



Yves Mauchle\*

## Tokens als Effekten

Anknüpfung, Fungibilität und Abgrenzung mit funktionalem Vergleich zum US-Recht

### Inhaltsübersicht

- I. Abgrenzungsprobleme bei Tokens
- II. Weitgehend formelle Legaldefinition der Effekte nach Art. 2 lit. b FinfraG
  1. Grundelement
    - 1.1 Wertpapier
    - 1.2 Wertrecht
    - 1.3 Derivat
    - 1.4 Bucheffekte
  2. Fungibilität
    - 2.1 Funktionell-ökonomischer Begriff
    - 2.2 Fungible *Non-fungible Tokens* (NFTs)?
  3. Teleologische Reduktion auf kapitalmarktgängige Anlageobjekte
  4. FINMA-Praxis betreffend Token
- III. Materieller Begriff des Investment Contract im US-amerikanischen Recht
  1. Effekten unter dem U.S. Security Act und Howey
  2. SEC FinHub Framework zur Qualifikation von Tokens
- IV. US-Praxis und Vergleich zum Schweizer Recht
  1. Consumptive Use vs. Investment Intent
  2. Zeitlicher Ablauf in der Entwicklung eines digitalen «Ökosystems»
  3. Vorfinanzierungen und Einordnung von Vermarktungsaktivitäten
  4. Dezentralisierung als Negativkriterium
- V. Synthese: Abgrenzung von Anlagekontrakten und Nutzungsrechten

res Effekten dar, wenn sie fungibel (vertretbar)<sup>1</sup> sind. Konsequenzen einer solchen Effektenqualifikation sind die Prospekt- und andere Offenlegungspflichten von Anbietern und Erstellern bei öffentlichen Angeboten und Handelszulassungen (insbesondere Art. 35 ff. und Art. 58 FIDLEG), Bewilligungspflichten beim gewerbmässigen Eigen- und Fremdhandel, dem Market Making sowie bei der Eigenemission von Derivaten (Wertpapierhaus, Art. 41 FINIG) und Infrastrukturlizenzierungspflichten beim Betrieb von Handelsplattformen<sup>2</sup> (Art. 26 ff., Art. 42 ff. und Art. 73a FinfraG). Zudem treten bei Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten, welche Effekten umfassen,<sup>3</sup> die Verhaltensregeln des Finanzdienstleistungsgesetzes (Art. 7 ff. FIDLEG) hinzu. Auch bezüglich der allgemeinen Marktverhaltenspflichten (Insiderhandelsverbot, Art. 142 und 154 FinfraG; Markt- bzw. Kursmanipulationsverbot, Art. 143 und 155 FinfraG) bildet der Effektenbegriff eines der Tatbestandselemente. Derivate unterstehen zudem spezifischen Marktverhaltensregeln (Art. 93 ff. FinfraG).

Anders als auf herkömmlichen Kapitalmärkten kommt es bei Werten, die auf Grundlage der *Distributed Ledger*

### I. Abgrenzungsprobleme bei Tokens

In der herkömmlichen Finanzwirtschaft ist nur im Ausnahmefall umstritten, ob es sich bei einem bestimmten Produkt oder Recht um ein Finanzinstrument oder eine Effekte handelt. Beteiligungsrechte wie Aktien, Partizipationsscheine oder Genussscheine, Forderungsrechte wie Anleihen oder etwa Derivate stellen ohne Weite-

<sup>1</sup> Siehe dazu hinten Ziff. II.2.

<sup>2</sup> Bewilligungspflichtig ist insbesondere der Handel von Effekten, die kotiert (Börse, Art. 26 lit. b FinfraG) oder nicht kotiert (multilaterales Handelssystem, Art. 26 lit. c FinfraG) sind, falls der gleichzeitige Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern (Multilateralität) sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt wird. Ebenfalls bewilligungspflichtig sind Betreiber von Handelsplattformen, die (a) den multilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten nach diskretionären Regeln bezwecken, (b) den multilateralen Handel von Finanzinstrumenten, die keine Effekten sind, nach nichtdiskretionären Regeln bezwecken oder (c) den bilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten bezwecken (Art. 42 FinfraG). Betreiber solcher organisierter Handelssysteme im Sinne von Art. 42 FinfraG sind nicht eigenständig als Finanzmarktinfrastruktur nach Art. 4 FinfraG lizenziert, sondern verfügen über eine Bewilligung als Bank, Wertpapierhaus oder DLT-Handelssystem oder eine Bewilligung oder Anerkennung als Handelsplatz (Art. 43 Abs. 1 FinfraG).

<sup>3</sup> SK FinfraG-FAVRE/KRAMER, Art. 2 lit. b N 12.

\* Dr. iur. YVES MAUCHLE, M.A. HSG in Accounting and Finance, Rechtsanwalt in Zürich. Etwaige Bemerkungen werden gerne entgegengenommen unter <yves.mauchle@bakermckenzie.com>. Der Autor bedankt sich bei JENNIFER A. CONNORS, J.D., Rechtsanwältin in New York, für ihre Bemerkungen zum US-Recht.