

## *Initial Coin Offering*

# Wann werden Investment-Token (Token) zu Wertpapieren ?

Par Vaïk Müller le 19 März 2024

In einem Urteil vom 16. Januar 2024 (B\_4185/2020) bestätigte das Bundesverwaltungsgericht (BVGer) eine Verfügung der FINMA vom 19. Juni 2020, in der festgestellt wurde, dass eine Schweizer Gesellschaft und einer ihrer Verwaltungsräte als Gruppe mangels Bewilligung eine unerlaubte Effektenhandelstätigkeit als Emissionshaus geführt hatten, das gewerbsmässig öffentlich Effekten in Form von Anlagetoken (Tokens) angeboten hatte.

Im Rahmen eines Initial Coin Offering (ICO) bei einem ausländischen Emittenten hatten die Schweizer Gesellschaft und einer ihrer Direktoren Token gekauft. Diese Token waren nicht voll funktionsfähig, sollten aber später zum Erwerb weiterer Token berechtigen, die ihrerseits funktionsfähig sein würden. Das Schweizer Unternehmen bot die Token über eine öffentlich zugängliche Website zum Kauf an. Die FINMA leitete ein Enforcementverfahren ein, da sie diese Tätigkeit für rechtswidrig hielt. Dieses Verfahren führte zu der oben genannten Entscheidung der FINMA.

Die zentrale Frage für das BVGer war, ob es sich bei den Token trotz einiger in der ICO-Dokumentation enthaltener Beschränkungen der Übertragbarkeit um Wertpapiere handelte. Die Tatsache, dass der Emittent ein ausländisches Unternehmen war, hatte keine materiellen Auswirkungen auf die rechtliche Einstufung der ausgegebenen Token, da sie eine funktionale Äquivalenz zu den Formen von Wertpapieren aufwiesen, die nach Schweizer Recht typischerweise ausgegeben werden.

Aufgrund ihrer dematerialisierten Form konnten die Token nur Wertrechte sein, da der Begriff der eingetragenen Wertrechte zum Zeitpunkt des Geschehens noch nicht in Kraft war. Das BVGer stellt jedoch fest, dass weder das IUG noch die IUV die Wertrechte definierten (damals fehlte der ausdrückliche Verweis auf das OR in Art. 2 Bst. b aIUG). Zwar war der Begriff des Wertrechts im OR enthalten, doch weist das BVGer darauf hin, dass der Begriff des Wertrechts im BEHG seiner Einführung im OR vorausging, so dass die beiden Begriffe nicht notwendigerweise deckungsgleich sind, obwohl die überwiegende Lehre eine gegenteilige Meinung vertritt.

Anschließend diskutiert das BVGer die Frage der Fungibilität, die in der Doktrin eine Schlüsselrolle bei der Definition von Wertpapieren spielt. Nach Ansicht des TAF ähnelt der Begriff der Fungibilität im BEG dem Begriff, der dem Begriff der Wertpapiere im Sinne des Börsenrechts zugrunde liegt, mit der Ausnahme, dass der Begriff der Wertpapiere zusätzlich verlangt, dass die betreffenden Wertpapiere geeignet sind, in grosser Zahl verbreitet zu werden

(massenweisen Handel). Zwar merkt das BVGer an, dass Rechte grundsätzlich übertragbar oder abtretbar sein müssen, doch verliert ein Instrument nicht seinen fungiblen Charakter, wenn es Beschränkungen der Übertragbarkeit gibt, die die Möglichkeit einer Abtretung oder Übertragung nicht völlig ausschließen. So bleibt ein Recht, das nur innerhalb eines begrenzten Personenkreises übertragen werden kann, fungibel, ebenso wie Rechte, die nicht in großer Zahl verbreitet werden können, ebenfalls fungible Rechte im Sinne des LTI darstellen können.

In Bezug auf Token, die über eine Blockchain ausgegeben werden, betont das BVGer, dass es notwendig ist, die Natur der in den Token enthaltenen Rechte oder der durch sie repräsentierten Rechte zu bestimmen, um die anwendbaren rechtlichen Bestimmungen festlegen zu können (substance over form). Gestützt auf den FINMA-Praxisleitfaden zu ICOs (vgl. Lepori, cdbf.ch/998) erinnert das BVGer daran, dass die im Rahmen von Vorfinanzierungen ausgegebenen Token (auch „voucher token“ genannt), die zwar nicht funktional, aber handelbar sind, aufgrund ihres Anlagecharakters aufsichtsrechtlich generell als Wertpapiere zu qualifizieren sind.

Für das BVGer ist es im Gegensatz zur FINMA jedoch notwendig, die Übertragbarkeit der Token in concreto zu prüfen, um sie als Wertpapiere zu qualifizieren (oder nicht). Das Kriterium des massenweisen Handels ist nämlich eine notwendige Voraussetzung für die Einstufung eines Instruments als Wertpapier. Wenn es unmöglich ist, ein Instrument (Token oder anderes) zu übertragen, kann dieses Instrument zumindest kein Wertpapier sein, da es aufgrund dieser Unmöglichkeit für den Massenhandel ungeeignet wird.

Im vorliegenden Fall konnte das BVGer in der ICO-Dokumentation jedoch kein allgemeines Übertragungsverbot feststellen, da die Hinweise auf Beschränkungen der Übertragbarkeit eher Warnungen als vertragliche Verbote darstellten. Auch das „technische Freezing“ der Token durch den Emittenten machte eine Übertragung nicht unmöglich. Eine Übertragung sei zwar schwierig, aber rechtlich nicht ausgeschlossen und weiterhin möglich. Schließlich stellte das BVGer auch fest, dass der Emittent die geschaffenen Token tatsächlich an das Unternehmen übertragen hat, das sie später an die Käufer weitergeben sollte. Nach Ansicht der TAF widersprechen die eigentlichen Umstände des Falles und das Verhalten der Parteien der Tatsache, dass die Token rechtlich oder technisch nicht übertragbar waren. Unter Berücksichtigung der Umstände stellte das BVGer daher fest, dass es sich bei den Token tatsächlich um Wertpapiere handelte.

Abschließend lässt sich sagen, dass diese Rechtsprechung insofern interessant ist, als sie daran erinnert, dass der Begriff der Fungibilität intrinsisch mit dem Begriff des Wertpapiers verbunden ist, dass aber die de jure oder de facto völlige Unmöglichkeit der Übertragbarkeit diese Qualifikation ausschließen kann. Wenn man versucht, das BVGer richtig zu lesen, könnte ein solches nicht übertragbares Instrument jedoch immer noch beispielsweise als eingetragenes Wertrecht oder sogar als subsidiäres Wertrecht qualifiziert werden, wenn die Voraussetzungen von Art. 973d OR nicht erfüllt sind.

financier, <https://cdbf.ch/de/wann-werden-investment-token-token-zu-wertpapieren/>