

ICOs vs. STOs vs. IEOs

Immer mehr digitale Assets erobern die regulierte Finanzwelt

Die Ausgabeformen von digitalen Assets entwickeln sich laufend weiter und werden zu einer immer stärkeren Konkurrenz der klassischen Finanzierungsformen. So sammelten EOS rund 4,2 Mrd. und TaTaTu 575 Mio. USD durch ein ICO, tZERO 134 Mio. und Nexo 52.5 Mio. USD durch ein STO sowie Bitfinex 1 Mrd. und TronGameGlobal 80 Mio. USD durch ein IEO¹. Während in der klassischen Finanzwelt das IPO zur traditionellen Messlatte geworden ist, dreht sich die Welt der digitalen Assets immer schneller – von ICO zu STO zu IEO. **Von Dr. Reto Luthiger, Dr. Wolfgang Müller und Dr. Alexander Vogel**



Foto: © knssr – stock.adobe.com

Initial Coin Offerings (ICOs) waren die erste Form der Tokenausgabe auf der Distributed-Ledger-Technologie (DLT), wozu auch die Blockchain zählt. Sie waren vor allem im Jahr 2017 sehr populär und ermöglichen das direkte Ausgeben von allen Arten von Token über die emittenten-eigene Webseite. Die eher stark regulierten Anlagetoken standen dabei weniger im Fokus als die weniger regulierten Zahlungstoken oder die unregulierten Nutzungstoken (Utility Tokens). ICOs waren sehr betrugsanfällig, da die DLT-Welt noch in den Kinderschuhen steckte, die Regulierung noch im Entstehen begriffen und die Geschäftsmodelle häufig unausgereift waren.

Die ICO-Blase platzte gegen Ende 2017 und Security Token Offerings (STOs) gewannen an Beliebtheit. Dabei handelt es

sich um die Ausgabe von Anlagetoken, also auf Effekten (Securities) basierenden Token, die oft direkt über die eigene Webseite des Emittenten ausgegeben werden. Die Beschränkung auf Anlagetoken zeigt, dass STOs primär einen Finanzierungszweck verfolgen – in allen bekannten Eigen- und Fremdkapitalformen. Da dies in der Sitzjurisdiktion des Emittenten praktisch immer eine Prospekterstellungs- und häufig auch eine Prospektprüfungspflicht nach sich zieht (so mit dem Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) ab dem 1. Januar 2020 auch in der Schweiz) und eine gewisse KYC-Prüfung der Investoren erfordert, gelten STOs grundsätzlich als regulierte Token Offerings.

Im Jahr 2019 wurde dann das Initial Exchange Offering (IEO) populär, wobei alle Tokenarten direkt über eine „vermittelnde“ Handelsplattform (Exchange) mit einer Art Listing auf dem Primärmarkt

platziert und nachher auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden. Im Gegensatz zum ICO und zum STO tritt hierbei neben dem Emittenten und dem Investor eine Handelsplattform als Akteur auf.

KYC-Prozesse sind heute für alle ICOs, STOs und IEOs (faktisch) Pflicht, da dem Emittenten ansonsten das Eröffnen eines Bankkontos in einer Jurisdiktion mit vernünftigem Ruf verwehrt bleibt.

Anlagetoken unter Schweizer Recht

Gemäß der auch international viel beachteten Wegleitung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zu ICOs gehören der Kategorie Anlagetoken alle Token an, die Vermögenswerte repräsentieren. Solche Token können beispielsweise eine schuldrechtliche Forderung gegenüber dem Emittenten oder ein gesellschaftsrechtliches Mitgliedschaftsrecht darstellen, z.B. in Form von Anteilen



ZU DEN AUTOREN

Dr. Reto Luthiger ist Rechtsanwalt bei **Meyerlustenberger Lachenal AG**.

Dr. Wolfgang Müller, MBA, ist Rechtsanwalt und Partner bei **Meyerlustenberger Lachenal AG**.

Dr. Alexander Vogel, LL.M., ist Rechtsanwalt und Partner bei **Meyerlustenberger Lachenal AG**.

1) www.tokens-economy.com



Foto: © knsr – stock.adobe.com

an künftigen Unternehmenserträgen oder zukünftigen Kapitalflüssen. Der Token repräsentiert damit je nach wirtschaftlicher Funktion insbesondere eine Aktie, Obligation oder ein derivatives Finanzinstrument. Unter die Kategorie der Anlagentoken können auch Token fallen, die dazu dienen, physische Wertgegenstände auf der Blockchain handelbar zu machen.

Aus zivilrechtlicher Sicht kann die Tokenisierung, d.h. die elektronische Registrierung von Rechten in einem verteilten elektronischen Register (Distributed Ledger), funktional ähnlich wie der altbekannte Vorgang der Verbriefung bei Wertpapieren verstanden werden: Die Rechte werden in eine spezielle Form – sei es ein Wertrecht, eine Bucheffekte, ein Wertpapier oder ein (Anlage-)Token – gekleidet und damit besonderen Regeln unterworfen, welche insbesondere auch die Modalitäten der Übertragung festlegen. Mit dem Ziel, Rechtssicherheit schaffen, hat der schweizerische Bundesrat in der ersten Jahreshälfte 2019 eine Vernehmlassung zu einem Gesetzesvorentwurf zur Stärkung von DLT durchgeführt. Darin wird u.a. vorgeschlagen, die bisher bekannten Wertrechte aus Art. 973c des Obligationenrechts (OR) als sogenannte Wertrechte ohne Wertpapiercharakter den neuen Wertrechten mit

Wertpapiercharakter (sog. DLT-Wertrechte) gegenüberzustellen.

Sind nun Anlagentoken vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet, werden sie also in gleicher Struktur und Stückelung öffentlich angeboten oder bei mehr als 20 Kunden platziert, gelten sie unter Schweizer Recht zudem als Effekten und es finden alle auf Effekten typischerweise anwendbaren Vorschriften Anwendung.

Ausgabe von Anlagentoken auf dem Primärmarkt

Die Ausgabe von Anlagentoken untersteht grundsätzlich der Prospektspflicht, wenn diese unter gegenwärtigem Recht als Aktien, Anleiheobligationen, kollektive Kapitalanlagen oder strukturierte Produkte resp. ab dem 1. Januar 2020 unter dem neuen FIDLEG generell als Effekten öffentlich zum Erwerb angeboten werden. Das FIDLEG wird zudem eine Prospektprüfungspflicht einführen. Für die Ausgabe von kollektiven Kapitalanlagen und strukturierten Produkten müssen je nach konkretem Fall zusätzliche Regulierungsanforderungen berücksichtigt werden. Hilft ein Intermediär bei der Platzierung von Effekten oder Derivaten, unterliegt dieser allenfalls als Emissionshaus oder Derivat Haus der Effektenhändlerregulierung.

Handel von Anlagentoken auf dem Sekundärmarkt

Das öffentliche Angebot zum Erwerb von Effekten auf dem Sekundärmarkt untersteht gemäß dem neuen FIDLEG ebenfalls der Prospekterstellungs- und -prüfungspflicht. Beim Vertrieb unter gegenwärtigem Recht bzw. Angebot unter dem neuen FIDLEG von kollektiven Kapitalanlagen und strukturierten Produkten müssen allfällig weitergehende Regulierungsvorgaben eingehalten werden. Der Handel von Effekten für Dritte untersteht üblicherweise der Effektenhändlerbewilligung (ab dem 1. Januar 2020 unter dem neuen Finanzinstitutsgesetz (FINIG) Wertpapierhäuser genannt). Die Tätigkeit als Handelsplattform im Zusammenhang mit Anlagentoken, d.h. das Zusammenführen von Kauf- und Verkaufsangeboten, untersteht grundsätzlich der Bewilligungspflicht als Börse, multilaterale oder organisierte Handelsplattform. Die Tätigkeit als Zentralverwahrer ist ebenfalls bewilligungspflichtig.

Ausblick

Der Markt der digitalen Assets hat sich von ICOs über STOs zu IEOs stark weiterentwickelt und dringt mit dem verstärkten Fokus auf Anlagentoken schnell in die regulierte Welt der Finanzierungsmöglichkeiten ein, wie sie aus dem Umgang mit althergebrachten Effekten bekannt ist. Aus steuerrechtlicher Sicht macht sich der starke Nachteil der Verrechnungssteuer für den Schweizer Finanzplatz als Emissionsstandort bemerkbar. Aus Kostensicht sind STOs und IEOs trotz Regulierung üblicherweise immer noch günstiger als IPOs, da weniger Intermediäre eingebunden sind. Kürzlich hat die FINMA die ersten beiden Vollbanklizenzen an zwei auf DLT fokussierte Finanzdienstleister, SEBA Crypto AG und Sygnum AG, erteilt. Für die nächsten Monate werden schliesslich weitere Bewilligungserteilungen durch die FINMA für Banken, Effektenhändler und auch Handelsplattformen mit speziellem DLT-/Blockchain-Fokus erwartet, was den Markt der digitalen Assets in größerem Stile für institutionelle Anleger öffnen dürfte. ■