

# ***Crowdfunding - Entwicklungen im Ausland***

*Die EU und die USA als «Taktgeber» für die  
Rechtsentwicklung in der Schweiz*

Dr. Simon Schären, Rechtsanwalt, LL.M.  
Manager

PwC Zurich, Legal FS Regulatory and Compliance Services

Zürich | 09. 09. 2015



---

## ***Agenda***

1. Einführung
2. Entwicklungen in Europa (EU)
3. Entwicklungen in den USA
4. Schlussfolgerungen mit Blick auf die Schweiz
5. Kontakt

# 1

## ***Crowdfunding als globales Phänomen***

- Crowdfunding ist weltweit erfolgreich und auf Wachstumskurs
- Dominierend sind Märkte in den USA, Asien und Europa
- Entwicklung von Crowdfunding hängt stark vom regulatorischen Umfeld ab
- Ausländische Märkte sind weiter entwickelt als der Schweizer Markt – Mitverfolgung der regulatorischen Entwicklung im Ausland als «Vorbild» daher zentral
- Rechtsvergleichend und rechtspolitisch sind die Rahmenbedingungen in den USA und in der EU für die Schweiz besonders bedeutsam

# Entwicklungen in Europa (EU)

## 2

5

### ***Der europäische Crowdfunding-Markt (1/2)***

- Der europäische Crowdfunding-Markt ist *international bedeutsam* und auf Wachstumskurs (*Quelle*: Studie Masssolution 2015; Crowdfunding Industry Report)
  - Das Gesamtvolumen des europäischen Marktes lag 2015 bei rund 3 Mia. CHF
  - Wachstum von 144 % zwischen 2013 und 2014
  - Für 2015 wird eine Verdoppelung des Volumens erwartet
- International liegt der Europäische Markt hinter den USA (> 8.7 Mia. CHF) zurück, befindet sich aber auf Augenhöhe mit Asien (3.1 Mia. CHF)

---

## ***Der europäische Crowdfunding-Markt (2/2)***

- Innerhalb von Europa ist *Grossbritannien* führend (*Quelle: Studie IFZ Crowdfunding Monitoring 2015*)
  - Grösstes Volumen (2014 beliefen sich die vermittelten Gelder auf 2.8 Mia. CHF = 80% des Marktes)
  - Höheres Wachstum 2013 bis 2014 als übrigen EU-Länder (+168% UK; + 83% im übrigen Europa)
  - Die meisten Crowdfunding-Plattformen befinden sich in Grossbritannien, d.h. 65 (Platz 2: Spanien 34, Platz 3: Frankreich 33, Platz 4: Deutschland 31).

---

## ***Vision «Digitaler Binnenmarkt»***

- *Strategiepapier der EU-Kommission vom 6. Mai 2015*
- Agenda zur Schaffung eines «digitalen Binnenmarktes»
- Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen mit Blick auf FinTech kein explizites Ziel

---

## ***Allgemeines zu «FinTech»-Policy und «FinTech»-Regulierung in der EU***

- Entstehen einer «FinTech»-Industrie als digitale Herausforderung für Gesetzgeber und Aufsicht
- Umfassende FinTech-Regulierung existiert in der EU (noch) nicht
- Ansätze für eine Regulierung in Teilbereichen
  - E-Money Directive (EMD)
  - Payment Services Directive (PSD)

---

## ***Crowdfunding Regulierung in der EU***

- *Mitteilung der Kommission betr. Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der EU vom 27. März 2015*
- Ausgangslage: Fehlen eines EU-weiten regulatorischen Konzepts
- Fragmentierung - unterschiedliche nationale Konzepte
  - Fehlende regulatorische Interoperabilität und Kohärenz lokaler Aufsichtsregimes
  - Konsequenz: Eine grenzüberschreitende und europaweite Tätigkeit nicht erkennbar - Förderung von Crowdfunding bloss lokal möglich

---

## **Beurteilung des regulatorischen Regimes durch die ESMA**

- *ESMA opinion und ESMA advice – investment-based crowdfunding vom 18. Dezember 2014*
- Analyse des geltenden harmonisierten EU-Rechtsrahmens anhand einschlägiger EU-Richtlinien (insb. PR, MiFID, AIFM)
  - Nach der Beobachtung der ESMA operieren viele Crowdfunding-Modelle ausserhalb des regulatorischen Systems
  - Feststellung: Lücken («Gaps») im regulatorischen System
  - Harmonisiertes Finanzmarktrecht der EU wurde nicht mit Rücksicht auf Crowdfunding geschaffen

---

## **Crowdfunding Regulierung – Prospektrichtlinie (PR)**

- *Prospektpflicht* bei (i) öffentlichem Angebot oder (ii) Zulassung zum Handel an geregelter Markt in der EU (Art. 3 PR)
- Prospektpflicht bei Crowdfunding grundsätzlich anwendbar
- Oft kommt aber eine *Ausnahme* zur Anwendung (ESMA opinion, 13):
  - PR erfasst nur «übertragbare Wertpapiere» i.S.v. MiFID
  - Höhe des emittierten Betrags
    - Angebot < EUR Mio 5 pro Jahr - RL nicht anwendbar (Art. 1[2][h] PR)
    - Angebot < EUR 100'000 pro Jahr - keine Prospektpflicht (Art. 3[2][e] PR)
  - Angebot an qualifizierte Anleger (Art. 3[2][a] PR)
  - Angebot umfasst < 150 Anleger/Mitgliedstaat (Art. 3[2][b] PR)

---

## ***Crowdfunding Regulierung – MiFID-RL***

- MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) reguliert u.a. die Zulassung und Tätigkeit von *Wertpapierfirmen*, die sog. *Wertpapierdienstleistungen* und *Anlagetätigkeiten* erbringen
- Wertpapierfirmen sind i.d.R. bewilligungspflichtig und müssen Organisations- und Kapitalvorschriften sowie diverse Verhaltensregeln beachten
- Tätigkeit einer Crowdfunding-Plattform stellt i.d.R. eine Wertpapierdienstleistung dar (ESMA opinion, 15)
- Relevante Wertpapierdienstleistungen sind gemäss ESMA insb. (Anhang 1, Abschnitt A [1], [2]; ESMA opinion, 16):
  - Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben;
  - Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden

---

## ***Crowdfunding Regulierung – AIFM-RL (1/2)***

- AIFM-RL reguliert Verwalter alternativer Investmentfonds
- AIFM = Jedes Institut, das einen AIF verwaltet
- Definition AIF (Art. 4a AIFM-RL): Organismus für gemeinsame Anlagen, der
  - von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren; und
  - keine Genehmigung gemäss Artikel 5 OGAW-RL benötigt
- Ausschluss operativer Tätigkeiten (ESMA Guidelines 2013/611)

---

## ***Crowdfunding Regulierung – AIFM-RL (2/2)***

- Position ESMA: *Crowdfunding Plattform* kann grundsätzlich als AIFM qualifizieren (ESMA opinion, 22)
- Mögliche Gegenargumente:
  - Plattform «poolt» i.d.R. keine Vermögenswerte
  - Plattform «verwaltet» Vermögen nicht
  - Gibt es eine «festgelegte Anlagestrategie» ?

---

## ***Crowdfunding Regulierung – weitere Richtlinien***

- Weitere Richtlinien, die potentiell relevant sind für Crowdfunding (vgl. u.a. ESMA opinion Crowdfunding, Appendix 3):
  - Geldwäschereirichtlinie
  - Zahlungsdienstleistungsrichtlinie
  - Richtlinie über irreführende und vergleichende Werbung
  - Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr
  - Richtlinie über missbräuchliche Vertragsklauseln
  - Richtlinie über Verbraucherkreditverträge



# 3

## ***Der US-amerikanische Crowdfunding-Markt***

- US-players als «Trendsetters» in der digitalisierten Wirtschaft
  - Start-up-Szene («Silicon Valley»)
  - FinTech-Umfeld («PayPal» etc.)
- Crowdfunding als Finanzierungsmodell bereits gut etabliert
  - Grösster und wichtigster Markt
  - Weltweites Volumen an über Crowdfunding vermittelten Geldern 2014: 14.8 Mia CHF total, 8.7 Mia. CHF entfielen auf USA
  - Crowdfunding wird zu einer «Industrie»
    - Beteiligung professioneller Investoren
    - Entstehung einer Beratungsindustrie
    - Börsengänge von Plattformen («Lending Club» 2014)

---

## ***JOBS Act – Grundlagen und Konzept***

- ***Ausgangslage:*** Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt durch Startup-Unternehmen war lange Zeit durch Regulierungen erschwert (Securities Laws [*Securities Act of 1933* und *Securities Exchange Act of 1934*])
  - Praktisches Hindernis: Das öffentliche Anbieten von «*Securities*» (Wertpapiere) setzt in aller Regel eine **Registrierung** bei der SEC voraus
  - «*Private Placement Exemptions*» und andere Ausnahmen waren limitiert und für den Startup-Kontext nicht ausreichend
  - Beteiligte Intermediäre (online Portale) waren z.T. als *Broker-Dealers* bewilligungspflichtig
- JOBS Act («*Jumpstart our Business Act*»), in Kraft seit 5. April 2012, soll u.a. Startup-Finanzierung erleichtern

---

## ***JOBS Act – Crowdfunding Exemption (1/3)***

- Titel III des JOBS Act («*Crowdfunding Act*») soll die Kapitalaufnahme über online Plattformen erleichtern, indem der *Securities Act of 1933* angepasst wird
- ***Sec. 4(a)(6) Securities Act of 1933:*** Kapitalaufnahme im Publikum im Umfang von *USD 1'000'000 ohne Registrierungspflicht:*
  - Für alle Arten von Investoren zugänglich (Publikumsanleger)
  - jährlicher *Höchstbetrag* pro Investor
    - Jährl. Einkommen bzw. net worth < USD 100'000 – *Betrag:* USD 2'000 oder 5% des jährl. Einkommens/net worth
    - Jährl. Einkommen oder net worth ≥ USD 100'000 – *Betrag:* 10% des jährl. Einkommens oder net worth, höchstens aber USD 100'000

---

## ***JOBS Act – Crowdfunding Exemption (2/3)***

- *Sec. 4A(b)(1) Securities Act Of 1933*: Besondere Anforderungen an Emittenten
  - Im Rahmen der Crowdfunding Exemption gibt es *keine Registrierung der Titel* und *kein Prospekterfordernis*
  - Emittent muss der SEC aber eine Reihe von Informationen zur Verfügung stellen (“Disclosures”), die auch den Investoren sowie dem Broker bzw. Funding Portal zugänglich gemacht werden müssen
  - Informationen umfassen insb. Angaben zum Emittenten (Name, Geschäftssitz etc.), Bilanzen, Angaben zu den Verwaltungsräten und Geschäftsführern etc.

---

## ***JOBS Act – Crowdfunding-Regulierungen (3/3)***

- *Sec. 4A(a) Securities Act of 1933*: Besondere Anforderungen an den Intermediär
- Die Crowdfunding Exemption ist nur anwendbar, wenn die Emission über
  - (i) einen lizenzierten broker-dealer; oder
  - (ii) durch ein bei der SEC registriertes online-“*Funding Portal*” erfolgt
- *Sec. 3(h) Securities Exchange Act of 1934*: Das Funding Portal muss *keine Bewilligung als Broker-Dealer* beantragen
  - Registrierung/Limitierte Aufsicht durch SEC vorbehalten
  - Anschluss an Selbstregulierungsorganisation zwingend
  - Detaillierte SEC Rules immer noch ausstehend

# 4

## ***Der Schweizer Markt im internationalen Kontext***

- Schweizer Markt ist im internationalen (europäischen) Vergleich noch in «Anfangsphase»
- Wachstumstendenz:
  - Volumen 2014: CHF 15.8 Mio
  - Vorjahr CHF 11.6 Mio – Zunahme von 36%
- In der Schweiz gibt es derzeit 30 Plattformen
- Vergleich Plattformen in EU: GB 65, Spanien 34, Frankreich, Deutschland 31 (Quelle: Studie IFZ Crowdfunding Monitoring 2015, 23)

## ***Der Schweizer Markt im internationalen Kontext***

- Absolute Volumen und relative Volumen (pro Einwohner) im Europäischen Vergleich (Quelle: Studie IFZ Crowdfunding Monitoring 2015, 25)
- Absolut: Schweiz Platz 9; Relativ: Platz 8

Länder	Volumen (In CHF Mio.)	Volumen pro Einwohner (In CHF)
Grossbritannien	2'838,5	43,7
Frankreich	187,0	2,9
Deutschland	170,0	2,1
Schweden	130,0	13,2
Niederlande	94,7	5,6
Spanien	75,3	1,6
Estland	26,7	20,3
Finnland	20,6	3,8
Schweiz	15,8	1,9

## ***Der regulatorische Rahmen in der Schweiz im internationalen Kontext***

- Regulatorische Rahmenbedingen als Grund für «Rückstand»?
- Schweizer System ist tendenziell liberaler als jenes der EU und der USA
- Tendenz: *Angleichung* der Rahmenbedingungen an EU-Regulierung (Beispiel FIDLEG, FinfraG, KAG vs. MiFID II, MiFIR, EMIR, AIFM)
- Beispiel EU zeigt, dass einheitliche und kohärente Regulierungen für Crowdfunding-Modelle auch im Ausland noch unterentwickelt sind

---

# *Kontakt*

# 5

27



**Dr. iur. Simon Schären, Rechtsanwalt, LL.M.**

Manager, Legal FS Regulatory & Compliance Services

PricewaterhouseCoopers AG

Birchstrasse 160

CH-8050 Zürich

[simon.schaeren@ch.pwc.com](mailto:simon.schaeren@ch.pwc.com)

---

# ***Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.***

This publication has been prepared for general guidance on matters of interest only, and does not constitute professional advice. You should not act upon the information contained in this publication without obtaining specific professional advice. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of the information contained in this publication, and, to the extent permitted by law, PricewaterhouseCoopers AG, its members, employees and agents do not accept or assume any liability, responsibility or duty of care for any consequences of you or anyone else acting, or refraining to act, in reliance on the information contained in this publication or for any decision based on it.

© 2015 PwC. All rights reserved. In this document, "PwC" refers to PricewaterhouseCoopers AG which is a member firm of PricewaterhouseCoopers International Limited, each member firm of which is a separate legal entity.