

Security Token Offering «done right»

1. Ausgangslage

1.1 Überblick

Der ICO Boom hat sich abgekühlt und die Anzahl der Projekte hat seit dem Q2 2018 deutlich abgenommen. Ebenfalls reduziert haben sich die anlässlich der ICO's gesammelten Gelder (Quelle: <https://www.icodata.io/stats/2018>). Auffällig ist, dass es weniger Utility Token Projekte gibt. Es scheint so, dass sich der Wind tatsächlich gedreht hat. Doch bedeutet dies das Ende der Blockchain und DLT Euphorie? Die Antwort ist ganz klar: Nein. Vielmehr bestehen deutliche Anzeichen, dass eine neue Entwicklung vor der Tür steht: Die Ära der Asset Token (oder Security Token) wurde eingeläutet.

1.2 Asset Token

Die FINMA definiert in ihrer ICO Wegleitung vom 16. Februar 2018 Asset Token als Token, die Vermögenswerte und/oder relative Rechte repräsentieren. Sie erwähnt explizit, dass Asset Token wirtschaftlich Aktien, Obligationen oder Derivate repräsentieren können. Was sind aber die rechtlichen Grundlagen der Asset Token? Da Asset Token als Effekten qualifizieren können, ist es naheliegend, die für Effekten relevanten Rechtsgrundlagen beizuziehen. Im Vordergrund stehen dabei das Börsengesetz, das Bankengesetz, das Finanzmarktinfrastukturgesetz, das Gesetz über kollektive Kapitalanlagen sowie das Geldwäschereigesetz. Sobald in Kraft gesetzt, müssen das Finanzdienstleistungs- und das Finanzinstitutionsgesetz ebenfalls beachtet werden. Die (lange) Aufzählung der relevanten Finanzmarktgesetze zeigt, dass hier «etwas anders» sein muss als bei Payment und Utility Token Projekten. Tatsächlich liegen die rechtlichen, respektive regulatorischen Anforderungen, bei Asset Token Projekten deutlich höher. Ebenfalls ist die Fehlertoleranz gering: Wird ein Asset Token tatsächlich als Effekte qualifiziert, kann dies dazu führen, dass das Einholen einer Bewilligung vor Geschäftsaufnahme notwendig ist. Wird dies nicht gemacht, kann die FINMA Sanktionen verfügen (z.B. ein sogenanntes Enforcement Verfahren eröffnen).

1.3 Begrifflichkeiten

Für die oben erwähnte Kapitalbeschaffung im Zusammenhang mit Payment und Utility Token wird bekanntlich der Begriff ICO (Initial Coin Offering) verwendet. Ebenfalls durchgesetzt hat sich der Begriff TGE, was für «Token Generating Event» steht. Für die Kapitalbeschaffung mittels Herausgabe von Asset Token ist aktuell der Term STO respektive «Security Token Offering» vorherrschend. Leider ist die Perzeption des Begriffes «Token» nicht ganz wertfrei, da Token und Coins in der Vergangenheit nicht nur positiv wahrgenommen wurden. Weil Asset Token und das mit deren öffentlichem Angebot verbundene Sammeln von Geldern im hochregulierten Bereich stattfindet, drängt sich eine Begrifflichkeit auf, die sich klar von Payment und Utility Token respektive von Token und Blockchain / DLT abgrenzt. Vorgeschlagen wird deshalb im Zusammenhang mit der Kapitalaufnahme mittels Asset Token die Verwendung des Begriffes «Digital Public Offering», welcher sich bewusst an den Begriff IPO (Initial Public Offering) anlehnt.

2. Geschäftsmodell der B. AG

Nachfolgende Ausführungen basieren auf dem Geschäftsmodell der B. AG und erfolgen mit expliziter Zustimmung der B. AG.

B. AG ermöglicht basierend auf dem Ethereum Protokoll sogenannte «Crowd Sales» von Immobilien. Um an diesen Crowd Sales teilzunehmen, hat B. AG eine Immobilienplattform geschaffen, auf der Anleger bereits mit kleinen Beiträgen in Liegenschaften investieren können. Immobilieneigentümer steht die Nutzung der Plattform ebenfalls offen und sie können ihre Liegenschaften zum Verkauf via Crowd Sale anbieten. Die Monetarisierung der Plattform erfolgt durch die Erhebung einer Gebühr in der Höhe von anfänglich 1%. Diese Gebühr wird jeweils fällig, wenn eine Liegenschaft über die Plattform entweder gekauft oder verkauft wird. Um an einem solchen Crowd Sale als Investor teilnehmen zu können, müssen die Investoren Token der über die Plattform angebotenen Liegenschaften erwerben. Damit die Token Halter ihre Token handeln können, hat B. AG ein Bulletin Board zur Verfügung gestellt. Dieses Bulletin Board ist in seiner Grundfunktion ähnlich wie ein schwarzes Brett, auf dem Angebote und Gesuche publiziert werden. Insgesamt ist es B. AG gelungen, die Eintrittshürden für die attraktive Anlageklasse «Liegenschaften» zu senken. **Vorliegend sollen aus aktuellem Anlass rechtliche Überlegungen anhand eines Beispiels erörtert werden. Dieser Beitrag erhebt daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Richtigkeit der gemachten Angaben zum B. AG Projekt.**

3. Rechtliche Zielsetzungen

Bei der Strukturierung von B. AG stand der Anlegerschutz im Vordergrund: Es galt eine Struktur zu finden, die rechtlich möglichst wasserdicht ist. Zudem wurde beabsichtigt das sogenannte Underlying, also die zum Verkauf angebotenen Partizipationsscheine der Plattform, (siehe Ziff. 4.2) sowie die künftig zum Verkauf angebotenen Liegenschaften (siehe Ziff. 5) möglichst eng mit den jeweiligen Token zu verbinden. Dass die STOs (der Plattform sowie der Liegenschaften) mit der jeweils anwendbaren Regulierung im Einklang stehen müssen, scheint offensichtlich. Als Herausforderung galt es daher zu gewährleisten, dass die Token möglichst frei und einfach, d.h. ohne Schriftefordernis, übertragen werden können.

4. Rechtliche Strukturierung

4.1 Überblick

B. AG hat dabei einen bi-jurisdiktionalen Ansatz gewählt und Teile des Geschäftsmodells in der Schweiz und in Liechtenstein implementiert. Die B. AG ist in der Schweiz domiziliert und betreibt die erwähnte Plattform. Die Liegenschaften werden von einem Fonds in Liechtenstein gehalten.

4.2 Tokenisierung von PS Kapital und STO der Plattform

B. AG hat ein Nennkapital von CHF 400'000, eingeteilt in ein Aktienkapital in der Höhe von CHF 320'000 und ein Inhaberpapierkapital in der Höhe von CHF 80'000. Mit anderen Worten beträgt das Partizipationskapital 20% des Nennkapitals. Das Partizipationskapital ist Gegenstand des STO («PS Token der B. AG»).

Vorliegend wurde entschieden, eine Globalurkunde zu schaffen, mit welcher alle Inhaberpapierkapitalsscheine verbrieft wurden. Die jeweiligen Partizipanten haben dabei einen Anspruch auf eine rechnerische Quote an dieser in «modifiziertem» Miteigentum gehaltenen Globalurkunde. Diesen Anteil können die Partizipanten sodann formfrei auf dem Wege der Besitzzweisung übertragen und eine solche Besitzzweisung kann schliesslich mittels der Übertragung des Tokens erfolgen. Gemäss Art. 973b Abs. 1 OR können Globalurkunden ausgegeben werden, wenn eine Ermächtigung in den Ausgabebedingungen, in den Gesellschaftsstatuten oder durch die Zustimmung der Hinterleger vorliegt. Diese Ermächtigung wurde entsprechend in den Statuten der B. AG abgebildet.

Da jeder Miteigentümer nur an einer rein arithmetischen Quote berechtigt ist, müssen die einzelnen Partizipationsscheine nicht einem bestimmten Miteigentümer zugeordnet werden können. Es schadet daher nicht, dass die auf dem ERC-20 Standard basierenden Token nicht individualisierbar sind. Der «Tokensaldo» eines Token Halters im Verhältnis zur Gesamtzahl der Token entspricht der quotalen Berechtigung an der Globalurkunde. In den Terms und im Prospekt ist die Übertragung von Token von einem Halter zu einem anderen als Besitzeanweisung i.S.v. Art. 924 Abs. 1 ZGB definiert. Durch Akzeptieren der Terms einigen sich die Parteien darauf, dass der mittelbare Besitz durch Übertragung der Token nur an «gewhitelistete Adressen» erfolgen kann. Das Whitelisting wird von der B. AG durchgeführt und besteht aus einer Identitätsprüfung sowie dem Einverständnis zu den Terms und dem Prospekt.

In Anwendung von Art. 924 Abs. 1 ZGB führt dies dazu, dass mit der Übertragung von Token der mittelbare Besitz an der entsprechenden Miteigentumsquote (oder Bruchteilen davon) und damit auch das Eigentum daran auf den Erwerber übergeht (Art. 714 Abs. ZGB). Mit der Zustimmung zu den Terms erklärt sich jede Partei damit einverstanden:

- (i) dass jede künftige Übertragung von Token an ihn oder sie zur Übertragung des Besitzes und Eigentums am entsprechenden Miteigentumsanteil führt; und
- (ii) dass er oder sie durch die Übertragung der Tokens den mittelbaren Besitz und das Eigentum am jeweiligen Miteigentumsanteil an den Empfänger des Token überträgt.

Um zu vermeiden, dass das Eigentum an den Miteigentumsanteilen ohne Übertragung der entsprechenden Token auf den Erwerber übertragen wird, halten die Terms fest, dass das Eigentum an den jeweiligen Miteigentumsanteilen ausschliesslich durch die Übertragung von Token übertragen werden kann.

Gemäss Art. 697i Abs. 1 OR muss jeder Erwerber einer nicht kotierten Inhaberaktie (und damit auch eines entsprechenden Inhaberpartizipationsscheins) der Gesellschaft melden:

- (i) dass er die Aktien erworben hat;
- (ii) seinen Vor- und Nachnamen, respektive die Firma; und
- (iii) seine Adresse.

Mittels «Whitelisting» der zugelassenen Wallets kann dieser (GAFI-) Meldepflicht ohne weiteres nachgekommen werden.

Der oben skizzierte Ansatz mittels Schaffung einer Globalurkunde und Besitzeanweisung verspricht eine sehr hohe Rechtssicherheit. Im Vergleich zu anderen Strukturierungsansätzen ist diese Lösung bereits «rechtlich erprobt», da sie im Wesentlichen dem verbreiteten Modell entspricht, welches Anwendung fand, bevor das Bucheffektengesetz in Kraft gesetzt wurde. Es erstaunt deshalb nicht, dass im am 7. Dezember 2018 publizierten Bericht des Bundesrates diese Lösung als rechtlich sicher angesehen wurde.

4.3 Alternativen Strukturierungsvarianten

4.3.1 Wertrechte und Vertragsübertragungen

Ein möglicher alternativer Ansatz ist die Ausgabe von Wertrechten gemäss Art. 973c OR. Diese Wertrechte können mittels Vertragsübertragungen als sogenannte tripartite Rechtsgeschäfte übertragen werden. Die Übertragung setzt jeweils drei empfangsbedürftige Willenserklärungen zwischen dem Emittenten, dem Ersterwerber und dem nachfolgenden Erwerber voraus. Mit diesen Willenserklärungen soll erreicht werden, dass der ursprüngliche Vertrag zwischen dem Emittenten und dem Ersterwerber übertragen wird und nunmehr zwischen Emittenten und nachfolgendem Erwerber Gültigkeit haben soll. Der Vorteil dieser Lösung ist – wie bei der oben beschriebenen Globalurkunde –, dass für die Übertragung kein

Schriftlichkeitserfordernis notwendig ist. Der Bericht des Bundesrates vom 7. Dezember 2018 führt allerdings explizit aus, dass strittig ist, ob eine Zustimmung für eine Vertragsübernahme im Voraus erteilt werden kann und erwähnt ein Urteil des Obergerichts des Kantons Zürich, welche diese Möglichkeit explizit verneint. Schliesslich ist fraglich, ob gesellschaftsrechtliche Verhältnisse mit der Vertragsübertragung transferiert werden können. Insgesamt-müsste die Vertragsübertragung in der üblicherweise diskutierten Form für die Strukturierung von Aktien(-token) im Blockchain- / DLT Umfeld-noch deutlich verfeinert werden.

4.3.2 Elektronische Signatur (ZertES)

Um dem Schriftlichkeitserfordernis von Art. 165 Abs. 1 zu genügen, ist es denkbar, eine elektronische Signatur (ZertES) zu verwenden. Das damit zusammenhängende Prozedere ist schwerfällig und nur die Swisscom hat bis anhin eine kundenfreundliche Implementierung entwickelt. Dieser Ansatz setzt jedoch voraus, dass eine Schweizer SIM Karte der Swisscom gekauft wird. Im internationalen Kontext ist dieser Ansatz somit nicht empfehlenswert.

4.3.3 Bucheffekten

Schliesslich besteht die Möglichkeit, für die erleichterte Übertragung Bucheffekten zu kreieren und die Token als Weisung im Sinne von Art. 15 des Bucheffektengesetzes zu strukturieren. Die Schaffung von Bucheffekten setzt voraus, dass bei einem durch eine Verwahrstelle geführten Effektenkonto eine Gutschrift gemacht wird. Ob eine Blockchain als Effektenkonto ausreicht, wird zur Zeit kontrovers diskutiert. Da B. AG jedoch keine Verwahrstelle ist oder betreibt, fällt die Bucheffektenlösung ausser Betracht.

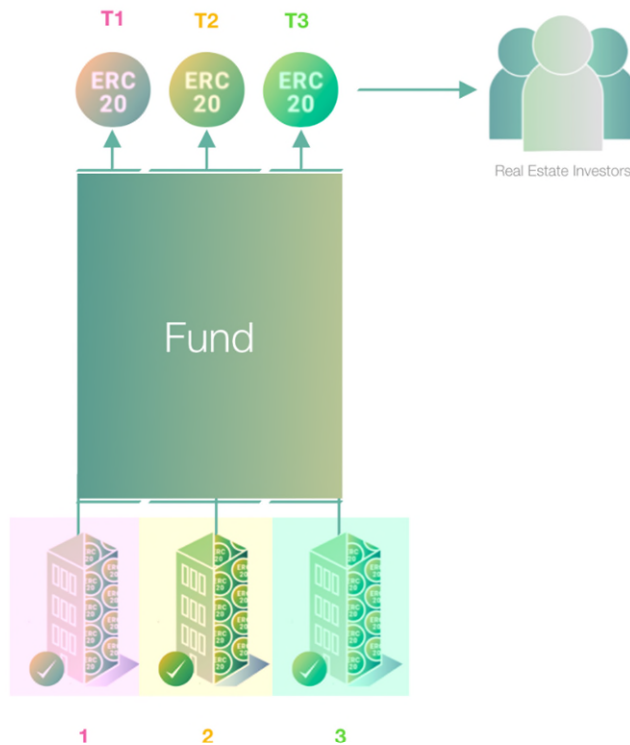
4.4 Distribution

Da im Rahmen des STO Token angeboten wurden, welche als Effekten qualifizieren, wurde ein Emissionsprospekt im Sinne von Art. 652a OR erstellt. Die Erstellung des Emissionsprospekts beinhaltet diverse Komplexitäten, da insbesondere aufgezeigt werden musste, wie die im Rahmen des STO angebotenen Token mit dem Underlying, d.h. den Inhaber Partizipationsscheinen, respektive der diese verbriefenden Globalurkunde verbunden sind.

5. Fundstruktur und STO der Liegenschaften

Auf der Liechtensteiner Seite wird ein Umbrella Funds mit Subfonds aufgesetzt. Diese Subfonds halten die Liegenschaften, die auf der Plattform via Crowd Sale verkauft werden. Als Eigentümer der Liegenschaften wird der Subfund eingetragen. Aktuell werden Gespräche mit Grundbuchämtern geführt und es wird evaluiert, ob die Smart Contracts (mit den jeweiligen Token Haltern) direkt im Grundbuch eingetragen werden können. Für den jeweils mit einer Liegenschaft bestückten Subfonds wird ein STO durchgeführt (siehe untenstehende Übersicht).

In Liechtenstein ist die Übertragung von Token, welche als Wertrechte ausgestaltet sind, einfacher als in der Schweiz, da insbesondere das Erfordernis der Schriftlichkeit der Zession gemäss Art. 165 Abs. 1 OR nicht beachtet werden muss.



6. «Technology meets Legal Requirements»

Sowohl bei den Immobilien-Token (oben dargestellt als «T1», «T2» und «T3»), als auch den PS-Token der B. AG, handelt es sich um Asset respektive Security Token. Aus diversen rechtlichen Gründen muss man zu jederzeit wissen wer die Eigentümer sind, respektive welche Eigentümer wieviel Anteile an der Liegenschaft oder an der Firma halten.

Technisch hat dies B. AG raffiniert gelöst und zwar auf der Ethereum Blockchain:

Die Lösung besteht aus der Implementierung von mehreren Smart Contracts. Wie erwähnt hat die B. AG 20% ihres Nennkapitals tokenisiert. Auf der Ethereum Blockchain findet man diese 20% in Form von Tokens. Die Token können auf etherscan.io betrachtet werden. Es wurden insgesamt 1 Million Token herausgegeben, die mit 1 Million Inhaberpapieren (verbrieft in der Globalurkunde) synchronisiert wurden.

Ein weiterer Smart Contract ("Whitelist Smart Contract") registriert die Wallets der identifizierten Investoren. Damit ein Whitelisting der Wallet stattfinden kann, muss vorgängig erfolgreich der Onboarding Prozess von B. AG durchlaufen werden. Dieser wurde in Zusammenarbeit mit einer Bank entwickelt. Eine wesentliche Rolle spielt dabei BlockID, welche ebenfalls zu B. AG gehört. Ohne diesen Prozess durchlaufen zu haben, können keine Token erworben werden und zwar weder anlässlich des STO, noch auf dem Sekundärmarkt. Wieso nicht? Ganz einfach, bei jeder Interaktion mit dem Token (z.B. Kauf oder Verkauf) überprüfen die Smart Contracts von B. AG ob beide Wallets (Sender und Empfänger) sich auf der Whitelist befinden. Ist dies nicht der Fall, dann scheitert die Transaktion.

Jeder Smart Contract erlaubt, dass die Halter der Token eingesehen werden können. Das entsprechende Register wird bei jeder Transaktion aktualisiert und ist somit ständig up-to date. Somit besteht auf der Blockchain innerhalb des Smart Contracts das (pseudonyme) Register der Partizipationsscheininhaber der B. AG. Da sämtliche Wallets (d.h. Investoren) bei B. AG

bekannt sind, können die aktuellen Token Halter resp. Inhaber der Partizipationsscheine jederzeit festgestellt werden, indem die Wallets mit den Daten aus dem Smart Contract ergänzt werden.

Genau gleich funktioniert der Mechanismus im Zusammenhang mit den Liegenschaften: Wie erwähnt, gibt es bei B. AG pro Immobilie einen einzigartigen Token (T1, T2, T3, ...). Auch hier sieht man auf der Ethereum Blockchain (pseudonym), welche Wallet zu wieviel Prozent an der jeweiligen Liegenschaft beteiligt ist. Ebenfalls kann B. AG die Wallets (resp. die jeweiligen Investoren) mit den Daten aus dem Smart Contract matchen und weiss somit zu jederzeit, wer wie viele Anteile an der Liegenschaft hält.

7. Würdigung

Die oben skizzierte rechtliche Strukturierung erfüllt sämtliche Zielsetzungen. Sie ist sicher und erprobt und ermöglicht die formlose Übertragung von Token. Bis entsprechende Gesetzesanpassungen erfolgen, welche die Übertragung von Token erleichtern, ist die Lösung mit der Globalurkunde und der Besitzanweisung ein taugliches Mittel, welches anderen Strukturierungsmöglichkeiten überlegen ist. Mit dem raffinierten Einsatz von Smart Contracts ist es B. AG gelungen, ein funktionierendes Produkt für die Tokenisierung von Immobilien zu schaffen und gleichzeitig die Technologie zu entwerfen, welche auch ein «Aktienbuch auf der Blockchain» ermöglichen würde.

Your Team



Marcel Hostettler
Legal Partner

T +41 44 254 99 66

marcel.hostettler@mme.ch



Dominik Hofmann
Legal Associate

T +41 44 254 99 66

domink.hofmann@mme.ch



Sarah Vettinger
Legal Associate

T +41 44 254 99 66

sarah.vettiger@mme.ch



Nadja Eggerschwiler
Senior Legal Associate

T +41 44 254 99 66

nadja.eggenschwiler@mme.ch

Bank und Finanzmarktrecht:

https://www.mme.ch/de/legal/bank_und_finanzmarktrecht/