

IPO und STO bei «hybriden» Investmentgesellschaften

**7. FIDLEG-Symposium des Universitären Forschungsschwerpunkts
Finanzmarktregulierung UZH**

25. Oktober 2022

Dr. des. Fabio Andreotti

Übersicht

1. Die Investmentgesellschaft im Schweizer Recht
2. IPO vs. ICO vs. STO
3. Hybridität der Kapitalstruktur
4. Börsenkotierung/IPO einer Investmentgesellschaft
5. Tokenisierung/STO einer Investmentgesellschaft
6. Handel eigener Anteile als «Finanzdienstleistung» der Investmentgesellschaft i.S.d. FIDLEG?
7. Schlussbemerkungen

1. Die Investmentgesellschaft im Schweizer Recht

- **Schweizerische Aktiengesellschaften** nach Art. 620 ff. OR,
- «[...] deren ausschliesslicher **Zweck** die kollektive Kapitalanlage mit der Erzielung von Erträgen und/oder Kapitalgewinnen ist, ohne dass sie eine unternehmerische Tätigkeit im eigentlichen Sinne verfolgen.» (Art. 65 Abs. 1 SIX-Kotierungsreglement; Ziff. 12.1 BX-Kotierungsreglement)
- **Abgrenzungen**
 - Keine operative Gesellschaft mit unternehmerischer Tätigkeit
 - Keine Holdinggesellschaft
- Grundsätzlich eine (geschlossene) kollektive Kapitalanlage bzw. bewilligungspflichtige SICAF, **ausser wenn** (i) ausschliesslich qualifizierte Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3 und 3^{ter} KAG beteiligt sind und zu diesem Zweck Namenaktien herausgegeben werden *oder* (ii) die Gesellschaft an einer Schweizer Börse kotiert ist (Art. 2 Abs. 3 KAG)
- Sicherstellung des **beschränkten Anlegerkreises** durch statutarische Vinkulierungsvorschriften und/oder vertragliche Kauf- bzw. Rückkaufsrechte zwischen den Aktionären

1. Die Investmentgesellschaft im Schweizer Recht

- **Sorgfaltspflichten nach GwG**

- Finanzintermediation i.S.v. Art. 2 Abs. 3 GwG, obschon Verfügungsmacht über (zivilrechtlich) eigene Vermögenswerte und Nichtvorliegen von «Geschäftsbeziehungen» i.S.d. GwG (FINMA-RS 11/1, Rz. 94)
- Sorgfaltspflichten gelten primär in Bezug auf die «Anteilsbeziehungen»
- Keine Direktaufsicht durch FINMA, sondern Anschluss an die spezialisierte SRO SVIG
- Reduzierter Pflichtenumfang bei Börsenkotierung

- **Steuerrechtliche Behandlung**

- Direkte Steuern: «Trennungsprinzip» wie bei gewöhnlichen Kapitalgesellschaften (und damit im Grundsatz anders als kollektive Kapitalanlagen), d.h. Gewinne werden auf Ebene der Gesellschaft und des Aktionärs (z.B. bei Dividendenausschüttung) versteuert
- StG: Emissions- und ggf. Umsatzabgabe
- AIA/FATCA: «meldepflichtiges Finanzinstitut»; ausgenommen im Umfang der Börsenkotierung

2. IPO vs. ICO vs. STO

- **Initial Public Offering** = Zulassung von Aktien zum Publikumshandel an einer Börse (i.d.R. in Kombination mit einer Kapitalaufnahme)
- **Initial Coin Offering** = Blockchain-gestützte Herausgabe von Token bzw. eines handelbaren Anspruchs auf einen Token durch ein Projektteam/Unternehmen
- **Securities Token Offering** = Blockchain-gestützte Herausgabe von tokenisierten Rechten an einem Unternehmen (Anleihen, Aktien usw.)



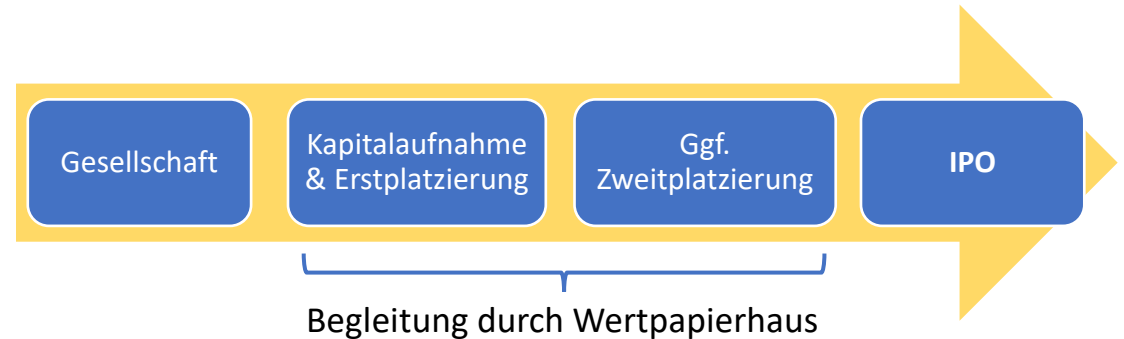
3. Hybridität der Kapitalstruktur

- **Strukturierung** der «Hybridität»
 - Aufteilung des Aktienkapitals in zwei Arten oder Kategorien von Aktien
 - Bestimmung des Verhältnisses (z.B. 50/50)
 - Kotierung des ersten Teils des Aktienkapitals, Tokenisierung des zweiten Teils des Aktienkapitals
 - Keine «hybriden» Token
- **Gründe** für die Wahl einer «hybriden» Kapitalstruktur
 - Kombination der Vorteile einer Börsenkotierung mit den Vorteilen der Blockchain-Technologie
 - Wahlmöglichkeit für die Aktionäre hinsichtlich unterschiedlicher Systeme, insb. *in puncto*
 - Verwahrung
 - Verfügbarkeit und Übertragbarkeit

Securities Token Offering / STO	
Vorteile	Nachteile
Vereinfachung der Handelbarkeit von Kapitalmarktinstrumenten	Kein oder bloss beschränkter Sekundärmarkt
Geringe Transaktionskosten	«Self-Custody» durch den Anleger ist anspruchsvoll
24/7-Verfügbarkeit der Blockchain	Teilw. Fehlen von professionellen Verwahrungsstrukturen
Automatisierung gewisser administrativer Prozesse (z.B. Aktienbuch)	Rechtsunsicherheiten z.B. im Bereich von Smart Contracts

4. Börsenkotierung/IPO einer Investmentgesellschaft

- **Optionen** für einen Börsengang
 - Initial Public Offering
 - Direct Listing
- Anforderungen
 - **Schweizer Börsen** SIX und BX mit eigenem regulatorischem Standard für Investmentgesellschaften (d.h. abweichende Kotierungsvoraussetzungen)
 - Kotierung an **ausländischer** Börse ungenügend
 - **Teilkotierung** von Aktien (z.B. alle Titel einer Aktienkategorie) grundsätzlich genügend
 - Kotierung von **Fremdkapitalinstrumenten** eher ungenügend, da börsenrechtliches Transparenzregime an Aktien anknüpft (vgl. Art. 120 FinfraG)



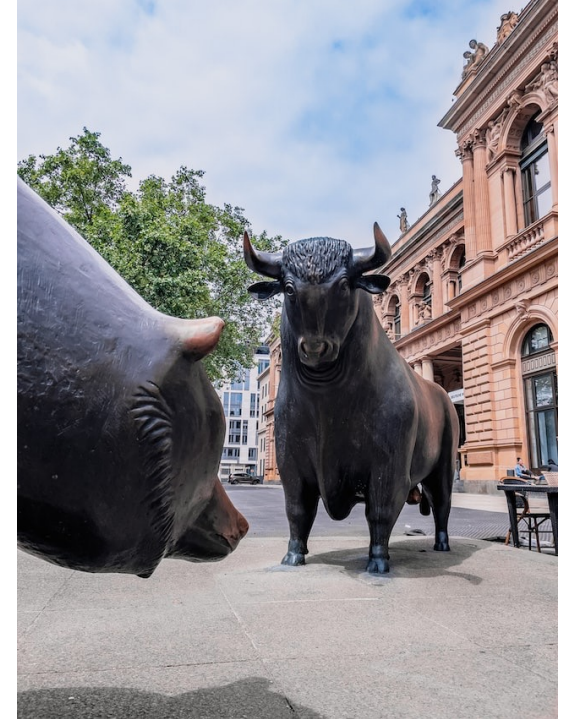
4. Börsenkotierung/IPO einer Investmentgesellschaft

- **Prospektpflicht**

- Grundsätzlich unbedingte Prospektpflicht bei *erstmaliger* «Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz» i.S.v. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG
- Anforderungen an den Prospekt gemäss Art. 40 ff. FIDLEG und Anhang 5 FIDLEV mit Fokus auf:
 - Finanzzahlen
 - Anlagen und Anlagepolitik
 - Publikation «Net Asset Value» (NAV)

- **Börsenregeln**

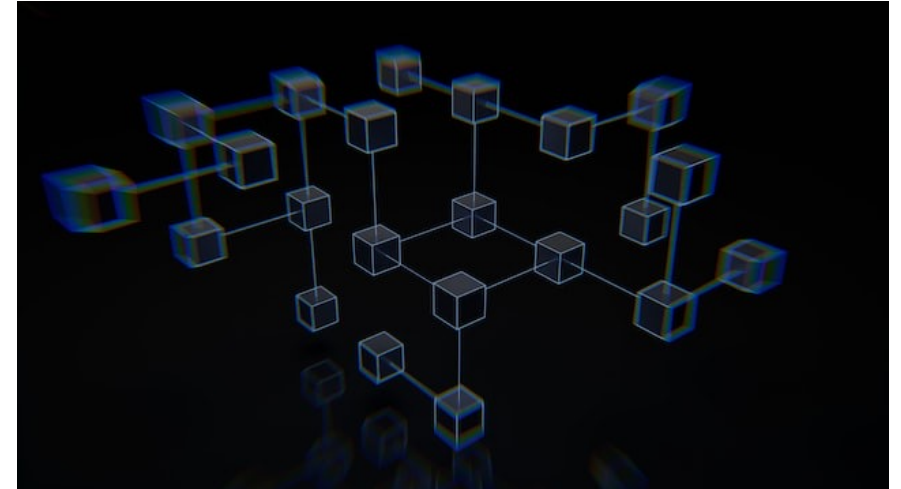
- Meldung von qualifizierten Beteiligungen nach Art. 120 FinfraG
- Meldung von Management-Transaktionen gemäss Kotierungsreglement
- Regelmeldepflichten gemäss Kotierungsreglement
- Rechnungslegungsstandard, Corporate Governance, VegüV/revidiertes Aktienrecht (usw.)



© Photo by Christian Waske on Unsplash

5. Tokenisierung/STO einer Investmentgesellschaft

- Rechtliche Ausgestaltung der Aktien als einfache Wertrechte oder **Registerwertrechte** nach Art. 973c bzw. 973d ff. OR
- Einhaltung der Anforderungen an das «Wertrechtregister» durch die Emittentin
- Grundsätzlich **unbedingte Prospektpflicht** bei *erstmaliger* «Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz» i.S.v. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG (ggf. künftig Zulassung von DLT-Effekten zum Handel an einem DLT-Handelssystem nach Art. 73a FinfraG)
- **Bedingte Prospektpflicht** bei einem «öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten» gemäss den Prospektregeln in Art. 35 ff. FIDLEG



© Photo by Shubham Dhage on Unsplash

5. Tokenisierung/STO einer Investmentgesellschaft

- Automatisierung des Handels von eigenen Aktien mithilfe von Smart Contracts (Bsp. «**Share Dispenser**» bzw. «**Brokerbot**»)
 - Smart Contract, der die Einstellung von Handelsparametern erlaubt (Menge, Preis, Preisbildungsmechanismus usw.)
 - Anknüpfung an die Blockchain über ein Webinterface
 - Gesellschaft fungiert als Gegenpartei für *alle* (bilateralen) Handelsabschlüsse
 - Aktienrechtliche Vorgaben zum Halten eigener Aktien (Art. 659 ff. OR)
 - Prospektpflicht nach FIDLEG u.a. davon abhängig, ob die Tauschfunktionalität des Smart Contracts ohne Weiteres öffentlich zugänglich ist
 - Abgrenzung zum Organisierten Handelssystem (Art. 42 FinfraG), Eigenhändler (Art. 41 lit. b FINIG) und Market Maker (Art. 41 lit. c FINIG)

The screenshot shows a trading interface for 'Draggable Aktionariat AG Shares'. At the top, there are three tabs: 'Amount', 'Registration', and 'Confirmation'. The main content area is titled 'Draggable Aktionariat AG Shares' and includes the following elements:

- Number of Shares:** A 'Buy' button is selected, and the quantity '1000' is entered in a text field. The unit 'DAKS' is shown to the right.
- Payment:** The 'Cryptocurrency' option is selected, with 'Bank Transfer' as an alternative. The price '12'659.88' is displayed, and the currency is set to 'XCHF'.
- Summary:** A confirmation message states 'You are buying 1000 DAKS for 12'659.88 XCHF.' with a 'Details' link.
- Action:** A large blue button labeled 'Start Buying DAKS' is positioned at the bottom of the form.
- Footer:** The copyright notice '© Aktionariat' is located at the bottom center.

© Aktionariat

6. Handel eigener Anteile als «Finanzdienstleistung» der Investmentgesellschaft i.S.d. FIDLEG?

- Relevante Tätigkeiten unter dem FIDLEG
 - **Werbung** = jede an Anlegerinnen gerichtete Kommunikation, die darauf gerichtet ist, auf bestimmte Finanzdienstleistungen oder Finanzinstrumente aufmerksam zu machen (Art. 95 FIDLEG)
 - **Öffentliches Angebot** = jede Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält und die an einen unbegrenzten Personenkreis gerichtet ist (Art. 3 lit. g und lit. h FIDLEG i.V.m. Art. 3 Abs. 5 und Abs. 7 FIDLEG)
 - **Erbringung einer Finanzdienstleistung**: vorliegend v.a. der Erwerb oder die Veräußerung eines Finanzinstruments für einen Kunden (Art. 3 lit. c Ziff. 1 FIDLEG)
- **Pflichtenheft** eines Finanzdienstleisters nach FIDLEG
 - Kundensegmentierungspflicht (Art. 4 Abs. 1 FIDLEG)
 - Verhaltens- und Organisationspflichten (Art. 7 ff. FIDLEG)
 - Registrierungspflicht (Art. 28 ff. FIDLEG)

6. Handel eigener Anteile als «Finanzdienstleistung» der Investmentgesellschaft i.S.d. FIDLEG?

- **Eigen- bzw. Selbstemission** von Effekten am *Primärmarkt*
 - Nach bisheriger bundesgerichtlicher Rechtsprechung nicht Gegenstand des Finanzmarktrechts (vgl. BGE 136 II 43, E. 7.3.1; BGer 2C_571/2018, E. 4.3; BGer 2C_276/2009, E. 7.3.1)
 - FIDLEG hat die Tätigkeiten von Wertpapierhäusern und anderen Finanzintermediären im Fokus (*gl.M.* Bösch, SZW 2018, 461; Abegglen/Andreotti, GesKR 2020, 44 FN 100)
 - M.E. auch vom persönlichen und sachlichen Geltungsbereich des FIDLEG nicht erfasst (jedoch *umstritten*, vgl. Sethe/Aggteleky, Art. 3 lit. c N 71, in: SK-FIDLEG, Zürich 2021)
- **Handel eigener Aktien** am *Sekundärmarkt*
 - M.E. nicht vom FIDLEG erfasst, wenn für den Aktionär ersichtlich ist, dass der Kauf bzw. Verkauf in Form eines Gegenpartei- bzw. Festpreisgeschäfts erfolgt und die Gesellschaft somit keine interessenwahrende Funktion übernimmt (keine Tätigkeit «für Kundinnen» i.S.v. Art. 3 lit. c FIDLEG und somit keine Kundenbeziehung)
 - I.d.R. gl. Ergebnis bei Abstellen auf den «Empfängerhorizont der Gegenpartei» (vgl. Sethe/Aggteleky, Art. 3 lit. c N 59)
 - In aller Regel steht bei dieser Form des Eigenhandels für die Gesellschaft auch nicht die *Gewerbsmässigkeit* im Vordergrund (vgl. Art. 3 lit. d FIDLEG), sondern die Schaffung eines liquiden Sekundärmarkts für ihre Beteiligungsrechte (*gl.M.* zumindest für den Primärmarkt Sethe/Aggteleky, Art. 3 lit. d N 70)

7. Schlussbemerkungen

- Kotierung kombiniert mit Tokenisierung als **Chance** für Schweizer Investmentgesellschaften, KMUs und darüber hinaus
- Relativ hohe **Komplexität** aufgrund hybrider Kapitalstruktur (insb. Ausstrahlung der börsenrechtlichen Regeln auf das tokenisierte Kapital)
- Empfehlenswert, die **Börsenbedingungen**, soweit sinnvoll und möglich, freiwillig auf das tokenisierte Kapital auszudehnen (z.B. Preisstellung für den Handel mit eigenen Aktientoken)
- Ebenso wenig wie die Börsenkotierung alleine einen **liquiden Sekundärmarkt** schafft, wird dies durch ein STO erreicht
- Bestehende **Rechtsunsicherheiten** beseitigen
 - Abgrenzung zum FinfraG beim Einsatz von Smart Contracts («Zentralverwahrer»)
 - Abgrenzung zum FINIG und FIDLEG, wenn Unternehmen ohne Finanzintermediäre insb. einen Sekundärmarkt für ihre Beteiligungsrechte schaffen



© Photo by Hansjörg Keller on Unsplash

Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

Dr. des. Fabio Andreotti

Head Legal (Co-), Bitcoin Suisse AG

Mitglied des Verwaltungsrates, RealUnit Schweiz AG

fabio.andreotti@bitcoinsuisse.com