

Rundschreiben 2019/01

Tokenisierte Aktien

Wegleitung für Emittenten von Aktien- und verwandten Token

Dokumentenversion: 1.0

Veröffentlichungsdatum: 12.12.2019 (englische Version)

Adressaten: Emittenten von tokenisierten Aktien

Autor: Arbeitsgruppe Security-Token, bestehend aus: Khalil Aouak (Falcon Private Bank), Diego Benz (Drakkensberg), Rolf Günter (lawshift), Hans Kuhn (DALAW), Luzius Meisser (Bitcoin Association Switzerland), Daniel Rutishauser (inacta), Peter Schnürer (daura), Christopher Schütz (SDX), Alexander Thoma (Alethena), Claudio Tognella (daura), Rolf H. Weber (Universität Zürich).
Kontakt: Daniel Rutishauser, daniel.rutishauser@inacta.ch

Verabschiedet vom Board der Swiss Blockchain Federation am 14.11.2019

Hinweis: Die Swiss Blockchain Federation ist eine private Organisation. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen sind nach unserem besten Wissen wirtschaftlich sinnvoll und rechtlich korrekt, können aber eine persönliche Rechtsberatung nicht ersetzen.

Inhalt

Inhalt	2
1. Einleitung	3
2. Wahl des Instruments	3
2.1 Eigenkapital	3
2.2 Fremdkapital	4
3. Governance	4
3.1 Unternehmensinformationen	4
3.2 Aktionärsbeziehungen	4
3.3 Governance-Kodex	5
3.3.1 Best Practices	5
3.3.2 Stimmrechte	5
3.3.3 Vergütung für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung	5
3.4 Offene Technologie	5
3.5 Datenschutz und Datensicherheit	6
3.6 Administratorrechte	6
3.7 Übertragbarkeit	7
3.8 Aktionärsvereinbarung	7
4. Angebote	7
4.1 Gleiche Rechte für alle Aktionäre	8
4.2 Verkaufsprospekt	8
4.3 Know-Your-Customer (KYC)	9
4.4 No-Action-Letter	9
5. Handel	9
5.1 Börsenkotierung	10
5.2 Market-Making	10
5.3 Insiderhandel	11
6. Dokumentenliste	11

1. Einleitung

Die Ausgabe von Aktien und verwandten Finanzinstrumenten in Form von digitalen Token ist eine der vielversprechendsten Anwendungen der Blockchain- und Distributed-Ledger-Technologie. Die Tokenisierung von Eigenkapital eröffnet neue Möglichkeiten zur Kapitalbeschaffung und zur Schaffung eines Sekundärmarkts für viele Unternehmen, die bis jetzt nur begrenzten Zugang zu den Kapitalmärkten haben. Zudem sind Aktien-Token, wie andere Kryptowerte, mittels «Smart Contracts» programmierbar, so dass zahlreiche Abläufe und Verwaltungshandlungen automatisiert werden können. Dank offenen Standards können die verschiedenen Kryptowerte sich auch aufeinander beziehen und vernetzt werden. Mittelfristig entsteht damit ein «Internet der Finanzen». Aus diesem Grund sind wir überzeugt, dass Aktien-Token in nicht naher Zukunft ein wichtiges Segment der Kapitalmärkte sein werden.

Dieses Rundschreiben richtet sich an Schweizer Emittenten und bezweckt die Entwicklung von Best Practices für Anlage-Token mit einem Schwerpunkt auf Aktien. Damit soll die Entstehung eines Ökosystems für digitale Vermögenswerte gefördert werden. Wir planen, dieses Rundschreiben regelmässig zu aktualisieren, um aktuelle Entwicklungen zu berücksichtigen, sowie weitere Rundschreiben für andere Finanzinstrumente zu veröffentlichen. Steuerlichen Aspekte werden in der vorliegenden Version nicht betrachtet.

2. Wahl des Instruments

Die Tokenisierung bietet zahlreiche Möglichkeiten und Optionen zur Schaffung kundenspezifischer Token sowie die Ausstattung von Standardinstrumenten mit zusätzlichen Funktionen an. Da der so geschaffene Innovationsspielraum ein wichtiger Antreiber für die Akzeptanz von tokenisierten Instrumenten sein wird, ist es von entscheidender Bedeutung, für jedes Instrument eine solide Rechtsgrundlage zu schaffen. Dies erfordert eine gründliche Analyse und Entscheidung dahingehend, welche Finanzierungsart für eine spezifische Situation am besten geeignet ist. Dabei sind schlichtes Eigenkapital (Aktien) und Fremdkapital (Anleihen) die etabliertesten und bekanntesten Instrumente.

2.1 Eigenkapital

Die üblichste Form des Eigenkapitals sind Aktien. Die Aktionäre sind die Eigentümer des ausgebenden Unternehmens und besitzen gegenüber dem Emittenten ein klar definiertes Spektrum an Rechten. Mitunter beschliessen die Emittenten, eine indirekte Ebene hinzuzufügen, indem sie Optionen zum Kauf von Aktien ausgeben oder einen (sog.) Nominee dazwischenschalten, der die Aktien im Namen der Token-Inhaber hält. Weitere Varianten sind die Ausgabe von Partizipationsscheinen oder sonstigen alternativen Eigenkapitaltitel.

Aktien und sonstige Eigenkapitalinstrumente können als Namenaktien oder Inhaberaktien ausgegeben werden. Ab Mai 2021 ist die Ausgabe von Inhaberaktien jedoch nur noch dann zulässig, wenn (i) sie an einer Börse kotiert sind oder (ii) sie als Bucheffekten strukturiert sind. Aus diesem Grund ist es nicht ratsam, Inhaberaktien auszugeben.

Da das Schweizer Recht die Trennung des Wertrechtbuchs vom Aktienbuch mit den Informationen zu den wirtschaftlich Berechtigten erlaubt, ist es möglich, Namenaktien zu

tokenisieren und trotzdem die personenbezogenen Daten der Aktionäre ausserhalb der Blockchain (Off-Chain) zu halten.

2.2 Fremdkapital

Debt-Token stellen einen Nominalanspruch gegenüber einem Emittenten auf Rückzahlung einer Geldsumme (Schuldsumme) nach einer festen Laufzeit und in der Regel auch auf regelmässige Zinszahlungen dar. Diese können auch so gestaltet werden, dass sie eigenkapitalähnliche Merkmale aufweisen (Mezzanine-Instrumente). Start-ups geben häufig wandelbare Schuldtitel aus, die nach Wahl des Emittenten und/oder des Kreditgebers in Eigenkapital umgewandelt werden können oder müssen. Diese Struktur erfordert fundierte Richtlinien in Bezug auf die Dokumentation und wird in diesem Rundschreiben nicht weiter erläutert.

3. Governance

In diesem Abschnitt werden laufende Governance-Richtlinien dargestellt, die nicht an bestimmte Ereignisse oder Umstände gebunden sind.

3.1 Unternehmensinformationen

Der Emittent sollte sicherstellen, dass alle Token-Inhaber über ihre Rechte als Token-Inhaber informiert sind und, dass die Basisinformationen über das Unternehmen immer verfügbar, aktuell und idealerweise auf der Website des Emittenten aufgeführt sind. Eine nicht abschliessende Liste mit potentiell relevanten Dokumenten kann im Abschnitt «Dokumentenliste» gefunden werden. Ausserdem muss eine Kontaktadresse für Token-Inhaber vorhanden sein.

3.2 Aktionärsbeziehungen

Der Emittent ist rechtlich dazu verpflichtet, den Aktionären jährlich einen Jahresbericht über das Unternehmen zur Verfügung zu stellen sowie Fragen in Aktionärsversammlungen zu beantworten. Bei öffentlich gehandelten Token sollten die Jahresberichte darüber hinaus überprüft werden. Ausserdem wird empfohlen, regelmässige Leistungskennzahlen (KPI) des Unternehmens bereitzustellen und hinsichtlich wichtiger Ereignisse Transparenz zu schaffen, wie beispielsweise bei Änderungen in der Geschäftsleitung. In der Regel sind häufige und regelmässige Veröffentlichungen ausgewählter Kennzahlen gegenüber unregelmässigen umfangreichen Veröffentlichungen vorzuziehen. Daher sollte die erste Priorität eines kleineren Unternehmens sein, die richtigen KPIs zu bestimmen und diese regelmässig und fortlaufend zu veröffentlichen. Für grössere Unternehmen kann es ebenso Sinn machen, bereits sehr früh strengere Berichterstattungsstandards einzuführen, insbesondere wenn eine Börsenkotierung angedacht ist.

Technisch gesehen sollte der Smart Contract hinter dem ausgegebenen Token generelle Ankündigung ermöglichen, welche auf der öffentlichen Blockchain erfasst und gespeichert werden. Diese Aufzeichnungen könnten beispielsweise in Anwendung kommen, wenn Aktien für ungültig erklärt wurden, oder für andere wichtige Aktionärsangelegenheiten wie Ad-hoc-Meldungen, jedoch nicht für die normale Berichterstattungen. Im Allgemeinen sollte es den Aktionären leicht gemacht werden, mit dem Unternehmen zu kommunizieren und ihre Rechte digital auszuüben.

In Abschnitt 4 werden die weiteren Voraussetzungen für ein öffentliches Angebot beschrieben.

3.3 Governance-Kodex

Es gibt eine Reihe an bekannten Best Practices für die Corporate Governance, die beachtet werden sollten, insbesondere hinsichtlich der Stimmrechte und der Vergütung der Geschäftsleitung.

3.3.1 Best Practices

Für die Ausgestaltung der Governance des Unternehmens sollten die entsprechenden Abschnitte im «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» herangezogen werden. Diese Best Practices wurden für börsennotierte Unternehmen erstellt. Viele Elemente sind jedoch auch für kleine und mittlere Unternehmen sinnvoll. Bei der Planung eines grösseren Token-Angebots mit einem verpflichtenden Verkaufsprospekts sollte sich das Unternehmen dem «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» oder einer speziell angepassten Variante davon verpflichten.¹

3.3.2 Stimmrechte

Der Emittent hat die Mitwirkung der Aktionäre zu ermöglichen und zu unterstützen, insbesondere bei der Ausübung der Stimmrechte. Das Unternehmen selbst sollte bei seinen eigenen Versammlungen der Stimme enthalten (falls es eigene Aktien hält). Ausserdem sollten keine vertraglichen oder anderen Regelungen vorhanden sein, die es dem Verwaltungsrat erlauben, über die Stimmen abwesender Aktionäre zu entscheiden, es sei denn, dieser wurde ausdrücklich dazu beauftragt. Weiterhin sollten Stimmenthaltungen wie abwesende Stimmen gewertet werden, sodass eine Mehrheit erzielt wird, wenn es mehr Ja- als Nein-Stimmen gibt.

3.3.3 Vergütung für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

Eines des wichtigsten Themen bei der Corporate Governance ist die Vergütung der Verwaltungsratsmitglieder und der Geschäftsleitung, insbesondere wenn dies in Form von Aktien oder aktienähnlichen Instrumenten erfolgt. Öffentliche Anteilseigner sollten darüber informiert werden, wie viele Aktien, Optionen und andere Instrumente jedes Jahr als Vergütung des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung und anderer Mitarbeiter zugewiesen werden. Ausserdem sollten die Anzahl der Aktien und anderer Instrumente, die aktuell von diesen Personengruppen gehalten werden, bekannt gegeben werden. Dadurch können öffentliche Anteilseigner besser einschätzen, inwieweit ihre Interessen mit denen des Verwaltungsrats und des Managements übereinstimmen, sowie wie hoch der Verwässerungseffekt aufgrund der Mitarbeiterbeteiligungsprogramme voraussichtlich sein wird.

3.4 Offene Technologie

Der Emittent muss hinsichtlich der gewählten Technologie transparent sein und sollte für alle relevanten Smart Contracts den Quellcode bereitstellen. Idealerweise wurden der Quellcode von einem unabhängigen Prüfer verifiziert und die Ergebnisse veröffentlicht. Die gewählte Plattform sollte auf offenen Standards basieren. Eine permanente Abhängigkeit von einer bestimmten Plattform oder einem bestimmten Anbieter sollte offengelegt werden. Die Folgen und möglichen Minderungsmaßnahmen bei einem Ausfall eines Anbieters sollten dargelegt werden. Unter der Voraussetzung, dass die Einwilligung des betroffenen Token-Inhabers vorliegt, sollte der Emittent dafür sorgen, dass Token bei Bedarf in andere Plattformen migriert werden können.

¹ <https://www.economiesuisse.ch/en/publications/swiss-code-best-practice-corporate-governance>

3.5 Datenschutz und Datensicherheit

Mit der technischen Infrastruktur, die vom Emittenten verwendet wird, muss sichergestellt werden, dass personenbezogene Daten sowohl im Hinblick auf IT-System-Sicherheit als auch den Datenschutz geschützt werden. Die Systemarchitektur muss so ausgestaltet sein, dass Daten ohne Autorisierung nicht angezeigt oder manipuliert werden können. Der Emittent muss die Token-Inhaber darüber informieren, von welcher Person und für welchen Zweck ihre personenbezogenen Daten verarbeitet werden und dafür ihre Einwilligung einholen. Obwohl die Schweizer Datenschutzvorschriften liberaler als die der Europäischen Union sind, empfehlen wir die Einhaltung der EU-Datenschutzgrundverordnung (DSGVO), insbesondere bei internationalen Kunden.

Hinzuweisen ist weiter auf die Anforderungen, die sich aus den Grundsätzen des "privacy by design" und des "privacy by default" ergeben. Es gibt einen inhärenten Konflikt zwischen der Verteilung von Daten, deren Unwiderruflichkeit auf einer Blockchain und der Anforderung, die Vertraulichkeit personenbezogener Daten zu wahren. Der einfachste Weg, diesen Konflikt zu lösen, ist die Aufbewahrung der personenbezogenen Daten ausserhalb der Blockchain (Off-chain). Darüber hinaus mag es hilfreich sein zu wissen, dass die DSGVO nicht für Daten gilt, die Nutzer selbst veröffentlichen. Wenn ein Nutzer beispielsweise dem Emittenten eine Adresse für die Hinterlegung der Token mitteilt, gehören zu den zu schützenden Informationen der Inhaber der Adresse, aber nicht die Tatsache, dass die Adresse existiert und welche Token sie beinhaltet.

Obwohl die DSGVO den Nutzern das Recht gewährt, die Löschung ihrer personenbezogenen Daten zu fordern, müssen solche Forderungen nicht erfüllt werden, wenn es Regelungen gibt, die dem widersprechen. Beispielsweise verlangt das Schweizer Recht von Unternehmen, alle Unterlagen, die zu einem Eintrag ins Aktienbuch führen, noch zehn Jahre nach Entfernung des Eintrags aufzubewahren. Somit sind Löschanfragen auf die Daten begrenzt, mit denen nicht noch andere gesetzliche Anforderungen erfüllt werden müssen.

3.6 Administratorrechte

In der Regel sollte die Nutzung zentraler Administratorrechte zur Behebung von Problemen, wie der Verlust geheimer Schlüssel, vermieden werden. Es gibt elegantere Vorgehensweisen für den Umgang mit verlorenen Schlüsseln: beispielsweise durch Hinzufügen einer Funktion, mit der eine Adresse als verloren gemeldet werden kann und so der Zugang zu den Token wiedererlangt werden kann, zwar mit dem Risiko, einen wesentlichen Sicherheitsgegenstand zu verlieren, wenn sich der Anspruch als unberechtigt erweisen sollte. Der Standardweg für die Lösung eines Token-Verlusts gemäss dem kommenden Blockchain-Gesetz ist folgender: ein Richter erklärt den Token als ungültig, potenziell wird der verlorene Token gekennzeichnet und es wird ein neuer Token ausgegeben.

Es wird argumentiert, dass Administratorrechte die Finanzintermediäre dabei unterstützen, ihre Pflichten hinsichtlich des Einfrierens oder anderer Beschränkungen der Übertragung von Token zu erfüllen. Dies betrifft jedoch nur Fälle, in denen der Finanzintermediär die Token im Namen des Kunden halten. Dafür sind jedoch keine Rechte erforderlich, da sie die Token direkt kontrollieren können. Die Befugnis der Inhaber zur Veräusserung der Token ist ein wichtiges Merkmal von Wertpapieren. Werden dem Emittenten technische Rechte zur Verschiebung des Token ohne Einwilligung des Inhabers gewährt, könnte dies sogar zur Folge haben, dass dem Token die

rechtlichen Vorteile aus der Anerkennung als Security-Token im Rahmen der geplanten Änderungen des Schweizer Wertpapierrechts verloren gehen.

Dennoch gibt es möglicherweise gute Gründe beschränkte Administratorrechte hinzuzufügen, beispielsweise zur Aussetzung des Smart Contract im Falle eines anstehenden 'Forks'. Falls der Smart Contract dem Emittenten oder einem Dritten besondere Administratorrechte gewährt, müssen diese Rechte vollständig offengelegt werden sowie die Umstände, unter denen sie geltend gemacht werden können und von wem, müssen klar festgelegt sein. Darüber hinaus muss eindeutig bestimmt sein, wer im Falle des Missbrauchs dieser Administratorrechte haftbar gemacht werden kann.

3.7 Übertragbarkeit

Der Bundesrat hat vorgeschlagen, das Schweizer Obligationenrecht durch explizite rechtliche Rahmenbedingungen für Wertpapiere auf Blockchain-Basis zu ergänzen.² Bis diese Änderungen vom Parlament erlassen werden, bleibt das Risiko, dass die technische Übertragung eines Security-Token rechtlich keine Übertragung des damit verbundenen Wertpapiers beinhaltet. Um dieses Risiko abzumildern, empfehlen wir die Umsetzung eines Ersatzmechanismus. Der erste Aktionär beispielsweise, der neue Token erhält, könnte das Unternehmen ermächtigen, die Aktien an den richtigen Aktionär mit einer bedingten Blankozession abzutreten, die genutzt werden kann, falls sich die nachfolgenden Übertragungen als ungültig erweisen.

3.8 Aktionärsvereinbarung

Eine Aktionärsvereinbarung kann dazu beitragen, die strategische Handlungsfähigkeit im Rahmen potenzieller Akquisitionen oder Finanzierungsrunden zu erhalten (beispielsweise Mitveräusserungspflichten). Ausserdem sollte eine Aktionärsvereinbarung Minderheitenaktionäre schützen (beispielsweise durch Gewährung von Mitveräusserungsrechten). Die Aktionärsvereinbarung ist ein Vertrag zwischen den Aktionären und sollte rechtlich und technisch vom «einfachen» Aktien-Token getrennt werden.³ Grundsätzlich kann ein Unternehmen seine Aktionäre nicht dazu zwingen, eine Aktionärsvereinbarung abzuschliessen, sie kann jedoch den direkten Verkauf von Aktien an diese Vereinbarung knüpfen.

4. Angebote

In diesem Abschnitt werden Herausforderungen beschrieben, die insbesondere dann auftreten, wenn Token zur Mittelbeschaffung öffentlich angeboten werden.

² Bundesrat, Rechtliche Grundlagen für Distributed Ledger-Technologie und Blockchain in der Schweiz, <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/55150.pdf>, S. 64, 14.12.2018

³ Ein Beispiel einer solchen Trennung sind die ServiceHunter AG-Aktien (SHS, <https://etherscan.io/token/0xbc41f5259e10e36341ff0da77a5870abc698de56>) und die Draggable ServiceHunter AG-Aktien (DSHS, <https://etherscan.io/token/0x414324b0aba49fb14cbfb37be40d8d78a2edf447>). Der letztere Smart Contract dient als Unterregister für den ersten. Dabei haben die Inhaber der DSHS-Token die Möglichkeit, sich im Aktienbuch registrieren zu lassen, trotz des indirekten Haltens der Token durch den «Draggable» Smart Contract, der Teile der Aktionärsvereinbarung umsetzt.

4.1 Gleiche Rechte für alle Aktionäre

Alle Aktionäre müssen gleich behandelt werden, es sei denn, es wird ausdrücklich etwas anderes vereinbart. Letzteres könnte beispielsweise der Fall sein, wenn es unterschiedliche Aktienklassen gibt. Wenn Aktien ausgegeben werden, müssen alle Anleger über den Preis und die Anzahl der auszugebenden Aktien informiert werden. Bestehenden Aktionären muss das Recht eingeräumt werden, Aktien zu denselben Konditionen, die für alle anderen Aktionäre gelten, zu erwerben, sofern sie nicht verwässert werden. Ausnahmen gelten für Mitarbeiteraktien, die von der Generalversammlung genehmigt werden.

4.2 Verkaufsprospekt

Das öffentliche Anbieten von Wertpapieren erfordert die Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts, welcher durch eine akkreditierte Behörde formell genehmigt werden muss.⁴ Dieses Genehmigungsverfahren dauert circa zwanzig Tage, nachdem der komplette Antrag eingereicht wurde. Die Genehmigung hat eine Gültigkeit von zwölf Monaten. In der Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV) sind die Struktur und die Inhalte eines Prospekts detailliert dargelegt.⁵ Für Aktien und andere Beteiligungspapiere muss ein vollständiger Prospekt die im Anhang 1 zur FIDLEV enthaltenen Informationen enthalten. Dazu gehören eine Zusammenfassung, ein Abschnitt zu den Risiken sowie relevante Informationen zum Emittenten und zur Emission. Der Prospekt kann in einer der Schweizer Amtssprachen oder in englischer Sprache verfasst werden.

Das FIDLEG sieht eine Reihe von Ausnahmen von der Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts vor, beispielsweise wenn die Wertpapiere nur Fachkunden oder weniger als 500 Privatkunden angeboten werden oder wenn die gesamte Emission einen Wert von weniger als CHF 8 Millionen über einen Zeitraum von 12 Monaten hat. Auch wenn es keine gesetzliche Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts gibt, ist es ratsam, ein Angebotsmemorandum zu erstellen, in dem die anwendbaren Ausnahmen und alle Informationen aufgeführt werden, die erforderlich sind, um eine informierte Anlageentscheidung zu treffen. Dies ist nicht nur aus Haftungsgründen ratsam, sondern auch, weil dies eindeutig ein sich abzeichnender Trend ist. Anhang 1 des FIDLEG bietet eine gute Checkliste für diese Informationen.

Ein Schweizer Prospekt oder die erwähnten Ausnahmen erlauben nur ein Angebot in der Schweiz. Für Anleger aus anderen Ländern sind die entsprechenden ausländischen Vorschriften zu beachten. Für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren in der Europäischen Union muss ein Prospekt gemäss der EU-Prospektverordnung erstellt werden (Verordnung 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist). Der Prospekt muss auch von einer zuständigen Behörde der EU oder des EWR genehmigt werden. Dieser kann dann in einem oder mehreren EU/EWR-Ländern bekannt gemacht werden, so dass öffentliche Angebote in diesen Ländern möglich sind. Es ist sehr wahrscheinlich, dass ein in der EU genehmigter Prospekt automatisch auch in der Schweiz anerkannt wird, während in der Schweiz genehmigte Prospekte sehr wahrscheinlich nicht in der EU anerkannt werden.

⁴ Der folgende Absatz beschreibt den Gesetzesstand nach dem Datum des Inkrafttretens des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) am 1. Januar 2010. Eine weitere Beschreibung ist unter folgender Adresse zu finden: <https://www.regservices.ch/en/prospectus-inspection-office/>

⁵ Noch nicht offiziell veröffentlicht

4.3 Know-Your-Customer (KYC)

Finanzintermediäre sind verpflichtet, ihre Kunden zu identifizieren. Da Aktionäre keine Kunden sind und die Ausgabe von Aktien keine Finanzvermittlung darstellt, gelten die im Geldwäschereigesetz genannten Know-your-Customer-Regeln nicht für die direkte Ausgabe von Security-Token. Obwohl der Emittent Inhaber von Namenaktien identifizieren muss, gibt es keine rechtliche Notwendigkeit zur Durchführung umfangreicher Identitätsüberprüfungen. Um jedoch in der Lage zu sein, die durch die Token-Ausgabe beschafften Geldmittel zu verwenden, wird die Bank des Emittenten eine Verifizierung der Identität der Anleger verlangen. Diese ist gemäss den aktuellen Richtlinien von SwissBanking durch einen regulierten Finanzintermediär durchzuführen und kann daher nicht vom Emittenten selbst durchgeführt werden, es sei denn, es handelt sich um einen regulierten Finanzintermediär.⁶ Wir empfehlen, dass der Emittent an nicht identifizierte Token-Inhaber keine Zahlungen (beispielsweise für Dividenden) leistet oder ihm keine sonstige Rechte gewährt. In Bezug auf das Unternehmen gehören nur im Aktienbuch eingetragene Aktionäre dazu.

4.4 No-Action-Letter

Gemäss der Wegleitung der FINMA zu ICOs⁷ besteht die Möglichkeit und ist es gängige Praxis, von der FINMA einen No-Action-Letter anzufordern. Der Zweck dieser Bescheinigung ist es, Klarheit über die Qualifikation eines Token und die anwendbaren Vorschriften zu erhalten. Ein No-Action-Letter kann auch das Geschäftsmodell betreffen und den Emittenten, der sich innerhalb der dargelegten Grenzen befindet, vor den FINMA-Durchsetzungsmassnahmen schützen. Die Antwortzeit der FINMA kann abhängig von der Komplexität der Anfrage einige Monate dauern. FINMA berechnet eine (geringe) Gebühr für No-Action-Letter. No-Action-Letter werden auch regelmässig von Anlegern und Banken angefordert.

Wenn die rechtliche Qualifikation des ausgegebenen Token eindeutig ist, braucht nicht mehr ein No-Action-Letter für diese Qualifikation eingeholt zu werden. Eine Ausgabe von Aktien in tokenisierter Form ist eindeutig, wenn (i) ein Standard-Eigenkapitalinstrument (Stammaktien, Stimmrechtsaktien oder Partizipationsrechte) ausgegeben wird, (ii) die Ausgabe auf Basis eines vollständigen Prospekts erfolgt (im Rahmen eines öffentlichen Angebots) oder auf Basis von Standardmarktinformationen (im Rahmen eines nicht öffentlichen Angebots) und (iii) die Geschäftstätigkeiten des Emittenten eindeutig ausserhalb des Geltungsbereich des Kollektivanlagengesetzes (KAG) liegen. Die Entscheidung, keinen No-Action-Letter einzuholen, sollte nur nach Beratung eines qualifizierten Anwalts erfolgen und die Entscheidung sollte gut dokumentiert sein.

5. Handel

In diesem Abschnitt werden Richtlinien für öffentlich gehandelte Security-Token dargelegt.

⁶ Leitfaden zur Eröffnung von Firmenkonti für Blockchain-Unternehmen

<https://www.swissbanking.org/library/richtlinien/leitfaden-der-sbvg-zur-eroeffnung-von-firmenkonti-fuer-blockchain-unternehmen>

⁷ Es ist zu beachten, dass einige Token sowohl Security-Token als auch Zahlungs-Token sein können. In solchen Fällen gelten möglicherweise zusätzliche Anforderungen. Siehe auch

<https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>

5.1 Börsenkotierung

Die Börsenkotierung eines Aktien-Token wird oft als Qualitätssiegel angesehen und ist der gängigste Weg, einen liquiden Markt zu schaffen. Aktien- und andere Token, die gemäss dem Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) als Effekten eingestuft werden, können derzeit aufgrund rechtlicher und technischer Hindernisse nicht an einem Handelsplatz in der Schweiz oder im EWR kotiert werden⁸, einschliesslich der Kotierungsreglemente, die von kleinen und mittleren Unternehmen nur sehr schwer erfüllt werden können und die unter anderem eine Abwicklung über ein traditionelles Clearing- und Abwicklungssystem verlangen. Die Situation soll sich mit dem Inkrafttreten des Schweizer Blockchain-Gesetzes ändern, mit dem eine Lizenz für DLT-Handelssysteme geschaffen wird.

Um den Anlegerschutz und faire Handelsbedingungen zu gewährleisten, müssen Emittenten börsenkotierter Wertpapiere bestimmte Bedingungen hinsichtlich der Häufigkeit und der Qualität ihrer Finanzberichterstattung, der Ad-hoc-Publizität und der Governance-Struktur erfüllen. Diese Anforderungen werden von der Börse in Zusammenarbeit mit den zuständigen Behörden definiert und durchgesetzt. Für eine Kotierung muss der Emittent hohe (und daher häufig kostenaufwendige) Kotierungsstandards einhalten. Daher wird diese meist von erfahrenen Emittenten durchgeführt.

Als Alternative zu zentralen Handelsplätzen gibt es eine Reihe von dezentralen Börsen, für die häufig keine Zulassungspflicht gilt. Die Kotierung an einer dezentralen Börse ist durch weit geringere regulatorische Anforderungen gekennzeichnet, bietet jedoch geringeren Anlegerschutz. Darüber hinaus sind institutionelle Anleger möglicherweise nicht in der Lage, aufgrund selbst auferlegter oder rechtlicher Beschränkungen über unregulierte Börsen zu investieren.

5.2 Market-Making

Bei kleinen Unternehmen oder in Ermangelung von gut etablierten, ordnungsgemäss zugelassenen Handelsplätzen mit guter Liquiditätsversorgung sollten Emittenten in Betracht ziehen, selbst als Liquiditätsgeber aufzutreten. Dies erfolgt, indem sie nicht nur Aktien zum Verkauf anbieten, sondern auch zurückkaufen.

Jede Market-Making-Tätigkeit unterliegt Beschränkungen nach dem Gesellschaftsrecht. Dies ist nur zulässig, wenn der Emittent über Kapital verfügt, welches das eingezahlte Aktienkapital übersteigt,⁹ und es ist ihm nicht erlaubt, mehr als 10 % seiner Aktien zu erwerben.¹⁰ Der Erwerb eigener Aktien ist im Anhang zum Jahresbericht offenzulegen.¹¹ Alle Aktionäre müssen gleich behandelt werden¹², das bedeutet, dass die Market-Making-Tätigkeit in einer Weise organisiert sein muss, dass kein Aktionär einen unfairen Vorteil erzielen kann (beispielsweise durch eine bevorzugte Gelegenheit, seine Aktien zu verkaufen).

Market-Making auf regelmässiger, gewerbsmässiger Basis verlangt eine Zulassung als Wertpapierhaus im Sinne des Finanzinstitutionsgesetzes (FINIG), auch wenn dieses vom

⁸ Siehe Bundesrat, Rechtliche Grundlagen für Distributed Ledger-Technologie und Blockchain in der Schweiz, 14. Dezember 2018, 101.

⁹ Siehe Artikel 659(1) OR.

¹⁰ Siehe Artikel 659(1), 656a(2) OR.

¹¹ Artikel 959c(2)(5) OR.

¹² Artikel 717(2) OR.

Emittenten durchgeführt wird, und sogar wenn der Emittent nicht primär im Finanzsektor tätig ist. Die Prüfung, ob eine Gewerbmässigkeit vorliegt, richtet sich danach, ob eine unabhängige wirtschaftliche Tätigkeit vorliegt, die darauf ausgerichtet ist, Erträge zu erzielen.¹³ Eine Market-Making-Tätigkeit des Emittenten sollte daher so organisiert sein, dass sie nicht als profitables eigenständiges Geschäft geführt wird.

5.3 Insiderhandel

Häufig unterliegen Aktionäre kleinerer Unternehmen Aktionärsvereinbarungen, die komplexe Regeln für den Handel mit Aktien beinhalten. Dies schützt bis zu einem gewissen Grad vor Insiderhandel. Sobald diese Vereinbarungen aufgegeben werden, um Aktien frei handelbar zu machen, sollte dieses Risiko durch andere Mittel gemindert werden. Sobald die Aktien frei handelbar werden, sollte der Emittent Vorschriften zur Regelung von Insiderhandel aufstellen, die für alle Mitarbeiter und Verwaltungsratsmitglieder verbindlich sind. Insidergeschäfte sollten allen Aktionären offenlegt werden (ohne notwendigerweise den Insider namentlich zu nennen). Weiterhin sollten Emittenten festlegen, ob und wie Aktionäre Insider in Regress nehmen können, die durch die Nutzung ihres privilegierten Zugangs zu Informationen erhebliche Handelsgewinne erzielt haben.

6. Dokumentenliste

Die folgenden Dokumente sollten den Token-Inhabern zur Verfügung gestellt werden (falls zutreffend):

1. Die Statuten, die die rechtliche Grundlage für die Tokenisierung von Aktien legt.
2. Jahresabschluss und Prüfungsberichte (können Teil des Prospekts sein).
3. Ein formeller Beschluss des Verwaltungsrats zur Tokenisierung aller oder ausgewählter Aktien. Individuelle Tokenisierungsvereinbarungen zwischen dem Unternehmen und den zum Zeitpunkt der Tokenisierung betroffenen bestehenden Aktionären können geheim gehalten werden.
4. Token-Bestimmungen, in denen die Bedingungen des Token einschliesslich seiner Übertragbarkeit festgelegt sind.
5. Der Quellcode des Token-Vertrags, mit dem Anleger verifizieren können, dass der Smart Contract im Einklang mit den Token-Bestimmungen durchgeführt wird.
6. Eine Aktionärsvereinbarung, die die Rechte und Pflichten der Aktionäre untereinander regelt.
7. Den Quellcode des Smart Contract, der die Aktionärsvereinbarung ganz oder teilweise durchsetzt.
8. Prüfungsberichte für die jeweiligen Smart Contracts.
9. Einen Prospekt (oder Informationsmemorandum), in dem das öffentliche Angebot zum Kauf von Security-Token dargelegt ist.

¹³ FINMA Rundschreiben 2008/5 «Effektenhändler», Rz 12, 40.