



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIV



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIV

Schulthess § 2019

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 2019
ISBN 978-3-7255-8088-0

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Dual Track – IPO vs. M&A	7
<i>Dr. Matthias Courvoisier, Rechtsanwalt, MSc in Finance, Partner bei Baker McKenzie, Zürich</i>	
IPO vs. ICO	33
<i>Dr. Alexander von Jeinsen, Rechtsanwalt, LL.M., Bär & Karrer AG, Zürich</i>	
Moving the Goalposts between Launch and Pricing <i>oder</i> Der Prospektnachtrag beim IPO unter bisherigem und zukünftigem Recht	57
<i>Dr. Lorenzo Togni, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich</i>	
Initial Public Offering vs. Börsengang ohne Platzierungsangebot	93
<i>Peter Probst, Rechtsanwalt, LL.M., Head Listing, Six Exchange Regulation AG, Zürich</i>	

IPO vs. ICO

Alexander von Jeinsen

Inhalt

I.	Einleitung und Begriffsbestimmung	33
1.	Begriffsbestimmung	36
2.	Gemeinsamkeiten und Unterschiede	37
3.	Token als Effekten?	38
a)	Vereinheitlichung und Eignung zum massenweisen Handel	38
b)	Wertpapiere	39
c)	Wertrechte	40
d)	Derivate	42
e)	Bucheffekten	43
f)	Einführung von DLT-Wertrechten	43
II.	Kapitalmarktrechtliche Fragestellungen bei IPOs und ICOs in der Schweiz	45
1.	Pflicht zur Prospekterstellung <i>de lege lata</i>	45
a)	Art. 652a OR	45
b)	Kotierungsreglemente	45
2.	Pflicht zur Prospekterstellung <i>de lege ferenda</i>	46
a)	Grundsatz	46
b)	Ausnahmen und Erleichterungen	47
c)	Prüfung durch Prüfstelle	48
3.	Grundzüge der Prospekthaftung	49
4.	Anwendbarkeit der Finanzmarktregulierung auf ICOs	49
III.	Kapitalmarktrechtliche Fragestellungen bei ICOs im internationalen Kontext	52
IV.	Praktische Vor- und Nachteile	53
a)	Zeitpunkt der Transaktion	53
b)	Geringere Kosten beim ICO?	53
c)	Rolle des Bankenkonsortiums	54
V.	Fazit	54

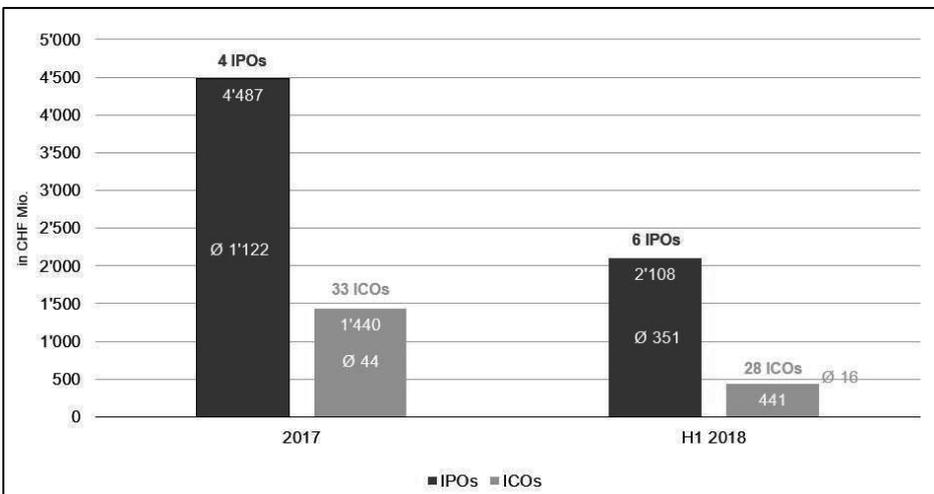
I. Einleitung und Begriffsbestimmung

Der vorliegende Beitrag widmet sich der Gegenüberstellung von *Initial Public Offerings* (IPOs) mit einer jungen Form kapitalmarktrechtlicher Transaktionen, namentlich den sog. *Initial Coin Offerings* (ICOs). Letztere haben in jüngerer Zeit internatio-

nal und nicht zuletzt in der Schweiz zu zahlreichen positiven wie negativen Schlagzeilen geführt.

Neben dem traditionell starken Finanzplatz Schweiz, einschliesslich seines bedeutenden Kapitalmarkts, ist es der Schweiz in den letzten Jahren gelungen, sich international als eines der wichtigsten Zentren im Bereich der Blockchain bzw. Distributed Ledger Technologie („DTL“) zu etablieren. Insbesondere im Raum Zug, dem sog. *Crypto Valley*, hat sich ein ganzes „Ökosystem“ mit einer Vielzahl in diesem Bereich tätiger Unternehmen etabliert.¹ Teil dieser Entwicklung waren zahlreiche Schweizer ICOs, die teilweise beachtliche Summen eingespielt haben.

Ein Vergleich der IPO und ICO Aktivität in der Schweiz zeigt dabei folgendes Bild:²

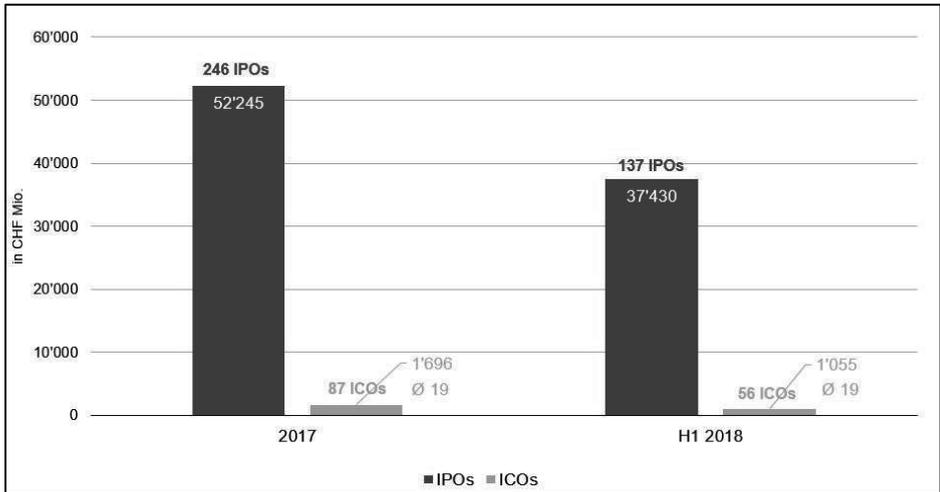


Insoweit zeigt sich, dass die Anzahl ICOs deutlich über der Anzahl IPOs liegt, der IPO Markt in der Schweiz jedoch hinsichtlich des Marktvolumens nach wie vor deutlich grösser ist, als der ICO Markt. In den USA zeigt sich ein ähnliches Bild.³

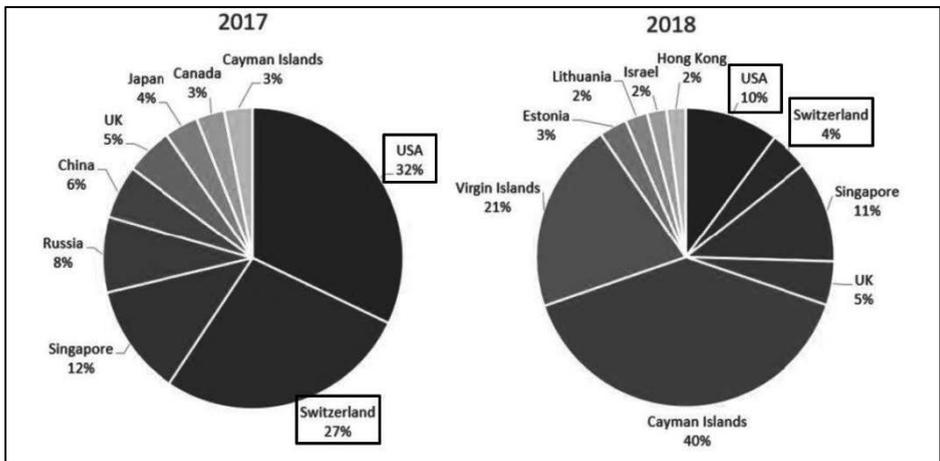
¹ Siehe <<https://cryptovalley.swiss/>>.

² Quellen: Zürcher Kantonalbank, IPO-Newsletter Q2 2018 <<https://www.seca.ch/getattachment/46504185-8854-4406-814b-afd1a7bd3bcf/ipo-newsletter-q2-2018.aspx>>; DIEMERS DANIEL et al., Initial Coin Offerings – A strategic perspective, June 2018 <https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20180628_PwC-S-CVA-ICO-Report_EN.pdf>; SIX Swiss Exchange, IPO History <https://www.six-group.com/exchanges/shares/companies/ipo/2018/overview_de.html> und <https://www.six-group.com/exchanges/shares/companies/ipo/2017/overview_de.html>. Die Daten für das erste Halbjahr 2018 erfassen IPOs bis einschliesslich Juni 2018 und ICOs bis einschliesslich Mai 2018.

³ Quellen: Zürcher Kantonalbank (FN 2); DIEMERS et al. (FN 2).



Im Vergleich Schweiz und USA fällt jedoch auf, dass der ICO Markt in den abgebildeten Zeiträumen in der Schweiz relativ gesehen, also im Vergleich zum IPO Markt, deutlich grösser ist als in den USA. Dies kann als Erfolg der Schweizer Ökosysteme und insbesondere des *Crypto Valley* gewertet werden. Allerdings scheint der Marktanteil beider Länder am globalen ICO Markt rückläufig zu sein:⁴



⁴ Quelle: ESMA, Securities and Markets Stakeholder Group, Own Initiative Report on InitialCoin Offerings and Crypto-Asset, 19. Oktober 2018 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf>.

Gegenstand dieses Beitrags soll eine Gegenüberstellung von IPO und ICO aus kapitalmarktrechtlicher Sicht sein. Einer Begriffsbestimmung folgend (unten, I.1.) werden zunächst Gemeinsamkeiten und Unterschiede von IPO und ICO dargestellt (unten, I.2.) und die Einordnung von Token als Effekten diskutiert (unten I.3). Die unter II. vorgenommene Untersuchung kapitalmarktrechtlicher Fragestellungen bei IPOs und ICOs in der Schweiz stellt sodann den Schwerpunkt des Beitrags dar. Ihr folgt ein kurzer Exkurs zu kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen bei ICOs im internationalen Kontext (unten, III.). Zum Abschluss werden praktische Vor- und Nachteile diskutiert (unten, IV.) und ein kurzes Fazit gezogen (unten, V.).

1. Begriffsbestimmung

Als IPO wird in diesem Beitrag ein öffentliches Angebot von Aktien im Rahmen eines Börsengangs verstanden.⁵ Dabei spielt es für die rechtliche Analyse grundsätzlich kaum eine Rolle, ob die Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu geschaffen werden (sog. *primary shares*) und/oder von einem oder mehreren bestehenden Aktionären verkauft werden (sog. *secondary shares*). Gleiches gilt im Grundsatz auch für ICOs. Ein ICO bei dem die Erlöse jedoch nicht dem Emittenten sondern einem verkaufenden Aktionär zukommen, dürfte im Moment jedoch eher die Ausnahme sein.

Demgegenüber wird unter einem ICO in Anlehnung an die Definition der FINMA im Ausgangspunkt die digitale Form der öffentlichen Kapitalbeschaffung zu unternehmerischen Zwecken und ausschliesslich über die DTL bzw. Blockchain-Technologie verstanden.⁶ Für die Zwecke dieses Beitrags ist jedoch eine Einschränkung vorzunehmen: Um einen Vergleich mit IPOs zu ermöglichen, erfasst der Begriff ICO vorliegend nur Transaktionen, bei denen Aktien in Form von sog. Anlage-Token bzw. Security-Token ausgegeben werden. Entsprechend wird unter dem Begriff *Token* nachstehend stets ein Token verstanden, der eine Aktie an einer Schweizer Aktiengesellschaft darstellt.⁷ Nicht erfasst werden demnach die Ausgabe von Zahlungs- oder Nutzungs-Token, da solche Token nicht mit den im Rahmen eines IPO ausgegebenen Aktien vergleichbar sind.⁸

⁵ Vgl. etwa die Definition in Gablers Wirtschaftslexikon: „*erstmaliges öffentliches Angebot einer bislang nicht börsen[kotierten] Aktiengesellschaft [...], Aktien des emittierenden Unternehmens zu zeichnen mit der Zielsetzung, diese an einer Wertpapierbörse zum Handel zuzulassen und zu [k]otieren*“ <<https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/ipo-41684>>.

⁶ FINMA-Aufsichtsmitteilung 04/2017, Aufsichtsrechtliche Behandlung von Initial Coin Offerings, 2.

⁷ Vgl. zur umstrittenen Einordnung von Token als Effekten unten, I.3.

⁸ Vgl. zur Klassifizierung von Token durch die FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) (2018), 2 ff. Der Vollständigkeit halber sei noch angemerkt, dass die oben dargestellten ICO-Statistiken auch Fälle umfassen, bei denen Nutzungs- und Zahlungstoken ausgegeben wurden. Die Anzahl ICOs, in denen Anlage-Token ausgegeben wurden, dürfte deutlich darunter liegen.

Die Ausgabe von klassischen Kapitalmarktprodukten, wie Aktien, in Form von Token ist dabei sowohl für Emittenten als auch für Investoren besonders interessant, da Aktien den Investoren ein vertrautes Bündel an Rechten vermitteln und sich entsprechend die Transaktionskosten im Hinblick auf die rechtliche Ausgestaltung der Token reduzieren.⁹ Die Ausgabe von Nutzungs-Token oder hybriden-Token hingegen erfordert, dass sich der Investor in jedem Einzelfall sehr detailliert mit den genauen Charakteristika des Token auseinandersetzt, um festzustellen, welche Rechte er durch den Erwerb des Token erhält. Dieser Zusatzaufwand entfällt bei der Ausgabe von Aktien, was diese Form von ICOs für den Kapitalmarkt besonders attraktiv macht.

Als synonyme Begriffe für den Begriff des ICO werden gelegentlich die Begriffe *Token Generating Event (TGO)* sowie in jüngerer Zeit der an sich treffendere Begriff der *Security Token Offerings (STO)* verwendet. Letzterer ist hinsichtlich der Kategorisierung des ausgegebenen Token präziser, da Nutzungs- und Zahlungs-Token schon begrifflich nicht erfasst werden. Dennoch soll in diesem Beitrag der bislang gebräuchlichere Begriff ICO verwendet werden.

2. Gemeinsamkeiten und Unterschiede

Ausgehend von diesen Definitionen lassen sich drei wesentliche Gemeinsamkeiten von IPOs und ICOs herausarbeiten:

- *Erstmaligkeit der Kapitalbeschaffung* – Die durch das *initial* implizierte Erstmaligkeit der Kapitalbeschaffung ist in erster Linie aus Marketing Gesichtspunkten relevant. Typischerweise ist die mediale Aufmerksamkeit bei Kapitalmarktdebütanten deutlich grösser als bei Folgetransaktionen wie bspw. einer Bezugsrechtsemission oder eines *Accelerated Bookbuilding*. Aus rechtlicher Sicht spielt dieses Kriterium jedoch nur eine untergeordnete Rolle, da die kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen auch bei Folgetransaktionen im Wesentlichen identisch sind.
- *Öffentliche Kapitalbeschaffung* – Das Angebot der Aktien an die Öffentlichkeit bzw. das Publikum ist hingegen eine zentrale Weichenstellung für die (kapitalmarkt-)rechtliche Einordnung der Transaktion. Nur das öffentliche Angebot von Aktien löst die Pflicht zur Erstellung eines Emissionsprospekts aus.
- *Ausgabe von Aktien* – Schliesslich zielen sowohl ein IPO wie auch ein ICO im Sinne dieses Beitrags auf die Ausgabe von Aktien ab.

⁹ So wohl auch von der CRONE HANS CASPAR/MONSCH MARTIN/MEISSER LUZIUS, Aktien-Token, GesKR 1/2019, 1 (2); IFFLAND JACQUES/LÄSER ALESSANDRA, Die Tokenisierung von Effekten, GesKR 4/2018, 415 (417).

Demgegenüber bestehen auch einige (vermeintliche) Unterschiede:

- *Börse vs. Blockchain* – Kotierte Aktien werden über eine Börse gehandelt. Entgegen teilweise etwas missverständlicher Formulierungen erfolgt auch der eigentliche Handel von Token in der Regel über sog. „Krypto-Börsen“ und nicht über die Blockchain. Auf der Blockchain abgebildet wird lediglich die Zuordnung der Token; die Blockchain ersetzt damit im engeren Sinne nicht die Börse, sondern vielmehr die entsprechenden Abwicklungssysteme für *Clearing* und *Settlement*.¹⁰
- *Rolle von Intermediären* – Ein IPO-Emittent gliedert sich bewusst oder gezwungenermassen in ein System von etablierten Marktteilnehmern und Intermediären ein. Beispiele umfassen das Investmentbankkonsortium, die Börse einschliesslich Abwicklungssystem und in der Regel mehrere nationale und internationale Anwaltskanzleien. Demgegenüber suchten ICO-Emittenten in der Vergangenheit (vermeintlich) die Unabhängigkeit von diesen Intermediären. Teilweise waren etablierte Intermediäre auch nicht gewillt, bei ICOs mitzuwirken. Mittlerweile bringen sich allerdings verschiedene Marktteilnehmer in Stellung die Rollen der klassischen Intermediäre zu übernehmen und befinden sich bspw. im Prozess, eine Banklizenz zu erwerben.
- *Regulierung* – Schliesslich bewegen sich ICO-Emittenten vermeintlich in einem unregulierten bzw. unregulierteren rechtlichen Umfeld. Ob dies aus kapitalmarkt-rechtlicher Sicht der Fall ist, ist die zentrale Fragestellung dieses Artikels.

3. Token als Effekten?

Kontrovers diskutiert und für die kapitalmarktrechtliche Einordnung zentral ist die Frage, ob Token Effekten im Sinne des Schweizer Finanzmarktrechts sind. Gemäss der einschlägigen Definition in Art. 2 lit. b FinfraG sind Effekten „*vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten*“.

a) *Vereinheitlichung und Eignung zum massenweisen Handel*

Gemäss Art. 2 Abs. 1 FinfraV gelten als vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Effekten Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten, die in gleicher Struktur und Stückelung öffentlich angeboten oder bei mehr als 20 Kundinnen und Kunden platziert werden, sofern sie nicht für einzelne Gegenparteien besonders geschaffen werden. Nicht erforderlich ist, dass die Effekten kotiert sind.¹¹

¹⁰ Vgl. Art. 23 SIX-Kotierungsreglement sowie Art. 5.5 BX-Kotierungsreglement.

¹¹ Vgl. ausführlicher zu den Kriterien etwa BK-DAENIKER/WALLER, Art. 2 b FinfraG N 20 ff.

Im Rahmen von ICOs ausgegebene Token erfüllen diese Anforderungen typischerweise, da sie fungibel, also untereinander vertretbar sein sollen. Sofern Aktien in Form von Token ausgegeben werden, weisen diese die gleiche Struktur und Stückelung auf, werden im Rahmen des ICO öffentlich angeboten¹² und in aller Regel bei mehr als 20 Aktionären platziert.

b) *Wertpapiere*

Gemäss Art. 965 OR ist ein Wertpapier jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann. Eine Qualifikation von Token als Wertpapiere setzt damit voraus, dass der Token eine Urkunde sein kann. Zwar muss eine Urkunde in diesem Sinne nicht notwendigerweise ein Papier sein; jedoch wird grundsätzlich das Vorliegen eines körperlichen Erklärungsträgers für erforderlich gehalten, damit von einer Urkunde gesprochen werden kann.¹³ Ein lediglich auf der Blockchain abgebildeter Token erfüllt diese Anforderung mangels Körperlichkeit nicht.¹⁴

Allerdings wird in der Lehre teilweise propagiert, Token im Wege der teleologischen Auslegung als Wertpapier zu qualifizieren.¹⁵ Dafür spricht, dass die Verbindung eines unkörperlichen Vermögenswerts mit einem Token gewisse Ähnlichkeiten mit der Verbindung eines unkörperlichen Vermögenswerts mit einem Papier aufweist.¹⁶ Beide machen das Recht beherrschbar, da die Verbindung einen Rechtsträger schafft, der die eindeutige Zuordnung des Rechts ermöglicht. Anders als blosse Daten kann ein Token nicht dupliziert werden. Ähnlich des Besitzes an einer körperlichen Sache vermittelt die Kenntnis des privaten Schlüssels eine faktische Verfügungsmacht über den Vermögensgegenstand. Die wohl herrschende Lehre lehnt diese Auffassung jedoch mit Hinweis auf die fehlende Körperlichkeit ab.¹⁷ In jedem Fall wären Transaktionen, die auf dieser Rechtsauffassung aufbauen, mit erheblicher Rechtsunsicherheit behaftet. Die Ähnlichkeit von Token und Urkunden hat jedoch letztlich den Bundesrat dazu

¹² Siehe oben, I.2.

¹³ BSK Wertpapierrecht-FURTER, vor Art. 965-1155 OR N 2; VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER (FN 9), 1 (3).

¹⁴ Statt vieler WEBER ROLF H./IACANGELO SALVATORE, Rechtsfragen bei der Übertragung von Token, Jusletter, 24. Mai 2018, N 13.

¹⁵ Vgl. WEBER/IACANGELO (FN 14), N 7 ff.

¹⁶ So auch IFFLAND JACQUES/LAVANCHY MORGAN, Capital Markets and Technology Association, Consultation on the work of the Working Group Blockchain/ICO, 2018 <http://www.cmta.ch/wp-content/uploads/Consultation-SECO-Position-CMTA-20-Sept-2018-web_1213817_1.pdf>, N 3.1.1.

¹⁷ Vgl. IFFLAND/LÄSER (FN 19), 415 (419); ESSEBIER JANA/BOURGEOIS JANIQUE, Die Regulierung von ICOs, AJP 5/2018, 568 (571); PASQUIER BRUNO/AYER JEAN-MARIE, Formungültige Aktienübertragungen auf der Blockchain, Anwaltsrevue 5/2019, 196 (198); ablehnend wohl auch VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER (FN 9), 1 (3), wobei offenbleibt, ob ggf. eine analoge Anwendung in Betracht käme.

veranlasst, die Schaffung von Wertrechten „mit Wertpapiercharakter“ vorzuschlagen.¹⁸

c) *Wertrechte*

Wertrechte sind gemäss Art. 973c Abs. 1 OR Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere. Trotz dieser etwas unglücklichen Formulierung haben Wertrechte im klassischen Sinn jedoch gerade keinen Wertpapiercharakter¹⁹ und werden auch nicht in Form von Urkunden ausgegeben.

Nach wohl überwiegender Auffassung können Token Wertrechte darstellen, da die formellen Anforderungen für die Entstehung von Wertrechten (vertretbares Recht, fehlende Verbriefung, Ermächtigung des Emittenten und Eintragung in ein Wertrechtbuch) ohne Weiteres erfüllt werden können.²⁰ Insbesondere kann das Wertrechtbuch auch in digitaler Form auf der Blockchain geführt werden.²¹ In der Folge geht auch die FINMA davon aus, dass Anlage-Token Wertrechte darstellen.²²

Problematische Folge der Einordnung von Token als Wertrechte ist jedoch, dass Art. 973c Abs. 4 OR eine schriftliche Abtretungserklärung für die Übertragung von Wertrechten erfordert. Im Hinblick auf die Übertragung von Token ist dieses Formerfordernis jedoch realitätsfremd, so dass in der Lehre verschiedene Ansätze entwickelt wurden, dieses Formhindernis bei der Übertragung von Token zu überkommen:

Ein möglicher Lösungsansatz ist die Ausgestaltung der Übertragung als Vertragsübernahme, also eines dreiseitigen Vertrags unter Einbeziehung des Schuldners bzw. Emittenten wobei die Zustimmung des Schuldners idealerweise im Voraus erteilt wird. Damit dies die Übertragbarkeit der Token ermöglicht, muss die Vertragsübernahme formfrei möglich sein und es ist umstritten, ob dies bei Aktien der Fall ist. Nach teilweise vertretener Auffassung ist die Übertragung eines Aktien-Token im Wege der

¹⁸ Siehe unten, I.3.f).

¹⁹ Entsprechend sieht auch die Vernehmlassungsvorlage für das Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vor, Wertrechte neu als „Wertrechte ohne Wertpapiercharakter“ zu bezeichnen; vgl. Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage, 28.

²⁰ Ausführlich VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER (FN 9), 1 (3 ff.); WEBER/IACANGELO (FN 14), N 22 ff.; KOGENS RONALD/LUCHSINGER GÄHWILER CATRINA, Ein 360-Grad-Blick auf Token, EF 2018, 589 (595). Auch ESSEBIER/BOURGEOIS (FN 17), 568 (572) scheinen dies nicht anders zu sehen, da sie die Wertrechtseigenschaft mit der Begründung ablehnen, dass der Emittent keine Securities ausgeben möchte. Wenn der Emittent hingegen bewusst Wertrechte ausgeben möchte, spricht nichts gegen die Einordnung des Token als Wertrecht; kritisch auch PASQUIER/AYER (FN 17), 196 (198 f.).

²¹ Vgl. FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) (2018), 4; WEBER/IACANGELO (FN 14), N 29; VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER (FN 9), 1 (4).

²² Vgl. FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) (2018), 4.

Vertragsübernahme formfrei möglich.²³ Gegner dieses Ansatzes bringen vor, dass Aktionäre nicht in einem vertrags- sondern in einem gesellschaftsrechtlichen Verhältnis zum Emittenten stehen.²⁴ Alternativ kann deshalb überlegt werden, die Token als hybride Instrumente – wie beispielsweise eine Wandelanleihe – auszugestalten.

Ausgehend von diesem Ansatz legen VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER dar, dass auch die Übertragung einer einzelnen Forderung unter Einbeziehung des Schuldners möglich ist. Wenn die Übertragung eines ganzen Vertrags unter Involvierung des Schuldners formfrei möglich ist, müsse dies *a maiore ad minus* auch für die Übertragung lediglich einzelner Forderungen gelten. Aufgrund der Einbindung des Schuldners sei der Schutzzweck des Schriftformerfordernisses nicht mehr tangiert.²⁵ Die Vertreter dieser Auffassung differenzieren also zwischen der schriftlichen *Zession* einer Forderung ohne Einbeziehung des Schuldners und der *Übertragung* einer Forderung unter Einbeziehung des Schuldners. Diese Auffassung liegt offenbar auch dem von der *Capital Markets Technology Association* veröffentlichten Konzept für eine Tokenisierung von Effekten²⁶ zugrunde.²⁷ Trotz der guten Argumente, die die Vertreter dieser Auffassung vorweisen, bleibt auch eine Abstützung auf diesen Ansatz mit Risiken behaftet. Letztlich basiert er darauf, dass ein Formerfordernis dispositiv ist, wenn der Schutzzweck nicht mehr gegeben sei. Selbst wenn dies stimmt, bleibt jedoch fraglich, ob Schutzzweck des Schriftformerfordernisses bei der Übertragung von Aktien allein der Schutz des Emittenten ist oder ob nicht auch Rechtsicherheit und Transparenz zu berücksichtigen sind.²⁸ Es erscheint insbesondere gewagt, die Zustimmung des Emittenten nur implizit²⁹ anzunehmen. Ebenso bleibt offen, wie ein Fall zu behandeln wäre, in dem der Emittent (ggf. zu einem späteren Zeitpunkt) der nicht-schriftlichen Übertragung des Token ausdrücklich widerspricht. Um die weiterhin bestehenden Rechtsunsicherheiten bei der Übertragung von Token auszuräumen, ist der vom Bundesrat gewählte Ansatz einer Gesetzesänderung zu begrüßen.³⁰

²³ Vgl. WEBER/IACANGELO (FN 14), N 54 f.

²⁴ Vgl. PASQUIER/AYER (FN 17), 196 (200).

²⁵ VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER (FN 9), 1 (11 ff.).

²⁶ Blueprint for the Tokenization of Shares of Swiss Corporations.

²⁷ Vgl. Capital Markets Technology Association, Blueprint for the Tokenization of Shares of Swiss Corporations, 2018 <<http://www.cmta.ch/wp-content/uploads/CMTA-Blueprint-for-the-tokenization-of-shares-of-Swiss-corporations-1.pdf>>; IFFLAND/LÄSER (FN 19), 415 (420).

²⁸ Vgl. PASQUIER/AYER (FN 17), 196 (200).

²⁹ VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER (FN 9), 1 (15).

³⁰ Hierzu unten, I.3.f).

d) *Derivate*

Gemäss der einschlägigen Definition in Art. 2 lit. c FinfraG sind Derivate Finanzkontrakte, deren Wert von einem oder mehreren Basiswerten abhängt und die kein Kassageschäft darstellen. Entsprechend ist bei einer möglichen Einordnung von Token als Derivat zu differenzieren: Sofern Aktien in Form von Token ausgegeben werden, ist deren Wert nicht von einem Basiswert abhängig; vielmehr sind die Aktien selbst ein möglicher Basiswert für ein Derivat, vgl. Art. 2 Abs. 2 lit. a FinfraV.

Anders kann es sich bei sog. Pre-ICOs verhalten. Hier werden teilweise Token ausgegeben, die einen Anspruch auf einen erst zukünftig auszugebenden Token, also ggf. eine Aktie, beinhalten. Da Aktien ein tauglicher Basiswert für ein Derivat sind, erscheint es denkbar, einen solchen Token ähnlich wie einen *future* auf eine Aktie und damit als Derivat einzuordnen.³¹ Hiervon scheint auch die FINMA in ihrer ICO-Wegleitung auszugehen.³² In diesem Fall könne eine unterstellungspflichtige Tätigkeit als Derivatehaus vorliegen, wenn gewerbmässig selbst Derivate geschaffen und für eigene oder fremde Rechnung öffentlich auf dem Primärmarkt angeboten werden; Art. 3 Abs. 3 BEHV. Zur Abgrenzung von reinen *corporate transactions* sollte jedoch auch im Rahmen von Pre-ICOs gefordert werden, dass nur solche Instrumente Derivate darstellen, die dem Finanzmarkt zugeordnet werden können. Wenn dies nicht der Fall ist, handelt es sich nicht um *Finanzkontrakte*.³³ Teilweise wird eine solche Zuordnung bejaht.³⁴ Dem ist jedoch nicht zu folgen. Sofern im Rahmen von Pre-ICOs ausgegebene Token letztlich nur einen Anspruch auf die Ausgabe einer Aktie beinhalten, sind solche Token eher mit Bezugsrechten oder Wandelanleihen als mit derivativen Finanzinstrumenten zu vergleichen. Sie sind damit eher dem gesellschaftsrechtlichen Verhältnis zwischen Emittent und Aktionär zuzuordnen als dem Finanzmarkt und sollten nicht als Derivate behandelt werden. Dafür spricht schliesslich auch, dass im Rahmen eines Pre-ICOs ausgegebene Token einen Anspruch auf „physische“ Lieferung des Token vermitteln und keine Barabgeltung erfolgt.³⁵

³¹ So wohl KOGENS/LUCHSINGER GÄHWILER (FN 20), 589 (595).

³² Vgl. FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) (2018), 5: „*Ein Anlage-Token qualifiziert in gleicher Weise als Effekte, wenn er ein Derivat repräsentiert, d.h. der Wert der vermittelten Forderung von einem unterliegenden Vermögenswert (Basiswert) abhängig ist, und der Token vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet ist. Im Kontext von ICOs können bei Vorfinanzierungen und Vorverkäufen, die Ansprüche auf Bezug von Token vermitteln, Wertrechte entstehen, die als Effekten zu behandeln sind (wie Anlage-Token), sofern die Wertrechte vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet sind.*“

³³ Vgl. BK-BAHAR, Art. 2 lit. c FinfraG N 6; BK-DAENIKER/WALLER, Art. 2 lit. c FinfraG N 12; SK-KRAMER/FAVRE, Art. 2 lic. FinfraG N 21 ff.

³⁴ Vgl. ESSEBIER/BOURGEOIS (FN 17), 568 (571), die allerdings in der Folge eine Einordnung von Token als Derivat im Regelfall verneinen (572).

³⁵ Vgl. auch BK-DAENIKER/WALLER, Art. 2 b FinfraG N 14.

e) *Bucheffekten*

Token sind in der Regel auch keine Bucheffekten, da die Entstehung von Bucheffekten gemäss Art. 6 Abs. 1 BEG die Hinterlegung der Wertpapiere bzw. der Globalurkunde bzw. die Eintragung der Wertrechte bei einer Verwahrungsstelle erfordert.³⁶ Gemäss der enumerativen Auflistung in Art. 4 Abs. 2 und Abs. 3 BEG gelten als Verwahrungsstellen jedoch nur Banken, Effektenhändler, Anteilkonten führende Fondsleitungen, Zentralverwahrer, die Schweizerische Nationalbank, die Schweizerische Post sowie ggf. auch ausländische Banken, Effektenhändler, zentrale Verwahrungsstellen und andere Finanzintermediäre. Diese sind bei einem ICO (bislang) typischerweise nicht involviert.

f) *Einführung von DLT-Wertrechten*

Am 22. März 2019 hat der Bundesrat eine Vernehmlassung zur Anpassung des Bundesrechts an die Entwicklungen der Distributed Ledger Technologie eröffnet. Ziel dieser Vorlage ist die Erhöhung von Rechtssicherheit, die Beseitigung von Hürden für DLT-basierte Anwendungen und die Begrenzung von Missbrauchsrisiken.³⁷

Eines der Kernelemente der Vorlage ist die Einführung von sog. DLT-Wertrechten, die im Unterschied zu bisherigen Wertrechten Wertpapiercharakter haben sollen (sog. „DLT-Wertrechte“). Die Schaffung von DLT-Wertrechten erfordert gemäss Art. 973d Abs. 1 VE-OR, dass diese Wertrechte gestützt auf eine Vereinbarung der Parteien in einem DLT-Register eingetragen werden und nur über dieses Register geltend gemacht und auf andere übertragen werden können. Sofern dieses Register die in Art. 973d Abs. 2 VE-OR vorgeschriebenen Mindestanforderungen erfüllt,³⁸ haben die Wertrechte Wertpapiercharakter. So soll der Schuldner insbesondere nur gegen entsprechende Anpassung des Registers zu leisten berechtigt und verpflichtet sein (Art. 973e Abs. 1 VE-OR) und im Regelfall nur durch eine bei Verfall erfolgte Leistung an den jeweiligen vom Register bezeichneten Gläubiger befreit sein (Art. 973e Abs. 2 VE-OR). Ausserdem kann der Schuldner der Forderung aus einem DLT-Wertrecht, abgesehen von Einreden, die ihm persönlich gegen den jeweiligen Gläubiger des Wertrechts zustehen, nur solche Einreden entgegensetzen, die entweder gegen die Gültigkeit der Registrierung gerichtet sind oder aus dem Register oder dessen Begleit-

³⁶ Ebenso IFFLAND/LÄSER (FN 19), 415 (419); VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER (FN 9), 1 (5); ESSEBIER/BOURGEOIS (FN 17), 568 (571).

³⁷ Siehe <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-74420.html>>.

³⁸ Gemäss Vernehmlassung muss (1) der Inhalt des DLT-Wertrechts, die Funktionsweise des Registers und die Registrierungsvereinbarung im Register oder in damit verknüpften Begleitdaten festgehalten sein, (2) sowohl die Funktionssicherheit gemäss Registrierungsvereinbarung als auch die Integrität der im Register enthaltenen Daten müssen nach dem neuesten Stand der Technik sichergestellt sein und (3) die Parteien müssen die sie betreffenden Registereinträge und die Informationen nach Ziffer 1 jederzeit einsehen können.

daten selbst hervorgehen. Einreden, die sich auf die unmittelbaren Beziehungen des Schuldners zu einem früheren Gläubiger des Wertrechts gründen, sind zulässig, wenn der aktuelle Gläubiger bei dem Erwerb des DLT-Wertrechts bewusst zum Nachteil des Schuldners gehandelt hat (Art. 973e Abs. 4 VE-OR).

Besondere Beachtung verdient die in Art. 973h Abs. 2 VE-OR vorgesehene, nicht beschränkbare Haftung des Schuldners (also des Emittenten) für Schäden, die einem Erwerber des DLT-Wertrechts durch die Nichteinhaltung der Voraussetzungen für das DLT-Register entstehen, sofern er nicht nachweist, dass er die erforderliche Sorgfalt angewendet hat. Eine entsprechende Umsetzung unterstellt, birgt diese Regelung erhebliche Haftungsrisiken für ICO-Emittenten, da nach Auffassung des Bundesrats in Fällen, in denen sich die Regeln zur Funktionssicherheit des Registers und zur Integrität der Daten *im Nachhinein* als nicht mit dem neuesten Stand der Technik vereinbar herausstellen, die Wertpapierwirkungen nie eintreten konnten. Die Übertragung der Rechte könnte sich nach Auffassung des Bundesrats in einem solchen Fall *rückwirkend* als unwirksam herausstellen, wenn der Übergang des Rechts zivilrechtlich nicht auf anderem Weg zu Stande gekommen ist, wie bspw. durch formlose Vertragsübertragung.³⁹ Es erscheint zweifelhaft, ob eine so scharfe und nicht abdingbare Haftungsregelung gerechtfertigt ist.

Schliesslich sieht die Vernehmlassungsvorlage die Aufnahme eines neuen Art. 242a VE-SchKG vor, der die Herausgabe von DLT-Wertrechten sowie von kryptobasierten Zahlungsmitteln im Falle des Konkurses regeln soll.⁴⁰ Analog der Regelungen zur Herausgabe von Sachen⁴¹ greift dieser Anspruch, wenn der Gemeinschuldner zwar die Verfügungsmacht über die kryptobasierten Zahlungsmittel oder die DLT-Wertrechte für den Dritten innehat, diese dem Dritten jedoch jederzeit *im Register* individuell zugeordnet sind.

³⁹ Vgl. Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage, 32.

⁴⁰ Siehe zur Relevanz der Regelung in Art. 242 SchKG bei Wertpapieren BK-DAENIKER/WALLER, Art. 2b FinfraG N 8.

⁴¹ Vgl. auch FLÜHMANN DANIEL/VON JEINSEN ALEXANDER, Swiss Federal Council Proposes Revisions to the Legal and Regulatory Framework Governing DLT and Blockchain Applications, März 2019 <https://www.baerkarrer.ch/publications/BK%20Briefing-Swiss%20Federal%20Council%20Proposes%20Revisions%20to%20the%20Legal%20and%20Regulatory%20Framework%20Governing%20DLT%20and%20Blockchain%20Applications_final.pdf>.

II. Kapitalmarktrechtliche Fragestellungen bei IPOs und ICOs in der Schweiz

1. Pflicht zur Prospekterstellung de lege lata

Nach geltendem Recht kann sich eine Pflicht zur Prospekterstellung insbesondere aus Art. 652a OR sowie aufgrund der Anforderungen der Kotierungsreglemente der Schweizer Börsen ergeben.⁴²

a) *Art. 652a OR*

Sofern Aktien „öffentlich zur Zeichnung“ angeboten werden, besteht nach geltender Rechtslage die Pflicht zur Erstellung eines Emissionsprospekts. Die Pflicht zur Erstellung eines Emissionsprospekts gilt dabei unabhängig davon, ob die Aktien als klassische Effekten im Rahmen eines IPOs oder in Form von Token im Rahmen eines ICOs angeboten werden. Allerdings muss dieser Emissionsprospekt derzeit nur die sehr überschaubaren in Art. 652a OR enumerativ aufgeführten Angaben enthalten. Anders als in den meisten anderen Jurisdiktionen ist ein Emissionsprospekt nach Art. 652a OR keiner inhaltlichen Prüfung durch eine Aufsichtsinstanz unterworfen. Die inhaltliche Richtigkeit soll derzeit allein durch die Prospekthaftung sichergestellt werden.⁴³

Zur Verringerung von Haftungsrisiken⁴⁴ sollten ICO-Emittenten jedoch in Erwägung ziehen, freiwillig über diese Anforderungen hinauszugehen, und den Anlegern ausreichende Informationen für ihre Anlageentscheidung zur Verfügung zu stellen. Insoweit sollte insbesondere erwogen werden, die wesentlichen Risikofaktoren im Prospekt darzustellen.

b) *Kotierungsreglemente*

Ein Kotierungsprospekt nach Art. 27ff. des Kotierungsreglements der SIX Exchange Regulation bzw. Art. 10 des Kotierungsreglements der BX Swiss ist in jedem Fall nur im Falle eines IPOs erforderlich, da die im Rahmen eines ICOs ausgegebenen Token derzeit nicht an einer Schweizer Börse kotiert werden.

⁴² Bei ICOs sollten ausserdem die Regelungen des Kollektivanlagerechts im Blick behalten werden. Relevant ist insoweit insbesondere die Frage, ob der ICO-Emittent in den Anwendungsbereich der Ausnahmen für operative Gesellschaften (Art. 2 Abs. 2 Bst. d KAG) oder Holdinggesellschaften (Art. 2 Abs. 2 Bst. e KAG) fällt.

⁴³ Siehe unten, II.3.

⁴⁴ Siehe unten, II.3.

2. Pflicht zur Prospekterstellung *de lege ferenda*

Das voraussichtlich am 1. Januar 2020 in Kraft tretende Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) wird zu einem weitgehenden Gleichlauf der Prospektanforderungen für IPOs und ICOs führen.

a) Grundsatz

Art. 35 FIDLEG erfordert die vorgängige Veröffentlichung eines Prospekts, wenn in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet wird bzw., wenn um die Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz ersucht wird. Sofern die Rahmen eines ICOs ausgegebenen Token als Effekten qualifizieren, löst ein öffentliches Angebot der Token somit auch bei einem ICO die Pflicht zur Erstellung, Prüfung und Veröffentlichung eines Prospekts aus. Unklar ist derzeit allerdings noch, ob die Prospektspflicht auch ausgelöst würde, wenn die Token zukünftig an einem sog. DLT-Handelssystem zum Handel zugelassen werden sollen. Nach dem derzeitigen Stand der Vernehmlassungsvorlage soll der Begriff des DLT-Handelssystems neben den Begriff des Handelsplatzes treten, was gegen eine Prospektspflicht spricht.⁴⁵

Im Hinblick auf den Inhalt des Prospekts statuiert Art. 40 FIDLEG deutlich umfangreichere Anforderungen als der derzeit geltende Art. 652a OR. So muss der Prospekt die für einen Entscheid der Anlegerin oder des Anlegers wesentlichen Angaben zum Emittenten (und zum Garantie- und Sicherheitengeber), zu den Effekten und zum Angebot enthalten. Dies beinhaltet insbesondere Ausführungen zu den mit den Effekten verbundenen Rechten, Pflichten und Risiken. Die inhaltlichen Anforderungen sollen in der FIDLEV bzw. in entsprechenden Schemata weiter konkretisiert werden. Diese Schemata befinden sich derzeit noch in der Vernehmlassung, aber es wird erwartet, dass sich diese sehr eng an den aktuellen Vorgaben der SIX Swiss Exchange orientieren werden. Als weitere Neuerung muss der Prospekt zwingend eine Zusammenfassung enthalten, in der die wesentlichen Angaben „in verständlicher Form“ wiedergegeben sind (vgl. auch Art. 43 FIDLEG). Diese Zusammenfassung kann, wie der gesamte Prospekt, auf Englisch abgefasst werden; es besteht also kein Erfordernis, die Zusammenfassung zusätzlich in eine Amtssprache zu übersetzen, wie dies in der EU der Fall ist. Gemäss Art. 56 Abs. 1 FIDLEG ist ausserdem ein Nachtrag zum Prospekt zu erstellen, der ebenfalls durch die Prüfstelle genehmigt werden muss, wenn zwischen der Genehmigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss eines öffentlichen Angebots oder einer Eröffnung des Handels auf einem Handelsplatz neue Tatsachen eintreten oder festgestellt werden und diese die Bewertung der Effekten wesentlich beeinflussen könnten.

⁴⁵ Siehe unten, II.4.

In der Praxis wird derzeit nicht erwartet, dass die neuen Anforderungen wesentliche Auswirkungen auf den IPO-Prozess und den Inhalt eines IPO-Prospekts haben werden. Der Prospektinhalt von IPO-Prospekten muss bereits heute den Vorgaben der SIX Swiss Exchange entsprechen und orientiert sich im Übrigen (insbesondere auch hinsichtlich Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit) an international etablierten *disclosure* Standards.

Für ICOs werden die neuen Anforderungen hingegen grundlegende Änderungen mit sich bringen. Sofern keine Ausnahme von der Prospektspflicht greift (hierzu sogleich), ist erstmalig ein formaler Prozess zur Prüfung und Genehmigung eines Prospekts einzuhalten.

b) Ausnahmen und Erleichterungen

Das FIDLEG sieht in den Art. 36 ff. eine Reihe von Ausnahmen von der Prospektspflicht vor. So muss gemäss Art. 36 FIDLEG kein Prospekt veröffentlicht werden, wenn das öffentliche Angebot (a) sich nur professionelle Kunden richtet, (b) sich an weniger als 500 Anleger richtet, (c) sich an Anleger richtet, die Effekten im Wert von mindestens 100'000 Franken erwerben, (d) eine Mindeststückelung von 100'000 Franken aufweist, oder (e) über einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet einen Gesamtwert von 8 Millionen Franken nicht übersteigt. Art. 37 und Art. 38 FIDLEG enthalten weitere Ausnahmen nach der Art der Effekten und für die Zulassung zum Handel.

Diese Ausnahmen gelten grundsätzlich sowohl für IPOs als auch für ICOs. Allerdings wird die in Art. 36 Abs. 1 lit. e FIDLEG vorgesehene Ausnahme für Angebote von weniger als acht Millionen Franken über einen Zeitraum von zwölf Monaten, grössere Relevanz für ICOs haben, da IPOs diese Schwelle in aller Regel um ein Vielfaches überschreiten.

Zusätzlich zu diesen Ausnahmen hat der Gesetzgeber dem Bundesrat in Art. 47 FIDLEG die Möglichkeit eingeräumt, in gewissen Fällen Erleichterungen hinsichtlich der Prospektanforderungen vorzusehen. Diese Möglichkeit betrifft insbesondere kleinere und mittlere Unternehmen (sog. KMUs), die zwei der in Art. 47 Abs. 1 FIDLEG genannten Schwellenwerte nicht überschreiten. Die Möglichkeit, solche Erleichterungen vorzusehen, ist im Grundsatz zu begrüßen und könnte insbesondere auch für ICOs erhebliche Entlastung mit sich bringen, denn (jedenfalls bislang) überschreiten ICO-Emittenten in aller Regel weder die Schwelle eines Umsatzerlöses von 40 Millionen Franken noch die Schwelle von 250 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt. Der Bundesrat hat allerdings im Rahmen der Vernehmlassung für die Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV)⁴⁶ bewusst weitgehend darauf verzichtet, solche Erleichte-

⁴⁶ Siehe <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-72655.html>>.

rungen vorzusehen. Es habe sich während der Arbeiten an der Verordnung gezeigt, dass auf Erleichterungen weitgehend verzichtet werden kann und soll, da kleinere Unternehmen „bereits von der Sache her im Prospekt oft gar keine Angaben zu machen haben und die entsprechenden Rubriken im Prospekt leer lassen können und zum anderen der Investor auch bei KMU[s] einen berechtigten Anspruch auf Transparenz hat“.⁴⁷ Entsprechend enthalten die im Entwurf der FIDLEV vorgesehenen Prospekt-schemata keinerlei für KMUs oder ICO-Emittenten relevante Erleichterungen. Gerade im Lichte der sonstigen Bestrebungen des Bundesrats die Rahmenbedingungen für Blockchain und DLT-Anwendungen zu verbessern,⁴⁸ wäre es zu begrüßen, wenn der Bundesrat diese Haltung überdenken würde. Dies gilt insbesondere nachdem auch in der Europäischen Union erleichterte Vorschriften für sog. EU-Wachstumsprospekte gelten, die insbesondere von KMUs in Anspruch genommen werden können.⁴⁹

c) *Prüfung durch Prüfstelle*

Im Grundsatz muss nach dem Inkrafttreten des FIDLEG jeder Prospekt vor seiner Veröffentlichung von der Prüfstelle auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit hin geprüft werden. Es erfolgt hingegen keine Prüfung des Prospekts auf materielle Richtigkeit. Dies gilt für IPO- und ICO-Prospekte gleichermaßen und führt ebenfalls zu einem Gleichlauf der Anforderungen für IPO- und ICO-Emittenten ab dem 1. Januar 2020.

Auch wenn das FIDLEG insoweit von *der* Prüfstelle spricht, wird im Markt derzeit erwartet, dass beide Schweizer Börsen jeweils die Zulassung einer Prüfstelle bei der FINMA beantragen werden. Dabei wird in der Praxis vermutlich die jeweilige Prüfstelle vor allem die Prospekte prüfen, die sich auf Effekten beziehen, die an der jeweiligen Börse kotiert werden sollen. Dies ist allerdings rechtlich nicht zwingend, so dass grundsätzlich jede Prüfstelle auch für die Prüfung von ICO-Prospekten zuständig wäre. Es bleibt abzuwarten, ob sich eine Prüfstelle im Hinblick auf die Prüfung von ICO-Prospekten besonders etablieren wird oder ob sogar eine auf ICO-Prospekte spezialisierte Prüfstelle entstehen wird. Zur Vermeidung eines *race to the bottom* sollte in jedem Fall sichergestellt werden, dass die Prüfstellen einen möglichst einheitlichen Standard bei der Prüfung von Prospekten verfolgen.

⁴⁷ Vgl. Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage, 9.

⁴⁸ Siehe oben, I.3.f).

⁴⁹ Vgl. Art. 15 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

3. Grundzüge der Prospekthaftung

Bei der Prospekthaftung besteht ein weitgehender Gleichlauf zwischen IPOs und ICOs und zwar sowohl nach dem geltenden Recht unter Art. 752 OR als auch unter der neuen, etwas ausführlicheren Regelung in Art. 69 FIDLEG. Zu beachten ist dabei, dass die Haftung für unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechenden Angaben nicht nur den Prospekt an sich, sondern nach beiden Regelungen auch „ähnliche Mitteilungen“ erfasst. Im Zusammenhang mit ICOs kommen als ähnliche Mitteilung insbesondere die sog. *white papers* in Betracht. ICO-Emittenten sollten sich deshalb bereits bei der Erstellung des *white papers* und sonstiger Marketing-Materialien der möglichen Haftungsfolgen für unrichtige und irreführende Angaben bewusst sein.⁵⁰

Sofern es sich beim ICO-Emittenten um ein Start-up oder sehr junges Unternehmen handelt, bei dem ein wesentlicher Teil des Prospekts zukünftige Perspektiven (sog. *forward looking statements*) beinhalten wird, ist zukünftig insbesondere die Haftungs-erleichterung in Art. 69 Abs. 3 FIDLEG zu beachten. Hiernach wird für falsche oder irreführende Angaben über wesentliche Perspektiven nur gehaftet, wenn die Angaben wider besseres Wissen oder ohne Hinweis auf die Ungewissheit zukünftiger Entwicklungen gemacht werden. Entsprechend sollte auch in einem ICO-Prospekt darauf geachtet werden, stets einen marktüblichen Disclaimer für *forward looking statements* aufzunehmen.

Der Vollständigkeit halber sei angemerkt, dass das FIDLEG zusätzliche Strafbestimmungen einführen wird. So ist es gemäss Art. 90 FILDEG künftig sowohl strafbar in einem Prospekt vorsätzlich falsche Angaben zu machen oder wesentliche Tatsachen zu verschweigen, als auch vorsätzlich den Prospekt nicht spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots zu veröffentlichen.

4. Anwendbarkeit der Finanzmarktregulierung auf ICOs

In der Praxis stellt sich die äusserst bedeutsame Frage nach der Anwendbarkeit der schweizerischen Finanzmarktregulierung im Zusammenhang mit ICOs bzw. im Zeitraum nach dem ICO. Dies resultiert daher, dass die schweizerische Finanzmarktregulierung im Unterschied zu der Regulierung in vielen anderen Ländern nicht an das öffentliche Angebot von Effekten sondern an die Kotierung bzw. die Zulassung zum Handel der Effekten anknüpft.⁵¹ Deshalb stellt sich die Frage, ob die Regelungen zur Offenlegung von Beteiligungen (Art. 120 ff. FinfraG), zu Übernahmeangeboten (Art. 125 ff. FinfraG), zum Insiderhandel (Art. 142 FinfraG) und/oder zur Marktmani-

⁵⁰ Vgl. ausführlicher zum auf ICOs anwendbaren Haftungsregime: DARBELLAY, Le régime de responsabilité civile en matière d'émissions publiques de jetons digitaux (ICO), ZZW 2018, 48 ff.

⁵¹ Vgl. auch IFFLAND/LAVANCHY (FN 16), N 3.1.3.

pulation (Art. 143 FinfraG) auch auf Unternehmen bzw. dessen Aktien anwendbar sind, die einen ICO durchgeführt haben. Finanzmarktrechtliche Regelungen, die Teil der von den Börsen erlassenen Reglemente sind, wie bspw. die Regelungen zur ad hoc Publizität in Art. 53 des SIX-Kotierungsreglements bzw. Art. 17 des BX-Kotierungsreglements, sind auf ICO-Emittenten unzweifelhaft nicht anwendbar, solange die Token nicht an der entsprechenden Börse kotiert sind.

Betreffend der Regelungen im FinfraG ist jedoch zu differenzieren: Grundsätzlich lässt sich die Anwendbarkeit der Regelungen zur Offenlegung von Beteiligungen und zu Übernahmeangeboten einerseits und der Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation andererseits wie folgt gegenüber stellen:

Offenlegung von Beteiligungen / Übernahmeangebote	Insiderhandel / Marktmanipulation
Aktien	Effekten
Schweizer Börse ⁵²	Schweizer Börse oder ein multilaterales Handelssystem ⁵³
Kotierung ⁵⁴	Zulassung zum Handel

Vorausgesetzt, dass Token im Sinne dieses Beitrags sowohl Aktien als auch Effekten sind, kommt es für die Anwendbarkeit der genannten Regelungen demnach auf die Tatbestandsvoraussetzungen „Aktien an Schweizer Börse kotiert“ bzw. „Effekten an Schweizer Handelsplatz zum Handel zugelassen“ an.⁵⁵ Mit anderen Worten müssen die Token in die Schweizer Finanzmarktinfrastruktur eingebunden sein. Als Finanzmarktinfrastrukturen benötigen gemäss Art. 4 FinfraG sowohl Börsen als auch multilaterale Handelssysteme eine Bewilligung der FINMA. Aktuell verfügen jedoch nur die SIX Swiss Exchange AG und die BX Swiss AG über eine Bewilligung als schweizerische Börse; ebenso verfügt derzeit nur die SIX Repo AG über eine Bewilligung als

⁵² Gemäss Art. 26 lit. b FinfraG: „eine Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten, an der Effekten kotiert werden und die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt“.

⁵³ Gemäss Art. 26 lit. c FinfraG: „eine Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten, die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt, ohne Effekten zu kotieren“.

⁵⁴ Gemäss Art. 2 Bst. f FinfraG: „Zulassung einer Effekte zum Handel an einer Börse nach einem standardisierten Verfahren, in dem von der Börse festgelegte Anforderungen an den Emittenten und an die Effekte geprüft werden“.

⁵⁵ Vgl. auch REUTTER THOMAS U./RAUN DANIEL, Insider Trading and Market Manipulation in Tokens, CapLaw-2018-43.

schweizerisches multilaterales Handelssystem.⁵⁶ Solange die im Rahmen eines ICOs ausgegebenen Token nicht bei einer dieser Finanzmarktinfrastrukturen kotiert bzw. zum Handel zugelassen werden (können),⁵⁷ spricht einiges dafür, dass die genannten Regelungen nicht anwendbar sind.

Da Token in der Regel über sog. Crypto Exchanges gehandelt werden können, stellt sich jedoch weiter die Frage, wie ein (theoretischer) Fall zu behandeln wäre, in dem ein Anlage- bzw. Security-Token über eine Plattform gehandelt werden kann, die alle Tatbestandsmerkmale des Art. 26 lit. c FinfraG erfüllt, jedoch unter Verletzung von Art. 4 FinfraG über keine Bewilligung der FINMA verfügt.⁵⁸ In diesem Fall könnte man die genannten Regelungen des FinfraG mit dem Argument für anwendbar erklären, dass alle Voraussetzungen für ein multilaterales Handelssystem gegeben sind und die Token somit Effekten darstellen, die am Schweizer Handelsplatz zum Handel zugelassen sind. Es erscheint jedoch nicht sachgerecht, bei der Rechtsdurchsetzung primär den ICO-Emittenten bzw. dessen Aktionäre ins Visier zu nehmen, die ggf. sogar im Vertrauen auf die öffentlichen Listen der FINMA davon ausgehen, dass ihre Handlungen nicht in den Anwendungsbereich des FinfraG fallen. Vielmehr sollte der gegen Art. 4 FinfraG verstossende Crypto Exchange das Ziel (aufsichtsrechtlicher) Sanktionen sein. In der Praxis ist ausserdem zu beachten, dass derzeit wohl die meisten Crypto Exchanges in Asien angesiedelt sind.

Umgekehrt sollten sich alle Marktteilnehmer bewusst sein, dass der Schutz, den die Regelungen des FinfraG vermitteln, damit bei ICOs nicht greift. Ein Investor kann sich also bspw. nicht darauf verlassen, dass die bedeutenden Aktionäre eines ICO-Emittenten transparent sind. Auch erfährt er ggf. nicht, wenn ein Investor oder sogar der Verwaltungsrat oder das Management die faktische Kontrolle über das Unternehmen erwerben und ist nicht durch die Regelungen über ein Pflichtangebot geschützt. Entsprechend wird teilweise dafür plädiert, man solle ICO-Emittenten die Möglichkeit geben, jedenfalls die Regelungen zur Offenlegung von Beteiligungen (Art. 120 ff. FinfraG), und zu Übernahmeangeboten (Art. 125 ff. FinfraG) freiwillig für anwendbar zu erklären.⁵⁹ Dies wäre aus Investorensicht sicher zu begrüssen.

Als Teil der DLT-Vernehmlassung zieht der Bundesrat schliesslich die Schaffung einer neuen Form von Finanzmarktinfrastruktur in Erwägung. Neu in das FinfraG eingeführt werden sollen sog. DLT-Handelssysteme, also Handelssysteme für auf der Technik verteilter elektronischer Register basierende Effekten; vgl. Art. 2 lit. a Ziff. 7 VE-FinfraG. Diese Regelung soll dann durch eine Erweiterung der Verbote von Insi-

⁵⁶ Siehe: FINMA – Liste der bewilligten und anerkannten Finanzmarktinfrastrukturen (inkl. Handelsplätze) sowie ausländischen Teilnehmer (Stand 26. Mai 2019).

⁵⁷ Vgl. IFFLAND/LÄSER (FN 19), 415 (422) sowie Art. 23 SIX-Kotierungsreglement sowie Art. 5.5 BX Kotierungsreglement.

⁵⁸ Vgl. auch REUTTER/RAUN (FN 55), CapLaw-2018-43.

⁵⁹ IFFLAND/LAVANCHY (FN 16), N 3.1.3.

derhandel und Marktmissbrauch flankiert werden, die künftig auf Effekten anwendbar wäre, die an einem DLT-Handelssystem zum Handel zugelassen sind.⁶⁰

III. Kapitalmarktrechtliche Fragestellungen bei ICOs im internationalen Kontext

Nahezu jeder ICO-Emittent muss sich auch mit der Frage auseinandersetzen, wie er potentielle Investoren ausserhalb der Schweiz behandelt, da die Öffnung gegenüber ausländischen Investoren einerseits die Investorenbasis massiv erweitert, dies andererseits signifikante rechtliche Risiken mit sich bringen kann. Der ICO-Emittent sollte sich dabei grundsätzlich für jedes Land, in dem er die Token anbieten möchte, zumindest mit folgenden Fragen auseinandersetzen:

- *Ist ein ICO generell verboten?* Einige wenige Länder haben ICOs generell verboten; prominentestes Beispiel ist wohl China. In solchen Ländern sollte der ICO grundsätzlich nicht durchgeführt werden, wobei die Schwierigkeit darin liegt, im Einzelfall festzustellen, wann die Grenze des Unzulässigen überschritten wird.
- *Wird eine regulierte Tätigkeit ausgeübt?* In bestimmten Fällen kann die Durchführung eines ICOs eine regulierte Tätigkeit darstellen, die ohne entsprechende Registrierung oder Bewilligung nicht zulässig ist. Einer der relevantesten Fälle dürfte die Entgegennahme von (Publikums-) Einlagen sein, die in vielen Ländern eine Banklizenz erfordert. Die Ausgabe von Aktien sollte jedoch in den meisten Fällen nicht problematisch sein.
- *Besteht eine Prospektpflicht bzw. sind Regelungen der Finanzmarktregulierung anwendbar?* Schliesslich stellt sich die Frage, ob ein Angebot der Token eine Pflicht zur Erstellung eines Prospektes auslöst.⁶¹ In der Folge stellt sich sodann die Frage, ob Regelungen der Finanzmarktregulierung wie bspw. das Verbot von Insiderhandel und Marktmissbrauch, aber auch Regelungen zu *short selling* anwendbar sind.⁶² Besonders risikobehaftet ist in diesem Zusammenhang ein Angebot von Token in den USA, da der Chairman der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), Jay Clayton, den Standpunkt vertreten hat, dass nahe jeder Token als Security einzustufen sei (*„By and large, the structures of initial coin offerings that I have seen promoted involve the offer and sale of securities and directly implicate the securities registration requirements and other investor protec-*

⁶⁰ Vgl. Art. 2 lit. j VE-FinfraG bzw. Art. 143 Abs. 1; Art. 142 Abs. 1 lit. a und c; Art. 143 Abs. 1; Art. 154 Abs. 1 lit. a und c, Abs. 3 und 4 sowie Art. 155 Abs. 1 VE-FinfraG.

⁶¹ Vgl. bspw. zur Rechtslage in Deutschland, HAHN CHRISTOPHER/WILKENS ROBERT, ICO vs. IPO – Prospektrechtliche Anforderungen bei Equity Token Offerings, ZBB 2019, 10 (16 ff.).

⁶² Vgl. ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ESMA50-157-1391 N 90 ff.

tion provisions of our federal securities laws“)⁶³. In jüngerer Zeit ist die SEC etwas von diesem strikten Standpunkt abgewichen und hat einen ersten *no action letter* erlassen.⁶⁴

Vor dem Hintergrund dieser Risiken sollten sich ICO-Emittenten insbesondere im Zusammenhang mit einem Vertrieb der Token über eine allgemein zugängliche Website sowie der Präsentation der Token auf Crypto-Konferenzen im Ausland vorab rechtlich beraten lassen. Die meisten Risiken lassen sich durch relativ standardisierte Web-Filter und Disclaimer reduzieren.

IV. Praktische Vor- und Nachteile

Neben den dargestellten rechtlichen Unterschieden sollten bei einem Vergleich von ICO und IPO auch einige praktische Vor- und Nachteile berücksichtigt werden.

a) Zeitpunkt der Transaktion

Im Hinblick auf den Zeitpunkt der Transaktion zeigt ein Vergleich bisheriger IPOs und ICOs ein recht klares Bild: Während ein IPO nur für Unternehmen mit einem gewissen *track record* in Betracht kommt – sei es zur Finanzierung des Wachstums, sei es im Rahmen des *exits* des verkaufenden Aktionärs –, wurden ICOs bislang primär von relativ jungen Unternehmen als *early stage* Finanzierung durchgeführt.⁶⁵ Während das Erfordernis an einen *track record* dazu führt, dass ein IPO derzeit keine Alternative für einen typischen ICO-Emittenten ist, ist durchaus vorstellbar, dass ein IPO-Emittent einen ICO in Erwägung ziehen könnte.

b) Geringere Kosten beim ICO?

Die Durchführung eines ICOs dürfte in der Regel mit geringeren Kosten verbunden sein. Dies gilt jedenfalls bei einer Betrachtung der absoluten Kosten, nicht jedoch unbedingt, wenn man die Kosten in Relation zum Transaktionsvolumen setzt. Letztlich unterscheiden sich vor allem die Art der Kosten: Neben der Kosten für die rechtliche Beratung fallen beim IPO vor allem die Gebühren für das Bankenkonsortium und sonstige Berater ins Gewicht. Beim ICO können demgegenüber Kosten für die Entwicklung und ggf. den Audit des *smart contracts* anfallen sowie für eine ggf. komplexere Strukturierung.

⁶³ <<https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>>.

⁶⁴ <<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2019/turnkey-jet-040219-2a1.htm>>.

⁶⁵ Vgl. auch ESSEBIER/BOURGEOIS (FN 17), 568 (568 f.).

c) *Rolle des Bankenkonsortiums*

Der Hauptunterschied zwischen IPOs und ICOs ist bislang jedoch letztlich die Rolle des Konsortiums von Investmentbanken beim IPO. Diese spielen insoweit eine zentrale Rolle, da sie durch die Unterstützung bei der Bewertung und die Ansprache der Investoren ganz erheblich zur Transaktionssicherheit beitragen. Es erscheint derzeit nur schwer vorstellbar, ohne die Involvierung des Bankenkonsortiums die Grössenordnungen namhafter IPOs zu erreichen. Neben der Tatsache, dass die Banken rein faktisch über die Kontakte zu den wichtigen Investoren verfügen, lässt sich ihre Rolle auch ökonomisch dadurch rechtfertigen, dass die Investmentbanken dazu beitragen, eine *adverse selection* zu verhindern:

Zunächst hat die Involvierung von namhaften Investmentbanken einen starken *signaling effect*. Anders als ein Start-up sind die Banken darauf angewiesen, ihre Reputation nicht für eine Transaktion aufs Spiel zu setzen; spieltheoretisch sind Banken *repeat player*. Aus diesem Grund und zur Vermeidung von Risiken aufgrund der Prospekthaftung, führen die Banken und die von ihnen beauftragten Anwälte im Rahmen von IPOs eine umfangreiche Due Diligence durch, die dazu beiträgt, das Problem asymmetrischer Information zu reduzieren. Darauf vertraut letztlich ein grosser Teil der Marktteilnehmer.

V. Fazit

Im Hinblick auf die eingangs aufgeworfene Frage, ob ICOs weniger reguliert sind als IPOs, zeigt sich, dass dies jedenfalls im Hinblick auf die Schweizer Kapitalmarktregulierung nicht der Fall ist. Vielmehr sind die rechtlichen Rahmenbedingungen für IPOs und ICOs bereits nach der geltenden Rechtslage in vielen Teilen identisch, wenn die ausgegebenen Token Effekten darstellen. Mit Inkrafttreten des FIDLEG und der Gesetzesänderung zur Schaffung von DLT-Wertrechten werden sich die rechtlichen Rahmenbedingungen weiter annähern. Unterschiede bestehen derzeit jedoch bei der Anwendbarkeit weiter Teile der Finanzmarktregulierung für den Zeitraum nach dem ICO. Diese sind grösstenteils nicht anwendbar, was letztlich auch mit einem geringeren Schutz bzw. einer geringeren Transparenz für die Marktteilnehmer einhergeht.

Ein Grund, warum die Volumina von IPOs derzeit noch deutlich über den Volumina von ICOs liegen, dürfte auch die in einigen Bereichen derzeit noch bestehende Rechtsunsicherheit sein. Zu nennen sind hier insbesondere Unsicherheiten im Hinblick auf die formwirksame Übertragung von Wertrechten und die Anwendbarkeit der Finanzmarktregulierung. In diesem Zusammenhang sind die jüngsten Bestrebungen des Bundesrats sehr zu begrüßen. Der massgeblichere Grund dürfte jedoch darin liegen, dass bislang keine *disruption* der Rolle von Investmentbanken bei grossen Kapitalmarkttransaktionen stattgefunden hat. Mittlerweile positionieren sich allerdings zahl-

reiche Marktteilnehmer, um diese Rolle jedenfalls teilweise zu übernehmen. Es bleibt abzuwarten, wie schnell sich diese vollständig etablieren können.