

barlex

Investieren in Tokens – eine privatrechtliche Betrachtung

22. Mai 2019

Webinar@Weblaw

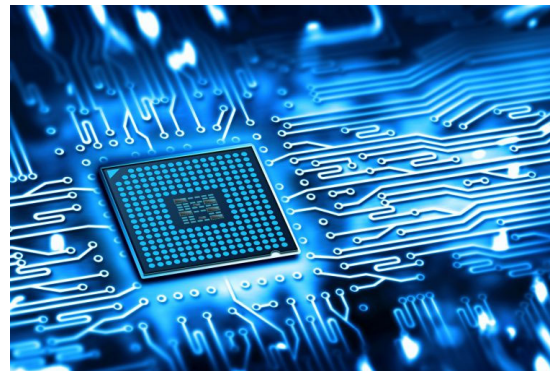
Harald Bärtschi

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt



Inhaltsübersicht

1. Fallbeispiel
2. Privatrechtliche Fragestellungen
3. Juristische Lösungsansätze
4. Technische Lösungsansätze
5. Folgerungen



1. Fallbeispiel (1/5)

- «Security Token Offering» (STO) für Immobilien-Anlagen
 - Quelle: Whitepaper (10. April 2019), Prospekt (12. April 2019)
 - Ausgabe von max. 190 Mio. Tokens, «kein Initial Coin Offering»
 - keine Ausgabe von «cryptocurrencies», sondern «new generation of digital assets», mit «underlying fundamental value» («digital real estate asset» oder «digital bond»)
 - minimum investment: CHF 100 (Investition in CHF oder EUR, Investitionen in Ether werden in CHF getauscht); maximum investment CHF 20 Mio.
 - Mindestzins 1.25–3% auf Basis des Mindestrückzahlungswerts (0.875–2.1 % auf Basis des Nennwerts), zuzüglich «performance», insgesamt 5–7 % erwartet
 - Gebühren (0.75 % p.a. Verwaltung, 3 % Verfügungen, 15 % «Gewinnbeteiligung»)



1. Fallbeispiel (Fts.) (2/5)

– Merkmale

- Laufzeit 25 Jahre (bis 14. Dezember 2044, Verlängerungsmöglichkeit um 2 x 5 Jahre)
- Rückzahlung abhängig vom Liquidations-/Marktwert der Liegenschaften (Minimum von CHF 0.70 pro Token [vorbehaltlich «write-down»/Abschreibung; Ausgabepreis CHF 0.75–1.00]; falls Wert höher als Nennwert [CHF 1.00]: Beteiligung des Investors zu 85 % am Wertanstieg)
- Tokeninhaber kann (optional) Liegenschaften auswählen («allocation») → *smart contracts*
- Liegenschaften werden pro Land von separaten Rechtseinheiten gehalten
- Token als «digital representation» von bond, Handel über Swiss Digital Exchange o.ä. angestrebt («very immature» markets)

1. Fallbeispiel (Fts.) (3/5)

- allgemeine Beurteilung
 - *ungesichertes nachrangiges Darlehen* mit Mindestverzinsung, «only contractual rights»
 - keine Aktionärsstellung, kein Recht auf Teilnahme an Generalversammlung
 - Wertrechte, gemäss Whitepaper (nicht erwähnt im Prospekt): Ausgabe Globalzertifikat(e)
 - Bedeutung der Technologie (→ Token-Zuteilung)? (basierend auf Ethereum, «not fully tested»)
 - Qualifikation als Effekten, Prospekterfordernis, ansonsten kein Bewilligungserfordernis (?), da weder Bank noch kollektive Kapitalanlage (?), KYC/AML erfüllt (Video-Identifizierung), in der Schweiz Beschränkung des Vertriebs auf qualifizierte Anleger
- Issuer: «newly incorporated company with only minimum capital and no financial track record»
- Vergleich mit *mortgage-backed security*

1. Fallbeispiel (Fts.) (4/5)

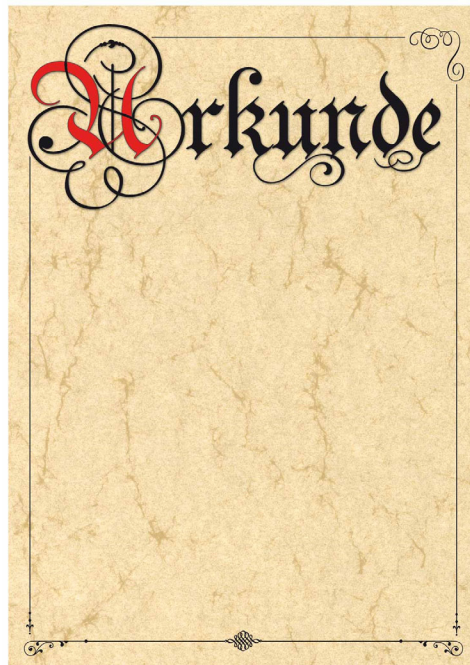
- technologische Unsicherheiten
 - *«The Issuer does **not ha[ve]** sufficient experience with **Ethereum Protocol** to ensure that the **Ethereum Protocol** will work properly at all times and free of any bugs and defects. Therefore, it cannot be excluded that the **Ethereum Protocol** will not work properly and will not generate digital Tokens in accordance with this Prospectus.»*
 - *The Issuer does **not yet have sufficient experience with smart contracts** to ensure that the smart contracts will work properly at all times and free of any bugs and defects. Therefore, it cannot be excluded that the **smart contracts do not work properly** and cannot generate digital Tokens in accordance with this Prospectus.*

1. Fallbeispiel (Fts.) (5/5)

- gesellschafts- und sonstige privatrechtliche Beurteilung
 - **Abstimmungen** auf Plattform (eine Stimme pro Bond/Token):
 - **non-mandatory** votings: im Ermessen des Verwaltungsrates, beispielsweise betreffend Änderung Investmentstrategie oder Verkauf Grundstück (→ «Sonderversammlung»)
 - **mandatory** votings (Issuer und 50 % der stimmenden Tokenholders): Anpassung der Terms and Conditions («reserved matter», wie geschuldete Beträge oder Rang)
 - Token: «derivative security with features of a structured bond», Wertrechte (einheitliche Klasse)
 - Registration von Übertragungen auf Plattform, registrierte Inhaber gelten als Berechtigte
 - *«it cannot be completely excluded that a court might come to the conclusion that a transfer of Tokens is ineffective, void, or voidable»*

2. Privatrechtliche Fragestellungen

- Harmonisierung technologische – rechtliche Ebene



3. Juristische Lösungsansätze

- Gleichklang mit **gesellschaftsrechtlicher** Struktur
 - Ausgabe als Aktien, Mitgliedschaftsrechte
 - Abstimmung mit Konsensmechanismen, möglichst abgesichert durch statutarische oder vertragliche Regeln (beziehungsweise Ausgabebedingungen)
 - kein vollständiger Gleichlauf möglich (beziehungsweise erwünscht)
 - Umgang mit (geplanten oder ungewollten) technologischen Anpassungen
 - stellt Vereinigung der Tokeninhaber als solche (einfache?) Gesellschaft dar?
→ unklar und strittig
 - perfekte Lösung existiert nicht → Transparenz!

Übertragung der Tokens

- Vorschläge *de lege lata*
 - Qualifikation als *Wertrechte* → Übertragung durch schriftliche Abtretungserklärung
 - Ausgestaltung als *Bucheffekten* → erfordert Einsatz von Verwahrungsstellen (Banken etc.)
→ mediatisierter Handel passt nicht optimal für Distributed-Ledger-Strukturen
 - Parteiwechsel → Zustimmung aller Parteien (konkludenter multilateraler Vertrag?)
 - Wahl einer ausländischen Rechtsordnung
 - Erteilung von Vollmachten zur Abtretung oder Blanko-/Globalzessionen
 - Ausstellung einer Globalurkunde (Verfügungen mittels Besitzeinweisung)
- Rechtsunsicherheit

DLT-Wertrechte

- Vorschläge *de lege ferenda* (Schweizer Recht, Vernehmlassungsvorlage vom 22. März 2019)
 - drei Formen von Aktien: Wertpapiere, Wertrechte (Wertrechte ohne Wertpapiercharakter und DLT-Wertrechte) sowie Bucheffekten → statutarische Grundlage (auch zur Verknüpfung mit Tokens), DLT-Register entspricht Aktienbuch, Vinkulierung technisch sicherstellen
 - bisherige Wertrechte (Art. 973c OR) neu als «**Wertrechte ohne Wertpapiercharakter**» (rein «obligatorische» Wirkung, keine Legitimations-, Transport- und Verkehrsschutzfunktion)
 - neu (Art. 973d OR): elektronisch registrierte Rechte mit Wertpapiercharakter (**DLT-Wertrechte**)
 - Geltendmachung und Übertragung nur über DLT (in Ausgabebedingungen o.ä. klären)
 - alle Tokenarten (Forderungen etc.) ausser reine Kryptowährungen, nicht nur vertretbare Rechte, soweit Verbriefung möglich, auch Vertragsverhältnisse, nicht: dingliche Rechte

Anforderungen an Register

- **Funktionssicherheit** (Einhaltung der Funktionsweise, korrekte Abbildung der «Rechtslage», Funktionsweise im Register oder in verknüpften Begleitdaten umschrieben)
- **Integrität** der Daten (keine einseitige Veränderbarkeit)
- Einhaltung des **neusten Stands** der Technik
- bei Bedarf weitere Mindestanforderungen auf **Verordnungsstufe**
- **Informationspflicht** des «Schuldners» gegenüber Erwerbern zum Inhalt des Wertrechts, zur Funktionsweise/Funktionssicherheit des Registers und zur Integrität der Daten
- zwingende **Verschuldenshaftung** des «Schuldners» (nicht: des Registerbetreibers), falls Anforderungen an Register nicht erfüllt, auch für Hilfspersonen (neben einer etwaigen vertraglichen Haftung beziehungsweise *culpa in contrahendo*)

Eigenschaften von DLT-Wertrechten

- Wirkungen und Verkehrsschutz analog Wertpapieren öffentlichen Glaubens
- (doppelseitige) **Präsentationswirkung** → Leistung nur gegen «Registeranpassung»
- **Legitimationswirkung** → Befreiung bei Leistung an registrierten Gläubiger (ausser bei Arglist oder grober Fahrlässigkeit)
- **Gutgläubenschutz** (analog Ordrepapieren) → Schutz des gutgläubigen Erwerbs (bei abhandengekommenen Rechten; ursprünglich Berechtigter kann Kraftloserklärung verlangen)
- **Einredebeschränkung** → nur Einreden des Schuldners gegen Gültigkeit der Registrierung oder aus Register (samt Begleitdaten) hervorgehend oder persönliche Einreden gegen Gläubiger
- **Prioritätenregelung** → gutgläubiger Empfänger eines Wertpapiers genießt Vorrang

Weitere Bestimmungen

- **Pfandrecht** an DLT-Wertrechten: kein schriftlicher Pfandvertrag erforderlich, auch ohne Übertragung auf Pfandnehmer, falls im Register eingetragen und Verfügungsgewalt sichergestellt
- **Nutzniessung** an DLT-Wertrechten durch Übertragung auf Nutzniesser
- **Kraftloserklärung** (Entkoppelung des Rechts vom Register, beispielsweise nach Verlust *private key*): Geltendmachung ohne Register (ursprüngliche Verfügungsmacht und Verlust glaubhaft machen), Zuteilung eines neuen DLT-Wertrechts → technische Umsetzung?
- ausserdem:
 - Einführung DLT-Warenpapiere (Art. 1153a OR)
 - Aussonderung von kryptobasierten Zahlungsmitteln und DLT-Wertrechten im Konkurs
 - DLT-Handelssysteme als neue bewilligungspflichtige Finanzmarktinfrastrukturen

4. Technische Lösungsansätze (1)



© ZHAW 2019

4. Technische Lösungsansätze (2)

- Prototyp *smart contract* auf Ethereum-Blockchain
- Schnittstelle mit zertifiziertem Signing Service → Übertragung *asset token* oder Abschluss Vertrag
- Vorteile der Verwendung der qualifizierten elektronischen Signatur
 - Gleichstellung mit eigenhändiger Unterschrift, Erfüllung Schriftformerfordernis
 - rechtsgültige Übertragung von Forderungen und Wertrechten bereits *de lege lata*
 - Abschluss schriftlicher Verträge
- Lösung implementier- und integrierbar in bestehende Systeme (Ethereum, Hyperledger, Corda)
- rechtliche Kompatibilität mit Schweizer Bundesgesetz über die elektronische Signatur (ZertES) und mit eIDAS-Standard der EU (trotz abweichender Verschlüsselungsmethoden)

Exkurs: E-ID- sowie KYC-/AML-Anforderungen

- Anforderungen an **qualifizierte elektronische Signatur**
 - beruht auf qualifiziertem Zertifikat (digitale Bescheinigung, die öffentlichen Schlüssel eines kryptografischen Schlüsselpaars dessen Inhaber zuordnet), ausgestellt von anerkannten Anbieterin von Zertifizierungsdiensten (vgl. Anforderungen in Art. 7 f. ZertES)
- Anforderungen an **E-ID** (Bundesgesetz über elektronische Identifizierungsdienste, BGEID, BBI 2018 S. 3989 ff.)
 - Sicherheitsniveaus: niedrig, substantiell und hoch
 - staatliche Anerkennung von Identity Providers
- **Geldwäschereigesetzgebung**
 - siehe FINMA-Rundschreiben 2016/7 «Video- und Online-Identifizierung»

5. Folgerungen

- Rechtsunsicherheit *de lege lata* hoch
- Vernehmlassungsvorlage klärt einzelne Aspekte und wirft neue Fragen auf
- starke Anlehnung an klassische Wertpapiere (und bisherige Finanzmarktinfrastrukturen)
- verschiedene Lücken, insbesondere Verfügung über DLT-Wertrechte nur ansatzweise geregelt (Form? Rechtsnatur [abstrakt oder kausal]? Verhältnis zu Verfügungen ausserhalb DLT?)
- keine Technologieneutralität



Besten Dank für Ihre Aufmerksamkeit



Kontakt

Harald Bärtschi, Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt

Titularprofessor für Privat- und Wirtschaftsrecht der Universität Zürich

Leiter Zentrum für Unternehmens- und Steuerrecht an der ZHAW
School of Management and Law

Anwalt bei Bärtschi Rechtsanwälte AG

www.barlex.ch, harald.baertschi@barlex.ch

