs. 1 lit. d KAG; angemessene Betriebsorganisation, Art. 14 Abs. 1 lit. c KAG) einzuhalten, die für die Erteilung einer Bewilligung durch die FINMA vorausgesetzt werden.

Gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG handelt es sich bei kollektiven Kapitalanlagen um Vermögen, die von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden.¹⁰³ Fremdverwaltung bedeutet, dass das Anlagevermögen Gegenstand einer aktiven Verwaltung ist. Mithin muss das konkrete Anlagekonzept „auf einer ermessenbasierten Fällung von Anlageentscheiden basieren“¹⁰⁴. Mit anderen Worten muss der Verwalter einen Entscheidungsfreiraum hinsichtlich der Art der Investitionen besitzen.¹⁰⁵

¹⁰¹ Vgl. weitergehend AUF DER MAUR/ESSEBIER (FN 58), *passim*, die eine Befreiung von der Prospektpflicht für einen Betrag von CHF 5'000 pro Anleger und ohne Beschränkung der Anzahl der Anleger propagieren.

¹⁰² Art. 41 E-FIDLEG. Vgl. hierzu BBl 2015, 8973; HUNKELER/WOHL (FN 89), 493.

¹⁰³ Zur Legaldefinition siehe RAYROUX FRANÇOIS/DU PASQUIER SHELBY, in: BÖSCH/RAYROUX/WINZELER/STUPP (Hrsg.), *Kollektivanlagengesetz*, 2. Aufl., Basel 2016 (nachfolgend *BSK KAG-Bearbeiter*), N 3 ff. zu Art. 7; JUTZI THOMAS/SCHÄREN SIMON, *Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts*, Bern 2014, N 73 ff.

¹⁰⁴ JUTZI/SCHÄREN (FN 103), N 100.

¹⁰⁵ *BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER* (FN 103), N 26 zu Art. 7; *BSK KAG-HAEBERLI* (FN 103), N 23 zu Art. 110.

Crowdinvesting-Plattformen fungieren als Intermediärinnen zwischen Investoren und Emittenten. Ihre Aufgabe ist, ein Angebot einem breiten Publikum bekannt zu machen und die investierten Gelder dem Geldnehmer weiterzuleiten.¹⁰⁶ Die Plattform entscheidet hingegen nicht darüber, wie das investierte Kapital verwaltet wird. Dies ist Aufgabe des Investors.¹⁰⁷ Das gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG für das Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage vorausgesetzte Merkmal der Fremdverwaltung fehlt somit. Bei Plattformen für Crowdinvesting handelt es sich demnach nicht um kollektive Kapitalanlagen i.S. des KAG.¹⁰⁸

Gleiches lässt sich hinsichtlich Crowdinvesting-Emittenten festhalten. Dem Willen des Gesetzgebers zufolge umfasst der Begriff der kollektiven Kapitalanlage nur die *passive* Kapitalanlage: Gemäss Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG liegt demnach keine kollektive Kapitalanlage vor, wenn es sich um eine operative Gesellschaft handelt, die unternehmerisch tätig ist.¹⁰⁹ Die kollektive Kapitalanlage ist somit begriffsnotwendig (rein) finanzieller Natur.¹¹⁰

Mit Crowdinvesting werden Start-ups finanziert, welche sich unternehmerisch betätigen. Die Investition der Crowd dient üblicherweise dazu, dem Emittenten Kapital zur Weiterführung oder zum Ausbau seiner operativen Geschäftstätigkeit (z.B. im produzierenden Gewerbe) zu verschaffen. Das Unternehmen, in das investiert wird, ist folglich nicht ausschliesslich finanzieller Natur. Das bedeutet, dass eine Crowdinvesting-Gesellschaft ebenfalls nicht dem KAG unterstellt ist.¹¹¹

¹⁰⁶ Siehe oben, III.1.

¹⁰⁷ Beim Crowdinvesting ist die Kapitalinvestition untrennbar mit dem konkreten Anlageobjekt, der entsprechenden Emission, verbunden. Ebenso KUNZ (FN 18), R 36 FN 93.

¹⁰⁸ GL.M. BAUMANN (FN 18), 154 f.; GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 11 f.; HETTICH (FN 1), 393 f. *e contrario*.

¹⁰⁹ BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH (FN 103), N 9 ff. zu Art. 2; BAUMANN (FN 18), 158 ff. m.w.H.

¹¹⁰ GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 7, unter Verweis auf FINMA-Mitteilung Nr. 16 vom 1. Dezember 2010: Kollektive Kapitalanlagen.

¹¹¹ GL.M. BAUMANN (FN 18), 160; GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 7; SCHNEUWLY (FN 19), 1626.

Art. 13 Abs. 1 KAG zufolge benötigt unter anderem eine Bewilligung der FINMA, wer kollektive Kapitalanlagen an nicht qualifizierte Anlegerinnen und Anleger vertreibt.¹¹² Darunter wird jegliche Art von Tätigkeit verstanden, die den Erwerb von Anteilen kollektiver Kapitalanlagen durch eine Anlegerin oder einen Anleger bezweckt.¹¹³ Die Tätigkeit der Crowdfunding-Plattform fällt grundsätzlich unter den Vertriebsbegriff. Bei den im Rahmen eines Crowdfundings emittierenden Gesellschaften handelt es sich jedoch nicht um kollektive Kapitalanlagen. Die Plattformen benötigen folglich keine Vertriebssträgerbewilligung i.S.v. Art. 13 Abs. 1 KAG.¹¹⁴

De lege ferenda soll Art. 13 Abs. 1 KAG durch das E-FINIG revidiert werden. Neu soll nach KAG eine Bewilligung der FINMA benötigen, wer eine kollektive Kapitalanlage bildet, betreibt oder aufbewahrt.¹¹⁵

e) *Geldwäschereigesetz*

Im Kontext des Crowdfundings ist fraglich, ob Crowdfunding-Plattformen als Finanzintermediäre i.S. des GwG gelten. Eine Unterstellung hätte zur Folge, dass die Plattformen die umfangreichen Pflichten der Geldwäschereigesetzgebung erfüllen müssten. Als Beispiele können die Pflicht zur Identifizierung der Vertragspartei (Art. 3 GwG), besondere Sorgfaltspflichten (Art. 6 GwG), die Dokumentationspflicht (Art. 7 GwG) sowie die Meldepflicht bei Geldwäschereiverdacht (Art. 9 GwG) genannt werden.

Als Finanzintermediäre nach GwG gelten unter anderem Personen, die berufsmässig¹¹⁶ fremde Vermögenswerte annehmen oder aufbewahren oder helfen,

¹¹² Sog. *Vertriebsträgerbewilligung*, vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Rundschreiben 2013/9 vom 28. August 2013: Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen, Rz 53 ff.

¹¹³ Art. 3 Abs. 1 KKV. KUNZ (FN 18), R 37, spricht beim Vertrieb von jedem „Werben für kollektive Kapitalanlagen“.

¹¹⁴ Ebenso KUNZ (FN 18), R 37.

¹¹⁵ Anhang E-FINIG, BBl 2015, 9139 ff., 9167; BBl 2015, 9049 f.

¹¹⁶ Die Berufsmässigkeit der Finanzintermediation wird in Art. 7 Abs. 1 GwV geregelt, vgl. dazu Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Erläuterungsbericht zur Geldwäschereiverordnung (GwV) – Umsetzung der GAFI-Empfehlung vom 11. November 2015, 6. Diese Bestimmung entspricht mit geringfügigen Änderungen dem

sie anzulegen oder zu übertragen (Art. 2 Abs. 3 GwG). Von der Begriffsdefinition sind insbesondere auch Personen erfasst, die Dienstleistungen für den Zahlungsverkehr erbringen (Art. 2 Abs. 3 lit. b GwG i.V.m. Art. 4 GwV), sofern keine Ausnahme i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. a GwV (z.B. der rein physische Transport [Ziff. 1], die Inkassotätigkeit [Ziff. 2] oder die Übertragung von Vermögenswerten als akzessorische Nebenleistung [Ziff. 3]) zur Anwendung gelangt.¹¹⁷

Nimmt eine Crowdfunding-Plattform berufsmässig Gelder von Investoren entgegen – und sei es auch nur zum Zweck der Weiterleitung an den Emittenten – erbringt sie Zahlungsverkehrsdienstleistungen und gilt als Finanzintermediärin.¹¹⁸ Ausnahmetatbestände i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. a GwV liegen nicht vor: Weder ist die Entgegennahme der Crowdfunding-Plattform akzessorische Nebenleistung zu einer Hauptleistung, noch übt die Plattform eine blosser Inkassotätigkeit aus.¹¹⁹ Berufsmässigkeit vorausgesetzt, muss eine Crowdfunding-Plattform somit den Pflichten des GwG nachkommen.¹²⁰

f) BEHG

In der Literatur wird die Frage diskutiert, ob Crowdfunding-Plattformen als Effektenhändlerinnen i.S. des BEHG zu betrachten sind. Als Effektenhändler gelten natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig¹²¹ auf eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf

per 1. Januar 2016 ausser Kraft gesetzten Art. 7 Abs. 1 VBF. Mit BAUMANN (FN 18), 181, ist davon auszugehen, dass eine wirtschaftlich erfolgreiche Plattform die Schwellenwerte gemäss Art. 7 Abs. 1 GwV überschreiten dürfte.

¹¹⁷ Vgl. GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 10; SCHNEUWLY (FN 19), 1624 f.

¹¹⁸ HETTICH (FN 1), 394; BAUMANN (FN 18), 181 ff.; GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 10 f.; KUNZ (FN 18), R 38 ff.; SCHNEUWLY (FN 19), 1624 f.; siehe auch Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (FN 66), *passim*.

¹¹⁹ BAUMANN (FN 18), 182 f.; GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 10 f.

¹²⁰ BAUMANN (FN 18), 184 ff., zufolge ist allerdings die Anwendbarkeit der Bagatellklausel für Vermögenswerte von geringem Wert (Art. 7a GwG) zu prüfen.

¹²¹ Zur Gewerbsmässigkeit vgl. HUBER PHILIPPE A./HSU PETER, in: WATTER/VOGT (Hrsg.), Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161bis, 305bis und

oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten (Art. 2 lit. d BEHG).¹²² Zu den Effekthändlern zählen insbesondere die Emissionshäuser (Art. 3 Abs. 2 BEHV) sowie die Kundenhändler (Art. 3 Abs. 5 BEHV). Wer als Effekthändler tätig ist, untersteht dem BEHG sowie der Aufsicht durch die FINMA und benötigt eine Bewilligung.¹²³ Aus der Unterstellung resultieren die Pflicht zur Einhaltung von Verhaltensregeln¹²⁴, Vorschriften betreffend Eigenmittel¹²⁵ und Risikoverteilung¹²⁶ sowie Journalführungs- und Meldepflichten¹²⁷.

Eine Crowdfunding-Plattform, die gewerbsmässig die vom Emittenten ausgegebenen Effekten im Rahmen einer Festübernahme oder in Kommission übernimmt und die Effekten öffentlich auf dem Primärmarkt anbietet, würde sich als Emissionshaus i.S.v. Art. 3 Abs. 2 BEHV betätigen. In der Praxis sehen Plattformen jedoch gewöhnlich davon ab, bereits emittierte Aktien zu übernehmen.¹²⁸ Da Plattformen oftmals nicht gewillt sind, das Platzierungsrisiko zu tragen, scheidet eine Festübernahme für Crowdfunding in aller Regel aus. Eine kommissionsweise Übernahme wird dadurch ausgeschlossen, dass die Plattform Aktien für gewöhnlich nicht selber erwirbt und somit nicht Vertragspartei wird, was für ein Kommissionsgeschäft¹²⁹ vorausgesetzt wäre.¹³⁰

Soweit Crowdfunding-Plattformen ausschliesslich als Vermittlerinnen tätig sind und selber keine Anteile ans Publikum veräussern, benötigen sie keine

305ter Strafgesetzbuch, 2. Aufl., Basel 2011 (nachfolgend BSK BEHG-Bearbeiter), N 21 ff. zu Art. 2 lit. d.

¹²² Zur Legaldefinition des Effekthändlers vgl. BSK BEHG-HUBER/HSU (FN 121), N 9 ff. zu Art. 2 lit. d.

¹²³ Art. 10 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 1 Abs. 1 lit. e und Art. 3 lit. a FINMAG.

¹²⁴ Art. 11 BEHG.

¹²⁵ Art. 12 BEHG i.V.m. Art. 29 BEHV.

¹²⁶ Art. 13 BEHG.

¹²⁷ Art. 15 BEHG.

¹²⁸ GRIEDER/ESSEBIER (FN 41), 12; HETTICH (FN 1), 394.

¹²⁹ Art. 425 ff. OR.

¹³⁰ BAUMANN (FN 18), 172 f.

Effektenhändler-Bewilligung. Betreibt die Plattform keinen Sekundärmarkt,¹³¹ fällt auch eine Bewilligungspflicht als Börse¹³² ausser Betracht.¹³³

g) *BankG*

Die gewerbsmässig Entgegennahme von Publikumseinlagen ist Banken vorbehalten (Art. 1 Abs. 2 BankG, Art. 2 lit. a BankV). Beim *Crowdlending* gewährt der Geldgeber dem Geldnehmer in der Regel ein Darlehen.¹³⁴ Solche Kredite¹³⁵ gelten nach momentanem Stand als Publikumseinlagen im Sinne des BankG und der BankV.¹³⁶ Um das Erfordernis einer Bankenbewilligung vermeiden zu können, dürfen die Parteien des Crowdlendings somit Einlagen nur ausserhalb des gewerbsmässigen Bereichs entgegennehmen. Dies gilt sowohl für die Empfänger der Darlehen als auch für die Plattform.¹³⁷

Gemäss Art. 6 BankV handelt gewerbsmässig, wer dauernd mehr als 20 Publikumseinlagen entgegennimmt oder sich öffentlich zur Entgegennahme von Publikumseinlagen empfiehlt, selbst wenn daraus weniger als 20 Einlagen resultieren.¹³⁸ Beim Crowdlending bedeutet dies, dass die Kreditbeschaffung auf 20 Investoren beschränkt ist, ansonsten der Geldnehmer (Initiator des Projekts) eine Bankenbewilligung benötigt. In der Literatur wird bezüglich

¹³¹ Wie erwähnt, findet Crowdinvesting als Form der Kapitalaufnahme auf dem Primärmarkt statt, siehe oben, III.2. Dieser wird vom BEHG nicht geregelt, BSK BEHG-WATTER (FN 121), N 4 zu Art. 1. Denkbar ist jedoch, dass Crowdinvesting-Plattformen künftig auch einen Sekundärhandel von Crowdinvesting-Anteilen anbieten, vgl. BAUMANN (FN 18), 174 ff.

¹³² Art. 26 lit. b FinfraG, Art. 2 lit. b und Art. 3 ff. aBEHG.

¹³³ Ebenso BAUMANN (FN 18), 173 f.

¹³⁴ Zur Qualifikation als Darlehensvertrag vgl. SCHNEUWLY (FN 19), 1613 f. Crowdlending kann auch in der Ausgabe von Anleiheobligationen i.S.v. Art. 1156 ff. OR bestehen. Diesfalls findet es ausserhalb der bankenrechtlichen Regulierung statt.

¹³⁵ In der Regel handelt es sich um Kleinkredite, BAUMANN (FN 18), 13.

¹³⁶ Art. 5 Abs. 1 BankV; SCHNEUWLY (FN 19), 1621; implizit auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 16.

¹³⁷ Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (FN 66), passim.

¹³⁸ Gleichermaßen auch Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (FN 66), passim.

dieser Grenze Kritik geäussert, da sie dem Grundgedanken der Finanzierung durch eine Vielzahl von Investoren widerspreche.¹³⁹

Erfolgt die Fremdkapitalaufnahme nicht mittels Darlehen, sondern durch Ausgabe von Anleiheobligationen oder durch andere Schuldverschreibungen, ist Art. 5 Abs. 3 lit. b BankV einschlägig. Dieser Bestimmung zufolge gelten Anleiheobligationen und andere vereinheitlichte und massenweise ausgegebene Schuldverschreibungen oder nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion *nicht als Publikumseinlagen*, wenn die Gläubigerinnen und Gläubiger mit einem Prospekt nach Art. 1156 OR informiert werden. Nach geltendem Recht¹⁴⁰ zieht Crowdlending, bei dem Anleiheobligationen öffentlich zur Zeichnung aufgelegt werden, auch im gewerblichen Bereich somit nur einen Prospektzwang, nicht aber eine Bewilligungspflicht i.S.v. Art. 3 Abs. 1 BankG nach sich.¹⁴¹

Fungiert die Crowdlending-Plattform lediglich als Vermittlerin der einbezahlten Gelder, fällt sie selber nicht in den Anwendungsbereich des BankG.¹⁴² Anders präsentiert sich die Situation, wenn die Plattform die Beträge nicht bloss zur kurzfristigen Weiterleitung an den Projektentwickler entgegennimmt, sondern diese für einige Zeit – i.d.R. länger als drei Tage¹⁴³ – auf den Konten des Plattformbetreibers verbleiben.¹⁴⁴ Diesfalls wird eine bewilligungspflichtige¹⁴⁵ Entgegennahme von Publikumseinlagen angenommen.

Die Finanzierungsform des *Crowdinvestings* ist aus Sicht des Bankenrechts demgegenüber unproblematisch. Als Gegenleistung für das investierte Kapital erhält der Investor vom Emittenten eine Beteiligung an der Gesell-

¹³⁹ ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 16; SCHNEUWLY (FN 19), 1622; FERBER (FN 90), S. 24.

¹⁴⁰ Art. 1156 OR wird mit Inkrafttreten des FIDLEG aufgehoben, siehe oben, III.5.c).

¹⁴¹ Vgl. zum Gesamten HETTICH (FN 1), 393.

¹⁴² HETTICH (FN 1), 393 m.w.H.; SCHNEUWLY (FN 19), 1622; KUNZ (FN 18), R 33; SPACEK (FN 41), 290 m.w.H.; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 20.

¹⁴³ ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 21.

¹⁴⁴ Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (FN 66), passim.

¹⁴⁵ Voraussetzung ist wiederum, dass sich bei der Plattform Einlagen von mehr als 20 Personen sammeln, vgl. Art. 6 BankV.

schaft.¹⁴⁶ Die Investition entspricht somit Eigenkapital der neuen oder bestehenden Gesellschaft und nicht einer Einlage i.S. des BankG. Beim Crowdfunding müssen somit weder Investor noch Plattform, soweit sie die Gelder nur vermittelt, befürchten, eine nach Bankengesetz bewilligungspflichtige Tätigkeit auszuüben.

h) *FinfraG*

Es stellt sich die Frage, ob es sich bei einer Crowdfunding-Plattform um ein multilaterales Handelssystem oder ein organisiertes Handelssystem i.S.v. MiFID/MiFID II bzw. FinfraG¹⁴⁷ handelt.¹⁴⁸

Wie erwähnt, findet Crowdfunding beinahe ausschliesslich auf dem Primärmarkt statt. Crowdfunding-Plattformen, die als Sekundärmarkt für Crowdfunding-Anteile fungieren, stellen die absolute Ausnahme dar.¹⁴⁹ Beim multilateralen Handelssystem gemäss Art. 26 lit. c FinfraG sowie beim organisierten Handelssystem gemäss Art. 42 FinfraG handelt es sich um Finanzmarktinfrastrukturen, die den Handel mit Effekten ermöglichen.¹⁵⁰ Werden die beiden Infrastrukturen zudem als qualifizierte Form des Effekthändlers betrachtet,¹⁵¹ fällt eine Unterstellung von Crowdfunding-Plattformen unter das FinfraG auch aus diesem Grund ausser Betracht.¹⁵² Soweit eine Crowdfunding-Plattform ausschliesslich auf dem Primärmarkt tätig ist, liegt somit weder ein multilaterales noch ein organisiertes Handelssystem vor.¹⁵³ Bei

¹⁴⁶ BAUMANN (FN 18), 9, sowie oben, III.1.

¹⁴⁷ Zu den Begriffen siehe unten, IV.6.a)aa).

¹⁴⁸ HETTICH (FN 1), 395 m.w.H.

¹⁴⁹ Gemäss BAUMANN (FN 18), 174 f., hat in Deutschland eine erste Crowdfunding-Börsenplattform ihren Betrieb aufgenommen.

¹⁵⁰ BBl 2014, 7499.

¹⁵¹ BÜHLER (FN 42), 148 ff.

¹⁵² Bei einer Crowdfunding-Plattform handelt es sich nicht um einen Effekthändler i.S.v. Art. 2 lit. d BEHG i.V.m. Art. 3 BEHV, siehe oben, III.5.f).

¹⁵³ Vgl. hierzu KLÖHN LARS/HORNUF LARS, Crowdfunding in Deutschland, ZBB 2012, 237 ff., 251 f., wonach bei einem Crowdfunding-Portal keine *Multilateralität* gegeben ist und folglich kein multilaterales Handelssystem vorliegen kann. Gemäss Art. 42 lit. c FinfraG gilt als organisiertes Handelssystem auch eine Ein-

einer Crowdfunding-Plattform, die Sekundärhandel ermöglicht, dürfte die Qualifikation – analog zu OTC-Plattformen¹⁵⁴ – mutmasslich anders ausfallen.

6. Ergebnis

Crowdfunding, eine Unterform des Crowdfundings, ist eine Finanzierungsform, bei der eine Vielzahl von Investoren einem Unternehmen, das sich in einer frühen Unternehmensphase befindet, via Internet-Plattform Kapital zur Verfügung stellen und im Gegenzug Beteiligungsrechte an der Gesellschaft erhalten. Die Mittelaufnahme erfolgt dabei auf dem Primärmarkt und das investierte Kapital wird seitens des Emittenten als Eigenkapital verbucht.

Eine Untersuchung des Schweizer Markts für Crowdfunding zeigt, dass sich diese Finanzierungsform – insbesondere verglichen mit dem Private-Equity-Markt – hierzulande keiner grossen Nachfrage erfreut.¹⁵⁵ Im Jahr 2014 wurden in der Schweiz nur gerade zehn Crowdfunding-Initiativen mit einem Gesamtvolumen von CHF 4.6 Mio. realisiert.¹⁵⁶ Diese Beobachtung lässt sich möglicherweise damit erklären, dass bei Crowdfunding eine Vielzahl von gesellschafts- und aufsichtsrechtlichen Normen beachtet werden müssen, wobei aufgrund der fehlenden Praxis der FINMA hinsichtlich des regulatorischen Rahmens zudem nur beschränkt Rechtssicherheit besteht. Als Konsequenz wäre denkbar, dass Crowdfunding-Plattformen künftig

richtung zum *bilateralen* Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten bezweckt. Bei einem derartigen Handelssystem liegt somit keine Multilateralität vor. Gleichwohl ist auch bei einem Handelssystem nach Art. 42 lit. c FinfraG davon auszugehen, dass es eine Form von Sekundärhandel anbietet. Eine OTC-Plattform lässt sich demzufolge nicht unter diese Form des organisierten Handelssystems subsumieren.

¹⁵⁴ Vgl. unten, IV.6.a)ee).

¹⁵⁵ Für einen Überblick über das internationale Marktvolumen im Bereich Crowdfunding kann auf BAUMANN (FN 18), 19, verwiesen werden.

¹⁵⁶ Siehe oben, III.4.

vermehrt von Banken betrieben werden, die bereits über die erforderliche Bewilligung verfügen.¹⁵⁷

Wie dargelegt, auferlegen das OR und das E-FIDLEG dem Crowdfunding-Emittenten – mit gewissen Ausnahmen – die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts.¹⁵⁸ Der Prospektspflicht liegt die Überlegung zugrunde, dass der Emittent, der sein Angebot an ein breites Publikum richtet, zum Abbau der Informationsasymmetrien zwischen ihm und allfälligen Investoren verpflichtet ist. Für den Geldgeber bedeutet dies, dass seine Transaktionskosten bei der Suche nach einer geeigneten Investition verringert werden. Aus Sicht des Emittenten ist das Erstellen eines Prospekts hingegen mit einem erheblichen finanziellen Aufwand verbunden. Ein Emittent wird Crowdfunding als Finanzierungsform nur dann in Erwägung ziehen, wenn sein Angebot genügend Investoren anzieht und das zur Verfügung gestellte Kapital unter anderem die Kosten des Prospekts deutlich übersteigt. Andernfalls wird der Emittent von der Möglichkeit der Kapitalaufnahme mittels Crowdfunding absehen.¹⁵⁹ Um erfolgreich zu sein, muss eine Crowdfunding-Initiative somit eine kritische Grösse überschreiten, oder unter die Ausnahmen von der Prospektspflicht¹⁶⁰ fallen.¹⁶¹

¹⁵⁷ Auf dem Markt für Crowdfunding-Plattformen sind bereits einige Banken aktiv, vgl. oben, FN 20.

¹⁵⁸ Siehe oben, III.5.c).

¹⁵⁹ Vgl. HETTICH (FN 1), 389 f.; zu den Finanzierungskosten des Crowdfundings vgl. ferner KLÖHN/HORNUF (FN 153), 255 ff.

¹⁶⁰ Art. 38 Abs. 1 E-FILDEG.

¹⁶¹ In seinem Aufsatz zu den Finanzierungsquellen für KMU im Zeitalter von Crowdfunding vertritt HETTICH die Hypothese, dass Crowdfunding aus regulatorischen Gründen schon dann nicht als realisierbare Option erscheint, wenn bereits die Unterstellungsvoraussetzungen eines finanzmarktrechtlichen Erlasses erfüllt sind, HETTICH (FN 1), 393. In Bezug auf das deutsche Recht halten KLÖHN/HORNUF fest, dass sich Emissionskosten von Euro 20'000 bis 40'000 erst bei einem Emissionsvolumen von mehr als Euro 300'000 lohnen. Aus diesem Grund sei die Begrenzung der Prospektfreiheit auf Euro 100'000 zu niedrig, um den Bedürfnissen von Startup-Unternehmen gerecht zu werden, KLÖHN/HORNUF (FN 153), 259.

IV. OTC

1. Begriff

Gegenstand der nachfolgenden Untersuchung ist der organisierte Handel nicht kotierter Aktien auf von Banken und Effekthändlern betriebenen Handelsplattformen (sog. OTC-Plattformen). Das Akronym OTC leitet sich vom englischen Ausdruck „over the counter“ ab und kann mit ausserbörslich umschrieben werden.¹⁶² OTC, also ausserbörslich gehandelte, nicht kotierte Aktien werden gewöhnlich als Nebenwerte bezeichnet.¹⁶³ Im Kontext des OTC-Handels befassen sich Untersuchungen aktuell vorwiegend mit dem Handel von börsenkotierten Titeln ausserhalb der Börse in sog. Dark Pools sowie mit dem Derivatebereich. Die vorliegende Publikation fokussiert demgegenüber auf die Finanzierungsmöglichkeiten von kleinen und mittleren, nicht kotierten Unternehmen mittels Private Equity, Crowdfunding oder – allenfalls – ausserbörslichem Handel. Dark Pools und Derivate stehen somit nicht im Zentrum der Untersuchung.

Der Handel von Titeln auf OTC-Plattformen ist zum einen vom börslichen Handel abzugrenzen.¹⁶⁴ Dieser setzt die Kotierung an einer Börse und die Einhaltung des entsprechenden Kotierungsreglements¹⁶⁵ voraus.¹⁶⁶ Auf einer OTC-Plattform erfolgt keine Kotierung, sondern ein sog. Listing. Ausserbörslich gehandelte Titel gelten deshalb nicht als kotierte Aktien im Sinne des Börsengesetzes. Gesellschaften, deren Aktien ausserbörslich gehandelt

¹⁶² Zum Begriff eingehend GIGER PETER C., Der OTC Handel mit Finanzderivaten aus rechtlicher Sicht, Diss. Zürich 1998, 4 ff.

¹⁶³ VON DER CRONE (FN 78), § 16 N 9.

¹⁶⁴ Auf der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange werden momentan die Titel von rund 260 Gesellschaften gehandelt, vgl. <http://www.six-swiss-exchange.com/shares/companies/issuer_list_de.html>. Dazu kommen rund 15 Gesellschaften, deren Titel auf der börsenähnlichen Einrichtung BX Berne eXchange gehandelt werden, vgl. <<https://www.berne-x.com/market>>.

¹⁶⁵ Vgl. z.B. Art. 9 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange vom 6. Mai 2015 (nachfolgend KR).

¹⁶⁶ Als Kotierung wird die Zulassung einer Effekte zum Handel an einer Börse nach einem standardisierten Verfahren verstanden, Art. 2 lit. f FinfraG.

werden, gehören nicht zu den Publikumsgesellschaften.¹⁶⁷ Zum andern ist der OTC-Handel vom privaten Handel nicht kotierter Titel abzugrenzen. Dieser findet direkt und ohne organisatorische Vorgaben zwischen Alt- und Neuaktionär statt. OTC-Handel charakterisiert sich demgegenüber durch einen bestimmten Grad an Organisation und Struktur.¹⁶⁸ Insbesondere setzt er das Bestehen einer eigens dafür eingerichteten Handelsplattform voraus.

2. Zweck

Mit einem Listing an einer OTC-Plattform öffnet sich eine private Gesellschaft, deren Aktien bisher nicht organisiert gehandelt wurden, gegenüber dem Publikum. Primäres Motiv einer Gesellschaft für ein Listing ist folglich, mit den eigenen Titeln an einem funktionierenden, organisierten Sekundärmarkt partizipieren zu können. Das Listing ermöglicht es Aktionären der Gesellschaft, ihre Titel durch Veräußerung an das breite Publikum umzuplatzieren.¹⁶⁹ Damit lässt sich eine Vermögens- und Risikodiversifikation vornehmen und es bietet sich die Möglichkeit der Desinvestition.¹⁷⁰ Im Kontext der Privatplatzierungen und des Crowdinvestings stellt das Listing eine Exit-Option zur Verfügung. Durch die Teilnahme einer Gesellschaft am OTC-Markt werden deren Titel zudem attraktiver für Anleger: Das OTC-Listing gewährleistet idealerweise den organisierten Handel, wodurch die zeitaufwändige Suche nach einer Gegenpartei entfällt.¹⁷¹

In der Literatur wird die Kapitalbeschaffung als weiteres Motiv für eine Publikumsöffnung mittels Listing an einer OTC-Plattform erwähnt. Eine Möglichkeit bestünde darin, durch Kapitalerhöhung neu emittierte Aktien bereits im Zeitpunkt des Listings mittels IPOs im Publikum zu platzieren.¹⁷² Die

¹⁶⁷ VON DER CRONE (FN 78), § 16 N 10.

¹⁶⁸ Zur Funktionsweise der OTC-Plattformen siehe unten, IV.4.

¹⁶⁹ LÜTOLF PHILIPP, Publikumsgesellschaften auf dem OTC Markt, Luzern 2009, 52.

¹⁷⁰ LÜTOLF (FN 169), 58 f.

¹⁷¹ Zum Mehrwert der Öffnung gegenüber dem Publikum vgl. VON DER CRONE (FN 78), § 16 N 11. Wie unten, V.2.b), dargelegt wird, sind dem OTC-Markt betreffend Liquidität erhebliche Grenzen gesetzt.

¹⁷² LÜTOLF (FN 169), 52.

Kapitalaufnahme entspricht einer Tätigkeit auf dem Primärmarkt. Weiter wird argumentiert, die mit der Publikumsöffnung verbundene Streuung der Titel führe zu einer Verbreiterung der Finanzierungsbasis und verbessere dadurch die Voraussetzungen für künftige Kapitalerhöhungen.¹⁷³

Unseres Erachtens sind *unter den geltenden regulatorischen Rahmenbedingungen* Zweifel angebracht, dass der OTC-Markt seine Funktion als Ort der Kapitalaufnahme optimal wahrnehmen kann. Auf dem OTC-Markt dominieren private Anleger, institutionelle Anleger fehlen weitgehend.¹⁷⁴ Zudem ist das Interesse der privaten Anlegerschaft an OTC-Titeln – verglichen mit demjenigen an Börsentiteln – relativ klein. Dies belegen die noch immer recht tiefen Handelsvolumina auf dem OTC-Markt.¹⁷⁵ Insgesamt ist das Marktpotenzial des OTC-Markts deshalb als klein einzuschätzen. Dies führt dazu, dass er sich nur beschränkt als *primärer* Kapitalmarktzugang eignet – und damit zur Kapitalbeschaffung mittels IPO. Im Übrigen dauert die Streuung der Aktien im Publikum auf dem OTC-Markt bedeutend länger als an der Börse.¹⁷⁶ Es ist davon auszugehen, dass bereits für die Streuung von 40% der Aktien einer Gesellschaft durch ein OTC-Listing Monate oder Jahre benötigt werden.¹⁷⁷

Somit lassen sich die folgenden Schlussfolgerungen ziehen: Auf dem OTC-Markt ist das Potenzial für eine Kapitalbeschaffung gering.¹⁷⁸ Selbst die in der Schweiz marktführende OTC-Plattform OTC-X¹⁷⁹ schätzt die Möglichkeit der Kapitalaufnahme auf ihrem Handelsplatz offenbar nur unter ganz spezifischen Umständen als intakt ein, anders kann die entsprechende Formulierung nicht verstanden werden: „Ein attraktives Unternehmen mit positiven Zukunftsaussichten hat mit einem Listing auf der OTC-X-Plattform im

¹⁷³ LÜTOLF (FN 169), 59, 111.

¹⁷⁴ Siehe unten, IV.3.c).

¹⁷⁵ Siehe unten, IV.3.a).

¹⁷⁶ BÜHLER (FN 42), 15.

¹⁷⁷ LÜTOLF (FN 169), 110.

¹⁷⁸ BÜHLER (FN 42), 15, 60 f.

¹⁷⁹ Siehe unten, IV.3.a).

Idealfall durchaus Chancen, zusätzliches Eigenkapital zu beschaffen.¹⁸⁰ Aufgrund des Gesagten stellt sich die Frage, *ob* und *wie* die Eignung des OTC-Markts zum Zweck der Kapitalaufnahme durch Änderung des regulatorischen Rahmens oder mittels Selbstregulierung verbessert werden kann.¹⁸¹

Für eine wesentliche Kapitalaufnahme ausserhalb von privaten Finanzierungsformen und ausserhalb des Crowdinvestings drängt sich momentan noch immer die Teilnahme am *börslichen* Handel auf.¹⁸² Unter gewissen Vorbehalten eignet sich hingegen auch der OTC-Markt als Sekundärmarkt für bereits emittierte Titel. Er verschafft damit mehrheitlich privaten Anlegern – speziell auch im Bereich Private Equity und Crowdfunding – die Möglichkeit zum Exit.¹⁸³ Wie eingangs ausgeführt, werden dadurch die Chancen verbessert, auf dem Primärmarkt Geld aufnehmen zu können.

3. Parteien des OTC-Handels

a) Plattformen

Bei den OTC-Plattformen handelt es sich um Anbieter des organisierten ausserbörslichen Handels. Auf dem Schweizer Markt werden sämtliche Plattformen von Banken oder Effektenhändlern betrieben. Zu den wichtigsten OTC-Handelsplattformen zählen die OTC-X der Berner Kantonalbank (BEKB), die grösste Plattform mit mehr als 300 gelisteten Titeln,¹⁸⁴ die eKMU-X der Zürcher Kantonalbank (ZKB),¹⁸⁵ die Handelsplattform der

¹⁸⁰ <<https://www.otc-x.ch/unternehmen/listing>>.

¹⁸¹ Dazu unten, V.2.d).

¹⁸² Siehe BÜHLER (FN 42), 60 f., der einschränkend darauf hinweist, dass selbst die Börsenkotierung kein Garant für einen funktionierenden Handel darstellt. Gleichzeitig fällt eine Börsenkotierung für zahlreiche Unternehmen aus Kostengründen und aufgrund der Vorschriften betreffend Mindestkapitalisierung ausser Betracht. Eine Herausforderung besteht deshalb darin, für Gesellschaften eine Möglichkeit zur Kapitalaufnahme *ausserhalb* von Private Equity und Börsenkotierung zu schaffen. Damit befasst sich unten, V.2.

¹⁸³ Vgl. aber die einschränkende Bemerkung unten, V.2.c).

¹⁸⁴ <<https://www.otc-x.ch/>>.

¹⁸⁵ <<https://zkb-finance.mdgms.com/home/stocks/kmu/index.html>>.

Privatbank Lienhardt & Partner¹⁸⁶ sowie die Plattform HelveticA der Bondpartners SA¹⁸⁷.¹⁸⁸ Sämtliche der genannten Handelsplattformen bieten keinen Handel mit Derivaten an.

Zum Gesamtmarkt des Schweizer OTC-Handels sind keine verlässlichen Zahlen erhältlich. Umsatzzahlen werden lediglich von der Berner Kantonalbank publiziert. Deren Umsatz auf der OTC-X betrug im Jahr 2014 CHF 143 Mio. und im Jahr 2015 CHF 119.3 Mio.¹⁸⁹ Davon ausgehend, dass der Marktanteil der OTC-X auf dem Schweizer OTC-Markt ca. 60% beträgt,¹⁹⁰ lässt sich der Gesamtmarkt (gerundet) auf CHF 200 Mio. bis CHF 240 Mio. schätzen. Verglichen mit dem jährlichen Umsatz des Aktienhandels an der SIX Swiss Exchange handelt es sich beim OTC-Handel von nicht kotierten Aktien somit um eine Nischantätigkeit.

b) *Emittenten*

Die Untersuchung der auf den Schweizer OTC-Plattformen gelisteten Gesellschaften zeigt, dass es sich weitgehend um kleine und mittlere Gesellschaften aus den Bereichen Industrie/Energie (Wasserkraftwerke¹⁹¹, Elektrizitätswerke, Metallverarbeitungsgesellschaften, etc.), öffentlicher Verkehr (Schiffahrtsgesellschaften¹⁹², Bahnunternehmen), Tourismus (Hotels, Skigebiete, Bergbahnen, Zoos¹⁹³), Immobilien und (Regional-)Banken handelt.

Bei den Gesellschaften, die ein Listing an einer OTC-Plattform anstreben, handelt es sich einerseits um Unternehmen, die bereits im Publikumsbesitz sind (i.d.R. Gesellschaften, die sich von einer Börse dekotieren), andererseits

¹⁸⁶ <<http://www.lienhardt.ch/nebenwerte/index.php>>.

¹⁸⁷ <<http://www.bpl-bondpartners.ch/sociteng/>>.

¹⁸⁸ Vgl. <<http://nebenwerte-nachrichten.ch/page/nebenwerte-basiswissen>>.

¹⁸⁹ <<https://www.otc-x.ch/markt>>.

¹⁹⁰ LÜTOLF PHILIPP, Ausserbörsliche Aktien als Kapitalanlage, Luzern 2009, 15.

¹⁹¹ Z.B. die Wasserwerke Zug AG.

¹⁹² Z.B. die Zürichsee-Fähre Horgen-Meilen AG oder die Zürichsee-Schiffahrtsgesellschaft AG.

¹⁹³ An der OTC-X sind sowohl die Zoo Zürich AG als auch die Zoologischer Garten Basel AG gelistet.

um private Unternehmen, die sich gegenüber dem Publikum öffnen wollen.¹⁹⁴

Diejenigen Gesellschaften, die mittels IPO neues Kapital aufnehmen wollen,¹⁹⁵ haben sich auf dem Schweizer Markt oftmals bereits etabliert und befinden sich in einer Expansionsphase. Das Listing an einer OTC-Plattform dient in diesen Fällen gewöhnlich dazu, das für die Expansion erforderliche Kapital zu sammeln.¹⁹⁶

c) *Handelsteilnehmer*

Auf dem OTC-Markt für nicht kotierte Aktien sind beinahe ausschliesslich Privatanleger aktiv.¹⁹⁷ Institutionelle Anleger sind kaum präsent.¹⁹⁸ Eine Erklärung hierfür könnte sein, dass aufgrund der geringen Liquidität des OTC-Markts das Handeln grosser Volumina nicht oder nur mit erheblichen Kursabschlägen möglich ist.¹⁹⁹ Da auf den schweizerischen OTC-Plattformen keine Derivative gehandelt werden, fehlen zudem die Instrumente zur Absicherung grosser Positionen.²⁰⁰ Die Teilnahme am ausserbörslichen Handel ist für institutionelle Anleger deshalb nicht attraktiv.²⁰¹

¹⁹⁴ LÜTOLF (FN 169), 94.

¹⁹⁵ Wie erwähnt (oben, IV.2), ist der OTC-Markt hierfür nur unter bestimmten Voraussetzungen geeignet.

¹⁹⁶ BÜHLER (FN 42), 65.

¹⁹⁷ Anleger haben auch beim OTC-Handel keinen *direkten* Zugang zur Plattform. Um am ausserbörslichen Markt teilnehmen zu können, müssen sie sich eines Finanzintermediärs bedienen. Gewöhnlich handelt es sich dabei um diejenige Bank, mit der sie bereits eine Konto-/Depot-Beziehung unterhalten.

¹⁹⁸ LÜTOLF PHILIPP, Ausserbörsliche Aktien als Kapitalanlage, in: LENGWILER/NADIG/PEDERGNANA (Hrsg.), Management in der Finanzbranche – Finanzmanagement im Unternehmen, Luzern 2012, 189 ff., 204. Es ist denkbar, dass vielen institutionellen Anlegern der Handel im schwach regulierten OTC-Segment nicht erlaubt ist, vgl. GRUNDLEHNER WERNER, Exodus aus der Börse, NZZ vom 15. Oktober 2015, Nr. 239, S. 35.

¹⁹⁹ LÜTOLF (FN 198), 203 f.

²⁰⁰ LÜTOLF (FN 198), 196.

²⁰¹ BÜHLER (FN 42), 16.

Viele der auf den OTC-Plattformen gelisteten Unternehmen weisen einen starken Bezug zu einem Ort oder einer Region auf (z.B. Bergbahnunternehmen). Aufgrund der ausgeprägten lokalen Verankerung dieser Gesellschaften ist davon auszugehen, dass sich Anleger regelmässig aus emotionaler Verbundenheit zu einer Investition entschliessen. Renditeüberlegungen spielen diesfalls nur eine sekundäre Rolle. Gleichzeitig belohnen solche Gesellschaften ihre Aktionäre nicht selten mit zusätzlichen Vergünstigungen und Aktionen. Die Aktionäre der OTC-X kotierten Schilthornbahn AG Mürren erhalten bspw. ein spezielles Aktionärsbillet auf das Schilthorn im Wert von knapp CHF 100.²⁰²

4. Funktionsweise

Die auf dem Schweizer Markt dominierenden OTC-Plattformen²⁰³ haben unterschiedliche Funktionsweisen. Die Plattform HelveticA der Bondpartners SA betreibt bspw. ein Market Making²⁰⁴, indem sie täglich aktuelle Kurslisten publiziert. Auf Grundlage dieser nicht verbindlichen²⁰⁵ Listen können die Marktteilnehmer via Intermediär Aktien der gehandelten Gesellschaften erwerben oder veräussern. Gegenpartei ist dabei stets die Handelsplattform. Sie besitzt einen Handelsbestand und handelt auf eigene Rechnung.²⁰⁶

²⁰² GRUNDLEHNER WERNER, Aktionäre hoffen auf Frau Holle, NZZ vom 8. Dezember 2014, Nr. 285, S. 19.

²⁰³ Siehe oben, IV.3.a).

²⁰⁴ Zum Begriff des Market Maker als Effektenhändler i.S. des BEHG vgl. Art. 3 Abs. 4 BEHV.

²⁰⁵ Die Plattformen bringen auf ihren Kurslisten jeweils den Hinweis an, dass die Kurse nicht verbindlich („*non binding*“) seien, siehe bspw. <<http://www.bpl-bondpa.rtners.ch/abouteng>>. Vor diesem Hintergrund rechtfertigt es sich, auch von *Quasi-Market-Making* zu sprechen, BÜHLER (FN 42), 23 f. m.w.H. Vgl. weiter Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 28. Oktober 2004 i.S. Bank X, EBK-Bulletin 47/2005, 157 ff., 157, wonach Market Maker nur sein könne, wer jederzeit oder auf Anfrage verbindliche Kauf- und Verkaufsofferten für und aus dem Eigenbestand stellt und auch ein Kursrisiko übernimmt.

²⁰⁶ BÜHLER (FN 42), 23 f.

Die OTC-X der BEKB betreibt demgegenüber keinen Eigenhandel und hat auch keinen eigenen Handelsbestand, sondern bietet ausschliesslich ein Matching der auf der Plattform eingegangenen Orders an. Auf der OTC-X ist das Market Making Aufgabe des Emittenten. Das blosses Listing eines Titels auf der Plattform garantiert noch keine Handelstätigkeit. Erst wenn Kurse ausgegeben werden, können Kaufs- und Verkaufsorders einander zugeordnet werden.²⁰⁷

Eine Kombination aus den beiden vorgenannten Typen stellen die eKMU-X der ZKB und die Plattform der Lienhardt & Partner²⁰⁸ dar. Diese Plattformen betreiben sowohl Matching von Kundenaufträgen als auch Eigenhandel.

5. Voraussetzungen für das OTC-Listing

Im Gegensatz zur SIX Swiss Exchange kennen Schweizer OTC-Plattformen kein Reglement, das die Voraussetzungen für das Listing festhält. Somit bestehen keine formellen Zulassungsbedingungen für den organisierten ausserbörslichen Handel auf elektronischen Plattformen.²⁰⁹ Da OTC-Gesellschaften nicht zu den Publikumsgesellschaften zählen,²¹⁰ müssen sie die für diese geltenden, erhöhten Anforderungen im Bereich Publizität und Rechnungslegung nicht erfüllen.²¹¹ Über das Listing auf einer OTC-Plattform entscheidet ausschliesslich und einzelfallweise die Plattform selber.²¹² Die Einwilligung der Gesellschaft, deren Titel gehandelt werden sollen, ist nicht erforderlich.²¹³ Aufgrund der tiefen Voraussetzungen, die für die Teilnahme am

²⁰⁷ LÜTOLF (FN 169), 97.

²⁰⁸ Siehe die entsprechende Mitteilung auf [swissinfo.ch](http://www.swissinfo.ch/ger/lienhardt--partner-neu-im-handel-mit-schweizer-nebenwerten-aktiv/31176980), <<http://www.swissinfo.ch/ger/lienhardt--partner-neu-im-handel-mit-schweizer-nebenwerten-aktiv/31176980>>.

²⁰⁹ LÜTOLF (FN 169), 32, 77; in Bezug auf die OTC-X vgl. <<https://www.otc-x.ch/unternehmen/listing>>.

²¹⁰ Siehe oben, IV.1.

²¹¹ Vgl. Art. 961 ff. OR, Art. 49 ff. KR. Für eine Aufnahme an die OTC-X ist jedoch teilweise eine Rechnungslegung nach Swiss GAAP FER, IFRS oder US GAAP notwendig, siehe BÜHLER (FN 42), 14; GRUNDLEHNER (FN 198), 35.

²¹² LÜTOLF (FN 169), 77.

²¹³ In diesem Bereich unterscheiden sich OTC-Plattformen wesentlich von Börsen: Bei letzteren muss die Kotierung stets von der Gesellschaft selber veranlasst werden,

OTC-Markt erfüllt sein müssen, entspricht das Listing auf einer OTC-Plattform einem niederschweligen Zugang zum Finanzmarkt. Dieser Umstand ist einerseits zu begrüßen, da er die Publikumsöffnung von Gesellschaften erleichtert.

Andererseits sind aus Sicht der Marktteilnehmer und der Emittenten mit den geringen Zulassungsvoraussetzungen zum OTC-Handel auch Nachteile verbunden. Da die Emittenten einem Listing nicht zustimmen müssen, werden ihre Titel unter Umständen ohne ihre Einwilligung oder sogar gegen ihren Willen auf einer OTC-Plattform gehandelt. Die Öffnung gegenüber dem Publikum muss deshalb nicht zwangsläufig gewünscht sein. Umgekehrt können öffenungswillige Gesellschaften in Abwesenheit formeller Zulassungsbedingungen das Listing gegenüber der Plattform nicht einfordern. Bspw. ist denkbar, dass die OTC-Plattform einem Unternehmen in finanzieller Schieflage das Listing aus Angst vor Reputationsrisiken verweigert.

6. Regulatorische Erfassung der OTC-Plattform

Vor dem Hintergrund der abgeschlossenen und laufenden Revisionsvorhaben im Finanzmarktrecht stellt sich die Frage, wie die OTC-Plattformen in ihren unterschiedlichen Ausprägungen²¹⁴ regulatorisch erfasst werden (sollen). Nachfolgend steht die Erfassung *de lege lata* durch das am 1. Januar 2016 in Kraft getretene FinfraG und *de lege ferenda* durch das FIDLEG/FINIG im Zentrum der Untersuchung.

a) *FinfraG*

aa) *Begriffe*

Mit dem Inkrafttreten des FinfraG wurde – zumindest teilweise – eine neue Terminologie für Finanzmarktinfrastrukturen und -systeme eingeführt. Das BEHG differenzierte zwischen Börsen (vgl. Art. 2 lit. b aBEHG) und börsenähnlichen Institutionen (vgl. Art. 3 Abs. 4 aBEHG i.V.m. Art. 16 aBEHV).

vgl. MALACRIDA RALPH/SPILLMANN TILL, Corporate Governance im Interregnum, GesKR 2013, 485 ff., 487; VON DER CRONE (FN 78), § 16 N 746.

²¹⁴ Siehe oben, IV.4.

Neu unterscheidet das FinfraG das *organisierte Handelssystem*, das *multilaterale Handelssystem*²¹⁵ sowie die *Börse*.²¹⁶ Das FinfraG definiert in Art. 42 FinfraG das organisierte Handelssystem als Einrichtung zum (lit. a) multilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten sowie den Vertragsabschluss nach diskretionären Regeln bezweckt, zum (lit. b) multilateralen Handel von Finanzinstrumenten, die keine Effekten sind, die den Austausch von Angeboten sowie den Vertragsabschluss nach nicht diskretionären Regeln bezweckt, sowie zum (lit. c) bilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten bezweckt. Als Börse gilt eine Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten, an der Effekten kotiert²¹⁷ werden und die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nicht diskretionären Regeln bezweckt (Art. 26 lit. b FinfraG). Ein multilaterales Handelssystem ist eine gleichartige Einrichtung, allerdings werden an ihr keine Effekten kotiert (Art. 26 lit. c FinfraG). Zusammen mit dem multilateralen Handelssystem bildet die Börse die Handelsplätze i.S. des FinfraG (Art. 26 lit. a FinfraG). Zu den Finanzmarktinfrastrukturen gehören nur die Börse und das multilaterale Handelssystem (Art. 2 lit. a Ziff. 1 und 2 FinfraG), nicht aber das organisierte Handelssystem.²¹⁸

Das FinfraG differenziert anhand der Kriterien „multilateral“, „bilateral“, „diskretionär“ und „nicht diskretionär“. Unter *multilateralem* Handel wird derjenige Handel verstanden, bei dem die Handelsteilnehmer gleichzeitig auf ein bestimmtes Angebot eintreten können.²¹⁹ Der multilaterale Handel führt die Interessen einer Vielzahl von Teilnehmern am Kauf und Verkauf von

²¹⁵ Die Begriffe „organisiertes Handelssystem“ und „multilaterales Handelssystem“ ersetzen dabei die börsenähnliche Einrichtung gemäss aBEHG, BBl 2014, 7499.

²¹⁶ Diese Dreiteilung orientiert sich – wie erwähnt – an der Terminologie des MiFID II, BBl 2014, 7529 f.

²¹⁷ Zum Begriff „Kotierung“ vgl. Art. 2 lit. f FinfraG und BBl 2014, 7514.

²¹⁸ Zum Gesamten vgl. auch BÖSCH RENÉ/KRAMER STEFAN, Schweizer Finanzmarktrecht im Umbruch – Das Finanzmarktinfrastukturgesetz als eine der neuen Säulen, SJZ 2014, 249 ff., 252 f.

²¹⁹ BBl 2014, 7531.

Effekten innerhalb des Handelssystems zusammen.²²⁰ *Bilateraler* Handel liegt demgegenüber vor, wenn ein bestimmtes Angebot nur einzelnen Handelsteilnehmern unterbreitet wird und die Handelsteilnehmer nicht gleichzeitig auf das Angebot eintreten können.²²¹ Kommt der Einrichtung (dem System oder der Infrastruktur) beim Zusammenführen von Aufträgen in irgendeiner Form ein Ermessen zu, handelt es sich um *diskretionären* Handel.²²² Andernfalls liegt *nicht diskretionärer* Handel vor.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Börsen und multilaterale Handelssysteme beide ausschliesslich multilateralen Handel vorsehen und die bezweckten Vertragsabschlüsse stets nach nicht diskretionären Regeln erfolgen.²²³ Auf organisierten Handelssystemen ist demgegenüber auch diskretionärer oder bilateraler Handel möglich (Art. 42 lit. a und lit. c FinfraG).²²⁴ Darauf ist im Hinblick der Subsumtion der OTC-Plattformen unter die Terminologie des FinfraG näher einzugehen.

bb) Bewilligungserteilung zum Betrieb

Hinsichtlich der Bewilligung verfolgt das FinfraG eine differenzierte Regulierung von Börsen und multilateralen Handelssystemen einerseits und organisierten Handelssystemen andererseits.²²⁵ Aus Gründen des Anlegerschutzes und zur Schaffung eines Level-playing-fields²²⁶ benötigen erstere für den Be-

²²⁰ Art. 22 FinfraV sowie dazu Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Erläuterungsbericht zur Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (FinfraV) vom 25. November 2015, 16 f.

²²¹ BBl 2014, 7539 f. Ob eine zentrale Gegenpartei in den Vertrag eintritt, ist für Abgrenzung der Multilateralität von der Bilateralität unerheblich, vgl. BBl 2014, 7531.

²²² BBl 2014, 7539.

²²³ BBl 2014, 7531.

²²⁴ BBl 2014, 7540; Eidgenössisches Finanzdepartement EFD (FN 220), 14.

²²⁵ BBl 2014, 7501.

²²⁶ BBl 2014, 7516.

trieb ihrer Tätigkeit eine Bewilligung der FINMA (Art. 4 Abs. 1 FinfraG).²²⁷ Diese wird nur erteilt, wenn die Infrastruktur die gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt (Art. 5 FinfraG, z.B. Anforderungen betreffend Organisation [Art. 8 FinfraG], Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung [Art. 9 Abs. 1 FinfraG], Mindestkapitalisierung [Art. 12 FinfraG i.V.m. Art. 13 Abs. 1 FinfraV]). Organisierte Handelssysteme dürfen nur von Banken, Effektenhändlern, Börsen und multilateralen Handelssystemen betrieben werden (Art. 43 Abs. 1 FinfraG).²²⁸ Sie benötigen somit nur eine *indirekte* Bewilligung.²²⁹ Gleichwohl werden dem Betreiber eines organisierten Handelssystems gewisse spezifische Pflichten (insbesondere betreffend Organisation und Handelstransparenz, Art. 44 ff. FinfraG) auferlegt.²³⁰

cc) Subsumtion der OTC-Plattformen

Wie erwähnt,²³¹ werden auf einer OTC-Plattform keine Titel i.S.v. Art. 2 lit. f FinfraG kotiert, sondern es erfolgt ein Listing der Gesellschaft. Bereits aus diesem Grund können OTC-Plattformen nicht unter den Börsenbegriff gemäss Art. 26 lit. b FinfraG fallen. Bei einem multilateralen Handelssystem handelt es sich sodann um eine eigenständige organisatorische und juristische Einheit, deren Betrieb – gleich wie bei einer Börse – einer Bewilligung durch die FINMA bedarf. OTC-Plattformen werden hingegen von kleinen und mittleren Banken, quasi als Nebengeschäft, betrieben.²³² Die Handelsplattform ist dabei in die sie betreibende Bank organisatorisch eingegliedert

²²⁷ Zum Inhalt des Bewilligungsgesuchs vgl. Art. 4 FinfraV sowie Eidgenössisches Finanzdepartement EFD (FN 220), 9.

²²⁸ Art. 38 FinfraV zufolge richten sich die Bewilligungs- und Anerkennungsvoraussetzungen für den Betreiber eines organisierten Handelssystems nach Art. 1 Abs. 1 FINMAG.

²²⁹ BBl 2014, 7501, 7516. Anders jedoch noch unter dem VE-FinfraG, wonach auch organisierte Handelssysteme eine (direkte) Bewilligung der FINMA benötigen, soweit sie multilateralen Handel ermöglichen (Art. 3 Abs. 1 lit. c VE-FinfraG).

²³⁰ BBl 2014, 7499, sowie unten, IV.6.a)dd).

²³¹ Siehe oben, IV.1.

²³² Siehe oben, IV.3.a).

und keine juristische Person. Somit fehlt bei einer OTC-Plattform das Erfordernis der notwendigen Organisation (Art. 8 Abs. 1 FinfraG).

Fraglich ist, ob es sich bei einer OTC-Plattform um ein organisiertes Handelssystem i.S.v. Art. 42 ff. FinfraG handelt. Für die Beantwortung dieser Frage ist aufgrund des Typus der Plattform zu differenzieren:

Eine OTC-Plattform, die Market Making betreibt, ist an den auf ihr abgewickelten Verträgen als Partei unmittelbar beteiligt. Sie betreibt Eigenhandel und besitzt zu diesem Zweck einen Handelsbestand der gelisteten Titel.²³³ Die Funktionsweise einer solchen Plattform bringt es mit sich, dass nicht die Interessen vieler Marktteilnehmer zusammengeführt werden und diese nicht gleichzeitig auf ein spezifisches Angebot der Plattform eintreten können. Dadurch, dass die Plattform selber Kurslisten erstellt, diese aber nicht verbindlich sind,²³⁴ kann sie über den Abschluss des Geschäfts einzelfallweise entscheiden. Das bedeutet, dass sie hinsichtlich des Vertragsabschlusses ein Ermessen besitzt. Der Handel auf einer Market-Making-Plattform ist demnach bilateral *und* diskretionär. Eine solche Plattform gilt folglich als organisiertes Handelssystem i.S.v. Art. 42 lit. c FinfraG.²³⁵

Eine OTC-Plattform, die ausschliesslich ein Matching von Orders anbietet, führt die Interessen einer Vielzahl von Teilnehmern innerhalb der Plattform zusammen.²³⁶ Somit handelt es sich um multilateralen Handel. Bezüglich der Zuordnung der Kaufs- und Verkauforders zueinander besitzt die Plattform

²³³ Siehe oben, IV.4.

²³⁴ Wie erwähnt, vermerken die anbietenden Plattformen explizit, dass die angebotenen Kurse nicht verbindlich sind.

²³⁵ Dieser Qualifikation könnte einzig entgegenstehen, dass ein organisiertes Handelssystem eine qualifizierte Form des Eigenhandels betreibt und damit die Voraussetzungen eines Effekthändlers i.S.v. Art. 3 Abs. 1-5 BEHV erfüllen muss, BÜHLER (FN 42), 197 f. Eine Market-Making-Plattform erfüllt diese nicht (kein Eigenhändler gemäss Art. 3 Abs. 1 BEHV, da Mindestumsatzschwelle gemäss FINMA-RS 2008/5, Erläuterungen zum Begriff Effekthändler, Rz 23, nicht erreicht wird; kein Market Maker gemäss Art. 3 Abs. 4 BEHV, da keine verbindlichen Kurse gestellt werden; kein Kundenhändler gemäss Art. 3 Abs. 5 BEHV, da Handel auf eigene Rechnung erfolgt). Dieser Argumentation folgend handelt es sich bei einer Market-Making-Plattform *nicht* um ein organisiertes Handelssystem.

²³⁶ Vgl. Art. 22 FinfraV. Eine solche Plattform ist vermutlich als Kundenhändlerin i.S.v. Art. 3 Abs. 5 BEHV zu qualifizieren, BÜHLER (FN 42), 192 f.

ein Ermessen.²³⁷ Der auf ihr stattfindende Handel ist demzufolge diskretionärer Natur. Aus dem Gesagten erhellt, dass es sich bei einer solchen OTC-Plattform um ein organisiertes Handelssystem gemäss Art. 42 lit. a FinfraG handelt.

Bei einer OTC-Plattform, die Market Making und Matching anbietet,²³⁸ werden die Charakteristika der beiden vorgenannten Plattformen-Typen kombiniert. Der von dieser Plattform betriebene Handel ist demnach diskretionär und sowohl bilateral als auch multilateral. Eine klare Zuordnung zu einem der in Art. 42 FinfraG aufgeführten Typen lässt sich deshalb nicht vornehmen. Gleichwohl handelt es sich auch bei einer derartigen OTC-Plattform um ein organisiertes Handelssystem.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die in der Schweiz aktiven OTC-Plattformen²³⁹ vom FinfraG regulatorisch als organisierte Handelssysteme erfasst werden.

dd) Folgen der Unterstellung

Art. 44 FinfraG verpflichtet die Betreiber organisierter Handelssysteme, organisatorische Massnahmen zur Feststellung, Verhinderung, Beilegung und Überwachung von Interessenkonflikten zu treffen (lit. b). Aus Gründen des Kundenschutzes muss zudem sichergestellt werden, dass die Kundeninteressen umfassend gewahrt werden (lit. c).²⁴⁰ Zu diesem Zweck muss der Betreiber des Handelssystems Regeln zur Organisation des Handels erlassen und den Ablauf des Handels überwachen.²⁴¹ Bei Vertragsabschlüssen nach diskretionären Regeln ist die Best-Execution-Rule zu beachten, es sei denn, der

²³⁷ Den auf dem Schweizer Markt präsenten OTC-Plattformen mit ausschliesslichem Matching fehlen im Vorhinein kommunizierte Regeln zur Zusammenführung von Orders. Der Abschluss der Transaktionen wird einzelfallweise von Händlern der Plattform vorgenommen, vgl. BÜHLER (FN 42), 26 f., 198 f. In grundsätzlicher Hinsicht ist es jedoch durchaus denkbar, dass OTC-Plattformen ihre Tätigkeit auf Grundlage von Matching-Rules nicht diskretionär ausüben.

²³⁸ Siehe oben, IV.4.

²³⁹ Mit der Einschränkung gemäss oben, FN 235.

²⁴⁰ BBl 2014, 7540.

²⁴¹ Art. 39 Abs. 1 FinfraV.

betroffene Kunde habe darauf ausdrücklich verzichtet.²⁴² Mit der Sicherstellung eines geordneten Handels befassen sich Art. 45 FinfraG i.V.m. Art. 40 FinfraV. Diesen Bestimmungen zufolge muss der Betreiber eines organisierten Handelssystems transparente Regeln und Verfahren für einen fairen, effizienten und ordnungsgemässen Handel sowie objektive Kriterien für die Ausführung der Aufträge festlegen. Zum Zweck des Abbaus von Informationsasymmetrien ist der Betreiber solcher Systeme schliesslich verpflichtet, Informationen zu den getätigten Transaktionen (Preis, Volumen, Zeitpunkt des Abschlusses) zu veröffentlichen (Art. 46 Abs. 1 FinfraG). Hinsichtlich des multilateralen sowie des liquiden bilateralen Handels verweist Art. 42 Abs. 1 FinfraV bezüglich der Vorhandelstransparenz sinngemäss auf die für Handelsplätze anwendbaren Art. 27 und 29 FinfraV. Demnach sind – unter Vorbehalt von Art. 29 FinfraV – für jede Aktie die fünf besten Geld- und Briefkurse und das Volumen der Aufträge zu veröffentlichen (Art. 27 Abs. 2 FinfraV).²⁴³ Gemäss Art. 43 Abs. 1 FinfraV richtet sich die Nachhandelstransparenz beim multilateralen Handel ebenfalls sinngemäss nach den Bestimmungen über die Handelsplätze (Art. 28 Abs. 1 und 4 FinfraV, Art. 29 FinfraV).

ee) Ergebnis

Nach hier vertretener Ansicht sind die in der Schweiz betriebenen OTC-Plattformen nach momentanem Stand als organisierte Handelssysteme i.S.v. Art. 42 FinfraG zu qualifizieren. Eine Ausnahme ist höchstens bezüglich der HelveticA der Bondpartners anzubringen, da diese ausschliesslich *Quasi-Market-Making* betreibt, nicht unter Art. 3 Abs. 4 BEHV fällt und deshalb nicht als Effekthändlerin gilt.²⁴⁴ Allgemein besteht bezüglich der Unterstellung unter das FinfraG einige Rechtsunsicherheit. Eine Klarheit schaffende Stellungnahme der FINMA wäre deshalb sehr zu begrüssen.

²⁴² Art. 39 Abs. 3 FinfraV sowie Eidgenössisches Finanzdepartement EFD (FN 220), 24 f.

²⁴³ Vgl. zur Vorhandelstransparenz Eidgenössisches Finanzdepartement EFD (FN 220), 25.

²⁴⁴ Zur Diskussion hierzu siehe oben, FN 235.

Die vorgenannte Qualifikation hat zur Folge, dass die Betreiber dieser Plattformen einer Bewilligung als Bank oder Effektenhändler oder einer Bewilligung oder Anerkennung als Handelsplatz bedürfen.²⁴⁵ Die erwähnten Schweizer Plattformen für den organisierten ausserbörslichen Handel werden ausschliesslich von Banken und Effektenhändlern betrieben. Eine indirekte Bewilligung liegt somit in jedem Fall vor.

Die *Folgen* der Unterstellung unter das FinfraG richten sich nach Art. 44 ff. FinfraG.

b) *E-FIDLEG*

Wie erwähnt, unterstehen nach hier vertretener Ansicht sämtliche OTC-Plattformen der Regulierung des organisierten Handelssystems.²⁴⁶ Wird demgegenüber die Meinung vertreten, dass es sich bei einer Market-Making-Plattform nicht um ein organisiertes Handelssystem handelt, da diese Plattform nicht als Effektenhändlerin i.S.v. Art. 2 lit. d BEHG i.V.m. Art. 3 BEHV gilt, stellt sich die Frage nach deren regulatorischer Erfassung. Denkbar wäre, die Market-Making-Plattform subsidiär als *Finanzdienstleisterin* nach Art. 3 lit. e E-FIDLEG zu betrachten.²⁴⁷ Darunter werden Personen verstanden, die gewerbsmässig²⁴⁸ Finanzdienstleistungen in der Schweiz oder für Kundinnen und Kunden in der Schweiz erbringen. Als Finanzdienstleistung gelten insbesondere der Erwerb oder die Veräusserung von Finanzinstrumenten für Kundinnen und Kunden (Art. 3 lit. d Ziff. 1 E-FIDLEG).²⁴⁹

²⁴⁵ Art. 43 Abs. 1 FinfraG i.V.m. Art. 38 FinfraV.

²⁴⁶ Siehe oben, IV.6.a)ee).

²⁴⁷ BÜHLER (FN 42), 198.

²⁴⁸ Unter Gewerbsmässigkeit wird die selbständige, auf dauernden Erwerb gerichtete wirtschaftliche Tätigkeit i.S.v. Art. 2 lit. b HRegV verstanden. Eine gewerbsmässige Tätigkeit wird vermutet, wenn der Finanzdienstleister für mehr als 20 Kunden Dienstleistungen erbringt oder für die Erbringung von Dienstleistungen wirbt, vgl. BBl 2015, 8947.

²⁴⁹ Gemäss BBl 2015, 8946 f., wird der Begriff der Finanzdienstleistung weit gefasst. Unter die Tätigkeit gemäss Art. 3 lit. d E-FIDLEG fallen auch der Erwerb und die Veräusserung von Finanzinstrumenten auf Rechnung von Kundinnen und Kunden,

Eine Market-Making-Plattform bietet unzweifelhaft Finanzdienstleistungen i.S. des E-FIDLEG an. Zudem ist auch das Kriterium der Gewerbmässigkeit gegeben. Wird eine solche Plattform nicht als organisiertes Handelssystem gemäss FinfraG betrachtet, untersteht es demnach subsidiär den Regeln des Finanzdienstleisters nach E-FIDLEG.²⁵⁰ Das bedeutet, dass eine solche OTC-Plattform die den Finanzdienstleistern auferlegten Verhaltenspflichten (Informations- und Prüfpflichten, etc.) einhalten muss (vgl. Art. 6 ff. E-FIDLEG).

Im Kontext des E-FIDLEG stellt sich die Frage, ob das Listing an einer OTC-Plattform eine Prospektspflicht nach sich zieht. Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG zufolge ist zur Veröffentlichung eines Prospekts unter anderem verpflichtet, wer um Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz nach Art. 26 FinfraG ersucht.²⁵¹ Das organisierte Handelssystem wird – wie erwähnt²⁵² – nicht als Handelsplatz qualifiziert (Art. 26 lit. a FinfraG *e contrario*). Das *Zulassungsgesuch* auf einem solchen löst somit keinen Prospektzwang nach E-FIDLEG aus.²⁵³ Denkbar ist jedoch, dass es sich bei einem Listing auf einer OTC-Plattform um ein öffentliches Angebot i.S.v. Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG i.V.m. Art. 3 lit. h und i E-FIDLEG handelt, worunter auch das Angebot von bereits gezeichneten Titeln fällt.²⁵⁴ Als öffentliches Angebot gilt ein Angebot, das sich an das Publikum richtet.²⁵⁵ Je nach Funktionsweise der OTC-Plattform ist davon auszugehen, dass das auf der Plattform publizierte Angebot die in Art. 3 lit. h E-FIDLEG aufgeführten Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält. Unter Vorbehalt der Ausnahmen nach Art. 38 f. E-FIDLEG ist daher das

unabhängig davon, ob die Finanzinstrumente von Dritten erworben oder vom Finanzdienstleister auf dem Sekundärmarkt veräussert werden.

²⁵⁰ BÜHLER (FN 42), 198.

²⁵¹ Vgl. BBl 2015, 8971.

²⁵² Siehe oben, IV.6.a)aa).

²⁵³ BÜHLER (FN 42), 243.

²⁵⁴ Siehe oben, III.5.c).

²⁵⁵ Art. 3 lit. i E-FIDLEG. Gemäss BBl 2015, 8948, erfasst der Begriff des öffentlichen Angebots auch das Angebot von Effekten auf dem Primärmarkt, soweit es sich nicht an einen beschränkten Personenkreis richtet. Bei einem Listing auf einer OTC-Plattform ist dies der Fall.

Bestehen einer Prospektpflicht bei einem Listing an einer OTC-Plattform anzunehmen.²⁵⁶

c) *E-FINIG*

Das E-FINIG übernimmt die für die bisher regulierten Bewilligungsträger geltenden Bestimmungen grundsätzlich unverändert aus dem BEHG.²⁵⁷ Der Kundenhändler gemäss Art. 3 Abs. 5 BEHV wird neu in Art. 37 lit. a E-FINIG überführt und gilt als Wertpapierhaus.²⁵⁸ Soweit eine OTC-Plattform als Kundenhändlerin qualifiziert wird,²⁵⁹ muss sie die Anforderungen erfüllen, die das E-FINIG an die Wertpapierhäuser stellt.²⁶⁰

7. Ergebnis

Der ausserbörsliche, organisierte Handel mit nicht kotierten Aktien erfreut sich in der Schweiz noch keiner grossen Beliebtheit. Eine Untersuchung der in der Schweiz aktiven OTC-Plattformen kommt zum Ergebnis, dass das geschätzte jährliche Gesamtvolumen des OTC-Markts 2015 weniger als einem Siebenundzwanzigstel des durchschnittlichen *Tagesumsatzes* der SIX Swiss Exchange und SIX Structured Products Exchange entspricht.²⁶¹ Ein

²⁵⁶ Vgl. jedoch BÜHLER (FN 42), 243, der das Bestehen einer Prospektpflicht für Matching-Plattformen unter dem Regime des E-FIDLEG verneint, da die Änderungen im FinfraG nicht zur einer geänderten Anknüpfung im E-FIDLEG geführt haben.

²⁵⁷ BBl 2015, 9024.

²⁵⁸ BBl 2015, 9032.

²⁵⁹ Vgl. bspw. BÜHLER (FN 42), 192 f., wonach eine OTC-Plattform mit *ausschliesslichem Matching* zu den Kundenhändler nach Art. 3 Abs. 5 BEHV zu zählen ist.

²⁶⁰ Z.B. Mindestkapital und Sicherheiten (Art. 41 E-FINIG), Eigenmittel, Liquidität und Risikoverteilung (Art. 42 E-FINIG), Rechnungslegung (Art. 44 E-FINIG), Meldepflicht (Art. 47 E-FINIG).

²⁶¹ Gemäss Medienmitteilung der SIX Swiss Exchange vom 4. Januar 2016, abrufbar unter <http://www.six-swiss-exchange.com/media_releases/online/media_release_201601041900_de.pdf>, betrug der Handelsumsatz pro Tag (eingerechnet Anleihen, strukturierte Produkte, etc.) durchschnittlich CHF 5.5 Mia. Siehe dazu auch GRUNDEHNER (FN 198), 35.

Grund hierfür dürfte das weitgehende Fehlen institutioneller Anleger auf dem OTC-Markt sein.

Wie gezeigt, hängt die regulatorische Erfassung der Plattformen von deren spezifischer Funktionsweise ab. Im Kontext der abgeschlossenen und noch laufenden Regulierungsvorhaben stellen sich einige Fragen bezüglich der Qualifikation der Anbieter des ausserbörslichen, organisierten Handels. Von Bedeutung wird insbesondere auch sein, inwieweit das Listing an einer Plattform eine Prospektspflicht nach E-FIDLEG auslöst.

V. Synthese

Privatplatzierung, Crowdfunding als Unterform des Crowdfundings und OTC stehen in teilweiser Konkurrenz zu einander. Gleichzeitig stellen sie in bestimmten Bereichen Ergänzungen für die anderen Finanzierungsformen dar. Nicht selten entsprechen die Grenzen des einen Konzepts dabei einer Chance der alternativen Finanzierungsform.

Nachfolgend werden die drei Konzepte einander gegenübergestellt. Ziel ist es, das Potenzial und die Grenzen des jeweiligen Konzepts in den Gesamtkontext der Kapitalaufnahme zu stellen. Da Crowdfunding am nächsten mit der Privatplatzierung verwandt ist, findet eine Abgrenzung primär gegenüber dieser statt. Der OTC-Handel mit nicht kotierten Aktien ist sodann gegenüber dem Crowdfunding einerseits und dem börslichen Handel andererseits abzugrenzen.

1. Chancen und Grenzen des Crowdfundings

a) *Abgrenzung zur Privat-Equity-Finanzierung*

Wie dargelegt, findet Crowdfunding gewöhnlich auf dem Primärmarkt statt und dient der Finanzierung von Unternehmen in deren Gründungs- und Frühphase.²⁶² Diesbezüglich ähnelt Crowdfunding der Venture-Capital-Finanzierung, worunter die Wachstumsfinanzierung von in der Regel noch

²⁶² Siehe oben, III.2.

nicht profitablen Unternehmen verstanden wird.²⁶³ Bei den Investoren des Crowdinvestings handelt es sich – gleich wie bei Private-Equity-Investoren²⁶⁴ – grundsätzlich um *Finanzinvestoren*, d.h. um Personen, die am aus der Geschäftstätigkeit herrührenden ökonomischen Vorteil interessiert sind. In der Literatur wird die Meinung vertreten, dass auch Crowdfunding eine altruistische Komponente beinhaltet.²⁶⁵ Für einige Crowdfunding-Projekte mag das stimmen.²⁶⁶ Oftmals dürfte ein Spendeelement jedoch fehlen, sondern höchstens eine gewisse Nähe des Investors zum Unternehmen oder zum Projekt vorliegen (z.B. ein persönliches Interesse²⁶⁷), die ihn zur Investition bewegt. In diesem Punkt unterscheidet sich Crowdfunding von der Private-Equity-Finanzierung. Eine Chance des Crowdinvestings gegenüber der Privatplatzierung kann somit darin bestehen, die Nähe des Investors zum Investitionsgegenstand auszunutzen. Projekte, die eine persönliche Verbindung zum Geldgeber zulassen, sind demzufolge erfolgreicher.

Ein weiterer Unterschied zwischen Crowdfunding und Private Equity betrifft die Anzahl der involvierten Investoren: An einer Private-Equity-Finanzierung ist regelmässig nur eine kleine Anzahl Investoren bzw. Private-Equity-Finanzintermediäre beteiligt, während Crowdfunding eine Vielzahl von Geldgebern voraussetzt. Bei Crowdfundern handelt es sich sodann mehrheitlich um Privatanleger, die dem Unternehmen eine geringe Summe

²⁶³ Zur Venture-Capital-Finanzierung vgl. FRICK (FN 2), 31 ff., 39 ff.

²⁶⁴ FRICK (FN 2), 6 ff.

²⁶⁵ BAUMANN (FN 18), 38, der zufolge sich der Investor der risikoreichen Natur der Finanzierungsart bewusst ist, jedoch die Idee der Gesellschaft unterstützen will. Somit stehe die Förderungsabsicht „gegenüber der Renditeorientierung im Vordergrund“.

²⁶⁶ Als Beispiele hierfür kann die Unterstützung einer Onlineplattform für das individuelle Erstellen von personalisierten Videos genannt werden, vgl. <<https://www.beeinvested.ch/en/memoways-439.html>>.

²⁶⁷ Denkbar ist bspw. die Investition in ein Immobilienprojekt, das sich im gleichen Ort wie der Kapitalgeber befindet. Hinter der Investition könnte der Gedanke der Aufwertung einer Ortschaft stehen. Ein weiteres Beispiel ist die Investition in ein Start-up im Bereich plastischer Ästhetik, vgl. <<https://www.beeinvested.ch/en/pbet-b-503.html>>.

zur Verfügung stellen.²⁶⁸ In Private-Equity-Finanzierungen dominieren demgegenüber institutionelle Investoren oder vermögende Privatinvestoren.²⁶⁹

b) *Crowdinvesting als Finanzierungsform*

Damit ein Crowdinvesting-Projekt erfolgreich ist, muss es ein breites Publikum erreichen. Je mehr Personen von der Investitionsmöglichkeit Kenntnis erhalten, umso grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass das benötigte Kapital aufgenommen werden kann. Projekte, die eine mediale Präsenz und eine grosse Verbreitung in sozialen Netzwerken erreichen, haben eine deutlich höhere Erfolgswahrscheinlichkeit. Eine attraktive Aufbereitung und Präsentation der Investitionsmöglichkeit können hierfür einen wesentlichen Beitrag leisten.²⁷⁰

Angesichts der in der Schweiz ausgebauten Crowdinvesting-Infrastruktur erstaunt es auf den ersten Blick, dass Crowdinvesting nur in sehr geringem Mass zur Kapitalaufnahme verwendet wird.²⁷¹ Es stellt sich daher die Frage, unter welchen Rahmenbedingungen Crowdinvesting eine valable Alternative zur Private-Equity-Finanzierung darstellen kann.

Aus Sicht der Kapitalsuchenden stellt die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts – wie dargelegt – die grösste Hürde dar.²⁷² Die Prospektpflicht knüpft an das Unterbreiten eines öffentlichen Angebots an (vgl. Art. 652a Abs. 1 OR; Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG). Ob eine Kapitalaufnahme erfolgt, ist unerheblich. Ein Emittent, der mittels Crowdinvestings Kapital akquirieren will,

²⁶⁸ BAUMANN (FN 18), 37. Wie ausgeführt (oben, FN 98), betrug das durchschnittliche Investitionsvolumen pro Investor in der Schweiz 2014 CHF 23'400.

²⁶⁹ FRICK (FN 2), 7 ff. m.w.H.

²⁷⁰ Aus diesem Grund werden auf der Schweizer Crowdinvesting-Plattform Bee Invested die Initiativen in einem kurzen Film oder einer ansprechenden Präsentation vorgestellt.

²⁷¹ Siehe oben, III.4.

²⁷² Siehe oben, III.6.

trägt somit ein erhebliches Kostenrisiko.²⁷³ Durch die unsicheren Erfolgsaussichten seines Projekts wird dieses Risiko noch verstärkt. Etwas überspitzt formuliert, müssen beim Crowdfunding die Nachteile einer breiten Streuung getragen werden, ohne jedoch in den Genuss der Vorteile einer breiten oder nachhaltigen Finanzierungsbasis zu kommen. In diesem Bereich offenbart sich aus Sicht der kapitalsuchenden Partei die Schwäche des Crowdfundings gegenüber einer Private-Equity-Finanzierung: Beim Crowdfunding wird der Abbau der Informationsasymmetrie zwischen Emittent und Kapitalgeber ersterem überbunden. Demgegenüber kennzeichnet sich eine Privatplatzierung dadurch, dass der Private-Equity-Investor ein Unternehmen zuerst eingehend prüft, bevor er sich allenfalls zu einer Finanzierung entscheidet. Der Abbau der Informationsasymmetrien erfolgt diesfalls durch den Investor.²⁷⁴ Diese *Due-Diligence-Prüfung* trägt dazu bei, dass die Kapitalaufnahme durch Private Equity mit hohen Transaktionskosten verbunden ist. Crowdfunding anbietet sich als kostengünstigere Alternative.²⁷⁵

Eine Möglichkeit, Crowdfunding aus Sicht von Emittenten attraktiver zu machen, bestünde darin, zusätzliche Ausnahmen von der Prospektpflicht einzuführen. Wie erwähnt, knüpfen Ausnahmen nach der Art des Angebots unter dem Regime des E-FIDLEG an den Betrag von CHF 100'000 an (vgl. Art. 38 Abs. 1 lit e E-FIDLEG).²⁷⁶ Denkbar wäre, öffentliche Angebote bis zu einem Gesamtbetrag von z.B. CHF 1 Mio.²⁷⁷ vom Prospektzwang zu befreien oder bis zu diesem Betrag die Anforderungen an den Prospekt zu re-

²⁷³ In der Regel bieten Crowdfunding-Plattformen keine Finanzierungsgarantie an. Bei Nichterreichen des Finanzierungsziels werden die bereits geleisteten Zahlungen aus dem Publikum wieder zurückerstattet, siehe BAUMANN (FN 18), 24.

²⁷⁴ FRICK (FN 2), 5, 208 ff.

²⁷⁵ In der Regel erhalten Crowdfunding-Plattformen bei einer erfolgreichen Kapitalaufnahme eine vereinbarte Gewinnbeteiligung oder stellen dem Emittenten eine pauschale Vergütung in Rechnung. Diese bewegen sich in der Grössenordnung von 10% des akquirierten Kapitals, vgl. BAUMANN (FN 18), 31 f.

²⁷⁶ Siehe oben, III.5.c).

²⁷⁷ Im Jahr 2014 betrug das *durchschnittliche* Finanzierungsvolumen pro Initiative in der Schweiz CHF 460'000, DIETRICH/AMREIN (FN 18), 14. Es ist davon auszugehen, dass bei einer Obergrenze von CHF 1 Mio. die Mehrheit sämtlicher Crowdfunding-Projekte unter die Ausnahme fallen würden.

duzieren.²⁷⁸ Eine weitere Möglichkeit bestünde darin, einen handelsrechtlich revidierten Jahres- oder Zwischenabschluss innerhalb eines zeitlichen Rahmens (z.B. innerhalb von sechs Monaten) als Prospektäquivalent zuzulassen. Potenziellen Investoren stünde es diesfalls offen, sich anhand der Bilanz und der Erfolgsrechnung über die wirtschaftliche Lage eines Unternehmens zu informieren. Vom Standpunkt der kapitalsuchenden Gesellschaften wäre eine solche Relativierung der Prospektspflicht mit einer erheblichen finanziellen Erleichterung verbunden.

Aus Sicht potenzieller Kapitalgeber ist demgegenüber davon auszugehen, dass ein Abbau der Informationsgrundlage zu einem Rückgang ihrer Investitionsbereitschaft führen wird. Crowdinvesting dient primär der Finanzierung von Start-ups oder noch jungen Unternehmen. Bei der Investition in solche Unternehmen handelt es sich um Risikoanlagen. Es ist naheliegend, dass insbesondere Kleinanleger ohne genügende Informationsbasis hinsichtlich Risiken²⁷⁹ zu einer solchen Investition nicht bereit sind. Eine Reduktion der Prospektspflicht hätte diesfalls zur Folge, dass die ohnehin geringe Finanzierungsbasis weiter reduziert würde.

c) *Ergebnis*

Es ist anzunehmen, dass die bestehende Rechtslage und die künftige Regulierung zu einer weiteren *Konsolidierung* führen wird: Als Konsequenz der Kosten für den Prospekt werden nur solche Projekte lanciert, die ein hohes Erfolgspotenzial aufweisen. Umgekehrt stossen solche Initiativen aufgrund der zur Verfügung stehenden Informationsbasis und ihrer hohen Erfolgsaussicht auf eine positive Resonanz im Publikum und das Finanzierungsziel dürfte in der Regel erreicht werden. Diese Schlussfolgerung deckt sich mit der Tatsache, dass in der Schweiz 2014 nur wenige Projekte lanciert wurden,

²⁷⁸ In die gleiche Richtung geht der von Andreas Dietrich in der NZZ vom 9. November 2015 geäusserte Vorschlag, der auf die Einführung einer zusätzlichen Regulierungsstufe für Volumina zwischen CHF 100'000 und CHF 2 Mio. abzielt, vgl. FERBER (FN 90), S. 24. Ähnlich auch ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 19), R 33 ff.

²⁷⁹ Vgl. Art. 42 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 E-FIDLEG.

in sämtlichen Fällen das angestrebte Kapital jedoch akquiriert werden konnte.²⁸⁰

2. Chancen und Grenzen des OTC-Handels

a) Abgrenzung

Die Bedeutung des organisierten, ausserbörslichen Handels mit nicht kotierten Titeln hängt massgeblich davon ab, inwieweit er eine Alternative zum privaten und börslichen Handel darstellt. Im Zentrum steht zum einen die Frage, ob der OTC-Markt eine *Kapitalaufnahme* ermöglicht. In diesem Bereich steht er in Konkurrenz zur Privatplatzierung, zum Crowdfunding und zur Kapitalaufnahme an der Börse. Zum andern ist von Bedeutung, ob und bis zu welchem Grad auf einer OTC-Plattform ein *Handel* der auf ihr gelisteten Titel *effektiv stattfindet*. Diesbezüglich hat sich der organisierte, ausserbörsliche Handel am privaten und börslichen Handel zu messen.

b) Geringe Liquidität als Grenze des OTC-Markts

Die Untersuchung des Schweizer OTC-Markts zeigt, dass die Handelsvolumina nach momentanem Stand noch sehr tief sind. Mit dem tiefen Handelsvolumen geht eine tiefe Liquidität zahlreicher auf den OTC-Plattformen gehandelter Titel einher.²⁸¹ Die geringe Liquidität lässt sich damit begründen, dass an ein OTC-Listing keine konkreten Vorgaben betreffend Mindestkapitalisierung und den Anteil der frei verfügbaren Aktien (sog. Free Float) auf dem OTC-Markt geknüpft sind.²⁸² Zudem werden zahlreiche gelistete Unternehmen von Grossaktionären oder Familien kontrolliert, was den Free Float

²⁸⁰ DIETRICH/AMREIN (FN 18), 14.

²⁸¹ LÜTOLF (FN 198), 191; LÜTOLF (FN 190), 55 ff.; BÜHLER (FN 42), 59 ff. m.w.H.; GRUNDEHNER (FN 198), 35.

²⁸² Anders jedoch beim Handel an der SIX Swiss Exchange, für den im Zeitpunkt der Kotierung gemäss Art. 19 Abs. 2 KR ein Free Float von 20% der Aktien sowie eine Mindestkapitalisierung desselben von CHF 25 Mio. bestehen muss.

– und damit die Liquidität – weiter reduziert.²⁸³ Ein weiterer Grund für die geringe Handelstätigkeit auf dem OTC-Markt ist die Tatsache, dass die Anbieter des ausserbörslichen Handels keine oder nur wenige Anforderungen an die Emittenten im Bereich Transparenz und Rechnungslegung stellen.²⁸⁴ Das bedeutet, dass über die auf einer OTC-Plattform gelisteten Emittenten nur wenige Informationen frei verfügbar sind.²⁸⁵ Als Folge können sich Investoren kein genaues Bild über ihr potenzielles Anlageobjekt machen. Dadurch wird die Attraktivität einer solchen Investition verringert, was zu einer Abnahme der Handelstätigkeit auf dem OTC-Markt führt.

Aus markttechnischer Sicht ist Liquidität eine Grundvoraussetzung für einen funktionierenden Markt.²⁸⁶ Die Verfahrenseffizienz eines Markts hängt wesentlich von seiner Liquidität ab. Angesichts der tiefen Liquidität des OTC-Markts ist dessen Verfahrenseffizienz deshalb als gering einzustufen.²⁸⁷

c) *Eignung als Primär- und Sekundärmarkt*

Das tiefe Handelsvolumen und die geringe Liquidität der ausserbörslich gehandelten Titel haben einen direkten Einfluss auf die Eignung des OTC-Markts als Primär- und Sekundärmarkt. Für die Kapitalaufnahme am Markt ist es notwendig, dass die emittierten Titel im Publikum relativ rasch gestreut werden können. Zurzeit ist eine schnelle Streuung auf dem Schweizer OTC-Markt aufgrund der tiefen Handelsvolumina nicht möglich.²⁸⁸ Gleichzeitig fehlt mit der institutionellen Anlegerschaft der grösste Abnehmer neu emit-

²⁸³ GRUNDLEHNER (FN 198), 35. Nach momentanem Stand wird eine *Mindestkapitalisierung* des Free Floats in der Höhe von CHF 1 Mio. benötigt, damit von einem regelmässigen Handel gesprochen werden kann, vgl. LÜTOLF (FN 169), 109. Es ist davon auszugehen, dass ein solcher Free Float von zahlreichen auf den OTC-Plattformen gelisteten KMUs nicht oder nur schwer erreicht wird.

²⁸⁴ Siehe oben, IV.5.

²⁸⁵ BÜHLER (FN 42), 58, weist darauf hin, dass auch die mediale Berichterstattung zu gelisteten Unternehmen gering ist.

²⁸⁶ VON DER CRONE (FN 78), § 16 N 16.

²⁸⁷ BÜHLER (FN 42), 60.

²⁸⁸ Zur Dauer der Streuung siehe oben, IV.2.

tierter Titel.²⁸⁹ Aus diesen Gründen ist die Kapitalaufnahme mittels Listing an einer OTC-Plattform nicht oder nur stark eingeschränkt möglich. Der OTC-Handel stellt nach hier vertretener Auffassung als Finanzierungsform somit keine oder nur eine geringe Konkurrenz zum börslichen Handel dar. Wird eine Kapitalaufnahme durch den organisierten Handel von emittierten Titeln angestrebt, führt gegenwärtig kein Weg an einer Kotierung vorbei.²⁹⁰ Da sich der ausserbörsliche Handel nur äusserst eingeschränkt zur Kapitalbeschaffung eignet, bietet er auch keine Alternative zum Crowdinvesting oder zu einer Private-Equity-Finanzierung. Mit BÜHLER einhergehend ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die mit einem OTC-Listing verbundene Streuung von Titeln im Publikum einer Privatplatzierung entgegensteht: Aufgrund des Handels auf dem OTC-Markt werden Gestaltungsmöglichkeiten, wie sie bei Private-Equity-Finanzierungen häufig angetroffen werden können, ausgeschlossen.²⁹¹

Ein zentrales Motiv für eine Gesellschaft, sich an einer OTC-Plattform zu listen, besteht in der Öffnung gegenüber dem Publikum. Diese verschafft bestehenden Aktionären die Möglichkeit, ihre Anteile mit geringen Transaktionskosten innerhalb eines institutionalisierten Rahmens veräussern zu können. Wie erwähnt, dient ein OTC-Listing idealerweise auch der Veräusserung von mittels Private Equity oder Crowdinvestings ausgegebener Titel.²⁹² Für eine Publikumsöffnung ist ein regelmässiger Handel der gelisteten Titel notwendig. Die meisten auf dem OTC-Markt gehandelten Valoren gelten jedoch als äusserst illiquid.²⁹³ Als Folge weisen solche Titel grosse Spreads auf und können nur schwer und mit erheblichen Abschlägen veräussert werden.²⁹⁴ Zumindest für diese Titel schafft der OTC-Markt somit keine brauchbare Exit-Option. Von einem funktionierenden Markt kann demzufolge nur

²⁸⁹ Siehe oben, IV.2.

²⁹⁰ Ebenso BÜHLER (FN 42), 15 f., 42 m.w.H. Allerdings garantiert auch eine Börsenpräsenz nicht zwingend, dass die kotierten Titel gehandelt werden, vgl. GRUNDLEHNER (FN 198), 35.

²⁹¹ BÜHLER (FN 42), 64.

²⁹² Siehe oben, IV.2.

²⁹³ LÜTOLF (FN 198), 191.

²⁹⁴ BÜHLER (FN 42), 59 f.

beschränkt gesprochen werden. Die Teilnahme am organisierten, ausserbörslichen Handel führt daher zwingend zu einer faktischen, oftmals aber nicht zu einer effektiven Öffnung gegenüber dem Publikum.

d) *Massnahmen zur Erhöhung der Attraktivität des OTC-Markts*

Massnahmen, die eine Erhöhung der Eignung des OTC-Markts zur Kapitalaufnahme und zur Exit-Option bezwecken, müssen aufgrund des Gesagten primär auf eine Erhöhung der Liquidität bzw. auf die diese limitierenden Faktoren abzielen. Wie ausgeführt, sind OTC-Plattformen in der Schweiz regulatorisch nur schwach erfasst.²⁹⁵ Noch stärker als beim börslichen Handel ist der organisierte, ausserbörsliche Handel folglich vom *Selbstregulierungswillen* der ihn betreibenden Plattformen abhängig. Zudem ist für einen liquiden Handel das Vorliegen eines Marktpotenzials mit entsprechender Nachfrage notwendig. Liquidität kann vom Regulator nicht direkt geschaffen, sondern lediglich durch das Gewährleisten eines geeigneten organisatorischen Rahmens gefördert werden. Massnahmen zur unmittelbaren Erhöhung der Liquidität sind vom Einfluss des Gesetzgebers damit weitgehend ausgenommen.²⁹⁶ Der Regulator kann einzig auf die *Marktorganisation* Einfluss nehmen.

In V.2.b) wurde die geringe Informationsverfügbarkeit der auf dem OTC-Markt gehandelten Titel als dessen Schwäche identifiziert. Die gegenwärtige und künftige Regulierung hat zum Ziel, die Informationsbasis betreffend Handelstransparenz und Emittenten zu vergrössern und Informationsasymmetrien abzubauen. Dadurch soll Investoren ein besser abgestützter Investitionsentscheid ermöglicht werden. Die Betreiber von organisierten Handelssystemen, worunter Schweizer OTC-Plattformen fallen, sind seit 1. Januar 2016 verpflichtet, Informationen zu getätigten Transaktionen zu veröffentlichen (Vor- und Nachhandelstransparenz, Art. 46 FinfraG i.V.m. Art. 42 f.

²⁹⁵ Nach hier vertretener Auffassung handelt es sich bei OTC-Plattformen um organisierte Handelssysteme, siehe oben, IV.6.a)ee).

²⁹⁶ BÜHLER (FN 42), 287.

FinfraV).²⁹⁷ Nach hier vertretener Auffassung ist bei einem OTC-Listing künftig regelmässig ein Prospekt zu veröffentlichen (Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG).²⁹⁸ Inwieweit diese regulatorischen Vorgaben betreffend Erhöhung der verfügbaren Information zu einer Steigerung der Nachfrage nach ausserbörslich gehandelten Valoren führt, wird sich zeigen.

Erschwerend fällt ins Gewicht, dass aufgrund der unterschiedlichen Plattformen, wovon die meisten keine Umsatzzahlen publizieren, kein Gesamtüberblick über den Schweizer OTC-Markt möglich ist. Das Erstellen einer konsolidierten Handelsstatistik wird dadurch verunmöglicht. Das Informationsdefizit betrifft somit nicht nur die einzelnen Emittenten, sondern auch den schweizerischen OTC-Markt als solchen. Die Konkurrenz zwischen den einzelnen OTC-Plattformen bzw. deren Betreibern ist einer Entschärfung dieses Defizits nicht zuträglich. Der Gründung einer einzigen, konkurrenzfähigen Plattform auf dem Schweizer Markt stehen schliesslich die Partikularinteressen der bisherigen Akteure entgegen.²⁹⁹

Den OTC-Plattformen stünde es offen, der Informationsasymmetrie zwischen Emittenten und Handelsteilnehmern auf selbstregulatorischer Basis entgegenzuwirken. Denkbar wäre, dass die Betreiber von OTC-Plattformen verbindliche Voraussetzungen hinsichtlich Rechnungslegung und Publizität an das Listing knüpfen. Teilweise ist das bereits heute der Fall (OTC-X). Damit würde jedoch der Zugang zum organisierten, ausserbörslichen Handel erschwert. Dessen Vorteil gegenüber dem börslichen Handel liegt gerade in seinen niederschweligen Zutrittsschranken.³⁰⁰ Die momentane Dekotierungstendenz³⁰¹ ist ein Resultat der Kostspieligkeit einer Börsenpräsenz. Schweizer OTC-Plattformen positionieren sich deshalb bewusst als günstige Alternativen zur SIX Swiss Exchange.³⁰² Vor diesem Hintergrund erscheint

²⁹⁷ Siehe oben, IV.6.a)dd). Da es sich bei der Herstellung von Vor- und Nachhandels-
transparenz um eine automatisierte Funktion der Plattform handelt, können die
Transparenzerfordernisse ohne grossen finanziellen Aufwand erfüllt werden.

²⁹⁸ Siehe oben, IV.6.b).

²⁹⁹ GRUNDLEHNER (FN 198), 35.

³⁰⁰ Siehe oben, IV.5.

³⁰¹ Vgl. eingehend BÜHLER (FN 42), 38 ff.

³⁰² GRUNDLEHNER (FN 198), 35.

es unwahrscheinlich, dass die Voraussetzungen – und damit die Kosten – für das OTC-Listing kurz- oder mittelfristig erhöht werden.

Zahlreiche OTC gelistete Titel gelten als illiquid. Das bedeutet, dass das Handelsvolumen des OTC-Markts nicht per se positiv mit der Anzahl der gelisteten Unternehmen korreliert. Die Handelstätigkeit wird nur durch das Listing solcher Gesellschaften erhöht, bezüglich deren Aktien eine Nachfrage seitens des Publikums besteht. Eine Massnahme zur Erhöhung der Liquidität könnte somit darin bestehen, ausschliesslich Gesellschaften mit einem gewissen Marktpotenzial am organisierten, ausserbörslichen Handel teilnehmen zu lassen. Dabei handelt es sich um Unternehmen, die unter Einbezug sämtlicher Risiken (insbesondere auch des Risikos der Illiquidität) eine angemessene Rendite versprechen. Bei zahlreichen auf OTC-Plattformen geführten Unternehmen dürfte dies nicht der Fall sein: Wie in IV.3.c) dargelegt, weisen gelistete Gesellschaften oftmals einen stark lokalen Bezug auf, der den Anlageentscheid der Investoren massgeblich beeinflusst. Dass persönliche Verbundenheit nur eine äusserst geringe Anzahl Anleger zur Investition bewegt, ist naheliegend. Zum Zweck der Erhöhung des Handelsvolumens auf dem OTC-Markt wäre es deshalb denkbar, solche Unternehmen nicht mehr neu zu listen.

Als zentraler Grund für die geringe Liquidität des OTC-Markts wurden die geringen Free Floats zahlreicher gelisteten Gesellschaften identifiziert.³⁰³ Den Anbietern des organisierten, ausserbörslichen Handels stünde es frei, für das Listing – gleich wie die SIX Swiss Exchange hinsichtlich Kotierung – eine Mindestkapitalisierung und einen bestimmten Free Float vorzuschreiben. Eine Nachfrage nach den gelisteten Titeln vorausgesetzt, hätten diese Anforderungen eine markante Steigerung der Handelstätigkeit und damit eine Erhöhung der Eignung des OTC-Markts als Primär- und Sekundärmarkt zur Folge. Gleichzeitig bedeutete die Einführung solcher Voraussetzung eine Erschwerung des Marktzugangs für Emittenten. Ob die Schweizer OTC-Plattformen hierzu bereits sind, ist deshalb mehr als fraglich.

³⁰³ Siehe oben, V.2.c).

e) *Ergebnis*

Mit der Einführung des FinfraG und dem geplanten Inkrafttreten des FIDLEG/FINIG nimmt der Regulator in beschränktem Ausmass Einfluss auf die Organisation des OTC-Markts. Zu welchem Ergebnis die Neuerungen betreffend Prospektpflicht und Handelstransparenz führen werden, kann zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht abschliessend beurteilt werden.

Auf der anderen Seite scheint der Selbstregulierungswille der Schweizer OTC-Plattformen momentan gering zu sein. Nach Ansicht der Betreiber solcher Plattformen vermag der Nutzen des niederschweligen Zugangs offenbar die mit der geringen Informationsbasis und der geringen Liquidität verbundenen Nachteile aufzuwiegen. Die aktuelle Dekotierungstendenz und der Run auf die ausserbörslichen Handelsplattformen scheinen den Betreiber schweizerischer OTC-Plattformen Recht zu geben. Schon seit Längerem wird in diesem Kontext von einem „Exodus zu OTC“³⁰⁴ gesprochen.

Für die künftige Bedeutung des OTC-Handels wird entscheidend sein, wie sich dessen Anbieter strategisch positionieren. Denkbar ist, dass die schweizerischen OTC-Plattformen weiterhin die Niederschwelligkeit des Zugangs ins Zentrum stellen. Eine alternative Gangart bestünde darin, mittels erhöhter Voraussetzungen für ein Listing eine Selektion der im Handel vertretenen Unternehmen anzustreben.

VI. Schlussbemerkungen

In der Gründungs- und Frühphase bekunden Unternehmen oftmals Mühe, Zugang zu Risikokapital zu erhalten. In diesem Kontext kann Crowdfunding eine kostengünstige Alternative zu anderen Finanzierungsformen (insbesondere zur Privatplatzierung) darstellen. Wie aufgezeigt, wird für den Erfolg eines Crowdfunding-Projekts vorausgesetzt, dass es eine breite Öffentlichkeit anspricht und medial präsent ist. Idealerweise stellt das Projekt zudem ein Näheverhältnis zum Investor her. Vor dem Hintergrund der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen lässt sich festhalten, dass Crowdin-

³⁰⁴ NZZ vom 5. Oktober 2015, Nr. 230, S. 23.

vesting nur dann Sinn macht, wenn das spezifische Projekt oder die jeweilige Crowdfunding-Plattform nicht der Aufsicht der FINMA untersteht. Andererseits ist denkbar, dass Crowdfunding-Dienstleistungen künftig vermehrt von Banken angeboten werden, die bereits über die notwendige Bewilligung verfügen. Für die Bedeutung des Crowdfundings *de lege ferenda* dürfte entscheidend sein, wie der Ausnahmekatalog zur Prospektpflicht im FIDLEG effektiv ausgestaltet wird. Nach jetzigem Stand ist allerdings nicht ersichtlich, dass der Schweizer Gesetzgeber analog der Europäischen Kommission³⁰⁵ eine allgemeine Überarbeitung der Prospektpflichten verfolgt, um den Zugang zu den Kapitalmärkten zu verbessern.

Wie dargelegt, setzt eine Investition die spätere Möglichkeit zur Desinvestition voraus. In diesem Kontext wäre dem organisierten, ausserbörslichen Handel die Rolle zugeordnet, eine weniger kostenintensive Alternative zum börslichen Handel zu bieten. Aus dem Gesagten erhellt, dass der OTC-Handel diese Erwartungen unter den geltenden regulatorischen Rahmenbedingungen nicht erfüllt. Noch gelingt es ihm nicht, die Lücke zwischen privatem Handel und Börsenkotierung zu schliessen. Gleichzeitig ist der organisierte, ausserbörsliche Handel nur unter ganz spezifischen Voraussetzungen zu einer Kapitalaufnahme geeignet.³⁰⁶

Nach momentanem Stand überlässt der schweizerische Regulator im Bereich OTC das Feld weitgehend dem Selbstregulierungswillen der Handelsteilnehmer. Diesbezüglich kontrastiert der Schweizer Regulierungsentwurf mit demjenigen der Europäischen Union, der bspw. die Regulierung von KMU-Wachstumsmärkten kennt.³⁰⁷ Angesichts der (noch) geringen Bedeutung des OTC-Handels sind deshalb zumindest Zweifel an der Eignung des schweizerischen Regulierungsansatzes angebracht.

³⁰⁵ Europäische Kommission (FN 14), 11.

³⁰⁶ Siehe oben, V.2.c).

³⁰⁷ Art. 33 MiFID II.