

Blockchain und Initial Coin Offerings (ICOs) – eine neue Ära?



Dr. Yves Mauchle

Baker McKenzie Zurich

Vor seiner Tätigkeit als Rechtsanwalt bei Baker McKenzie Zurich war Yves Mauchle wissenschaftlicher Assistent und Lehrbeauftragter an der Universität Zürich. Er studierte an der Universität St. Gallen (HSG) Law and Economics mit Austausch an der Universität

Genf und im MBA-Programm der CEIBS in Schanghai. 2013 wurde er als Rechtsanwalt zugelassen und 2015 erhielt er den M.A. HSG in Accounting and Finance. 2017 promovierte er an der Universität Zürich mit einer bankenrechtlichen Dissertation.

Fintech-Boom und regulatorische Reaktion

«Fintech» ist eine Verkürzung von Financial Technology und steht als Oberbegriff für die Nutzung von Technologie zur Erbringung von Finanzdienstleistungen. Daneben steht der Begriff auch für einen rasant wachsenden Wirtschaftszweig digitaler Finanzinnovationen, in dem sowohl neu in den Finanzsektor eingetretene Unternehmen als auch traditionelle Finanzinstitutionen tätig sind.

Die sich rasch entwickelnde Technologiesphäre steht in einem Spannungsverhältnis zur althergebrachten Finanzmarktregulierung. Dass technologischer Fortschritt zu einer gewissen Rekonfiguration des Finanzmarktrechts führt, ist kein neues Phänomen – jedoch läuft der technologische Wandel in einer noch nie gesehenen Intensität ab. Träger dieser Entwicklungen ist das Internet, das in seinem gegenwärtigen Reifestadium

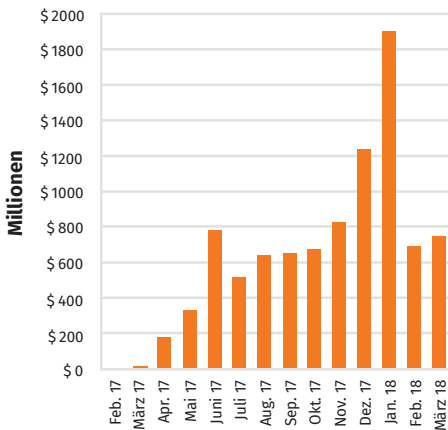
eine «Demokratisierung» von Finanzdienstleistungen zulässt. Die Struktur klassischer Finanzintermediation wird dadurch in Frage gestellt. Auf der einen Seite findet eine Disintermediation durch neue Marktteilnehmer statt, während auf der anderen Seite branchenfremde (Technologie-)Unternehmen wie Apple oder Swisscom neu in den Finanzdienstleistungsmarkt eintreten.

Obwohl die Regulierung nur verzögert mit der technologischen Entwicklung Schritt halten kann (*Regulatory Lag*), haben der Schweizer Bundesrat und auch das Parlament bereits einzelne Lösungen erarbeitet. Durch die vom Bundesrat im August 2017 in Kraft gesetzte «Fintech-Novelle» wurde erstmals eine sogenannte *Sandbox* für Fintech-Innovatoren eingeführt. In dieser Sandbox können bis zu CHF 1 Mio. Publikumseinlagen angenommen werden, ohne dass die Geschäftstätigkeit unter das Bankengesetz fällt. Zweitens wurde die Frist für das lizenzfreie Halten von Geldern auf Abwicklungskonti auf 60 Tage verlängert, was notwendige Freiräume für Crowdfunding-Plattformen schafft. Zusätzlich wurde eine «Bewilligung light» für Fintech-Innovatoren angestossen. Dazu ist jedoch eine Gesetzesänderung notwendig. Der Entwurf ist zurzeit beim Parlament hängig. Ob die regulatorischen Ziele der Technologieneutralität und der Innovationsförderung mit der Gesetzesvorlage erreicht werden können, hängt massgeblich von deren Umsetzung auf Verordnungsstufe ab: Innovatoren können nur von dieser Lizenzkategorie profitieren, wenn die Voraussetzungen deutlich niedriger sind als die strikten Bedingungen zum Erwerb einer Banklizenz. Das Leitprinzip muss dabei die Risikoadäquanz der Regulierung sein. Banken und andere

Finanzinstitute haben aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit hohe Risiken, welche die entsprechenden Unterstellungs- und Aufsichtspflichten rechtfertigen. Beispielsweise ist die Bedrohung durch eine Liquiditätskrise im Geschäftsmodell einer Bank inhärent: Die Bank nimmt kurzfristig (sogar auf Sicht) rückzahlbare Gelder an, die sie in langfristige Kreditportfolios investiert (Fristentransformation). Liegen solche Risiken bei Fintech-Geschäftsmodellen – etwa einem Crowdfunding- oder Zahlungssystem – nicht vor, so ist es auch nicht gerechtfertigt, für diese Art von Aktivität eine Banklizenz zu verlangen.

Die rasche Einführung der Sandbox, die längere Frist für Abwicklungskonti und die Vorlage der «Innovatorenlizenz» zeigen, dass der Bundesrat und die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA bemüht sind, die aufgrund der Technologieentwicklung notwendigen Anpassungen des Rechts vorzunehmen.

Globales ICO-Volumen pro Monat



Quelle: Yves Mauchle, basierend auf Daten von coinist.io, Stand: 10. Juli 2018.

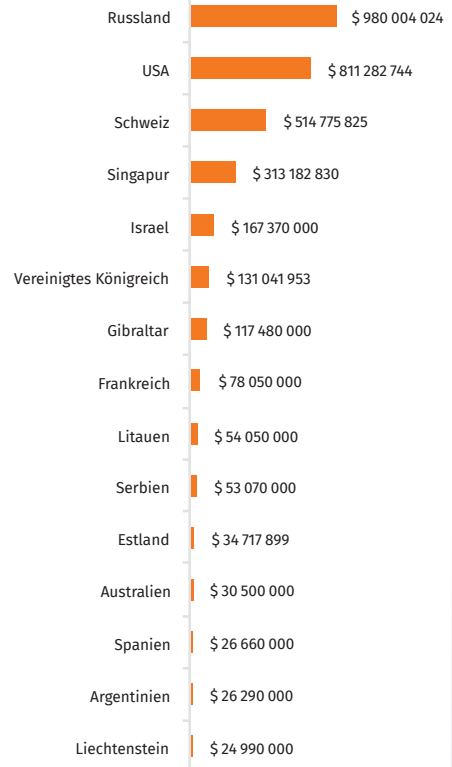
Initial Coin Offerings (ICOs) als neues Phänomen

Ein hochdynamisches und viel diskutiertes Phänomen, das zurzeit noch keine eigene Regulierung erfahren hat, sind die sogenannten *Initial Coin Offerings* (ICOs) oder *Token-Generating Events*

(TGEs). Dabei geben in der Regel jüngere Unternehmen Tokens zur Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit oder eines bestimmten Projekts aus.

Totales ICO-Volumen pro Land

Weltweite Top 15 der nationalen ICO-Marktplätze



Quelle: Yves Mauchle, basierend auf Daten von icowatchlist.com/statistics/geo, Stand: 12. Juni 2018.

Tokens können definiert werden als digitale Einheiten, die auf einer Blockchain emittiert werden und als Teil eines Protokolls einer Datenbank existieren, die den Bestand und die Übertragung des Tokens dokumentiert (vgl. BLOCKCHAIN-TASKFORCE, *Positionspapier zur rechtlichen Einordnung von ICOs*, April 2018). Tokens verkörpern regelmässig Rechte irgendwelcher Art, zum Beispiel ein Anrecht auf die Benutzung einer Internetplattform oder die Anwartschaft auf einen bestimmten Geldfluss. Sie werden vom ICO-Organisator einem üblicherweise unbestimmten Investorenkreis angeboten.

Im Gegenzug für die Token-Ausgabe erhält das Unternehmen in der Regel verschiedene Kryptowährungen und in einzelnen Fällen auch Zahlungen in Fiatgeld. Es handelt sich bei ICOs somit um eine spezielle Art von Crowdfundings. ICOs laufen in der Regel in vier Phasen ab:

1. Vorankündigung in den betreffenden Communities;
2. Veröffentlichung eines White Papers, worin das Projekt und die verkauften Tokens beschrieben werden;
3. PR-Kampagne; und schliesslich
4. Verkauf der Tokens.

Möglich werden diese Finanzierungskampagnen durch die Blockchain, oder genauer: die Distributed Ledger Technology (DLT). Diese ist die Infrastruktur zur Ausgabe von Tokens in ICOs. Da die DLT ein revolutionäres Konzept ist und viele weitere Anwendungen hat, lohnt es sich, einen Schritt zurück zu machen und sich kurz mit der Funktionsweise der DLT zu befassen (vgl. MAUCHLE, *Die regulatorische Antwort auf FinTech: Evolution oder Revolution?*, SZW 2017 810, mit weiteren Hinweisen).

Funktionsweise von Blockchain bzw. Distributed Ledger Technology (DLT) und Smart Contracts

«*The ability to create something that is not duplicable in the digital world has enormous value*» (Eric Schmidt, Chairman von Alphabet Inc.). Mit dem Beginn des digitalen Zeitalters wurden die Kosten zur Vervielfältigung von Informationen – Text, Bilder, Audio und Video – massiv gesenkt, und bisher bestanden kaum sichere Möglichkeiten, die Duplikation und Manipulation von Daten zu verhindern.

Diese Möglichkeit bietet die DLT. Diese Technologie kommt einerseits bei öffentlichen Blockchains zum Einsatz, auf denen Kryptowährungen wie Bitcoin basieren. Andererseits nutzen auch nicht blockchainbasierte Systeme die DLT, wie beispielsweise die von einem Konsortium von Finanzinstituten entwickelte R3 Corda. Beide Systemarten bedienen sich der DLT und basieren so-

mit auf dezentral organisierten, «verteilten» Datenstrukturen. Die DLT löst letztlich das Problem des Distributed Consensus, d.h. die Frage, wie sich eine Gruppe weltweit verteilter Computer auf eine einzige Wahrheit einigen können. Eine Duplikation oder Manipulation von Daten in der DLT ist dabei unmöglich, solange bestimmte Parameter erfüllt sind. Damit wird auch das Problem des Double Spending – der zweimaligen Verwendung eines in einer Datenbank gespeicherten Werts – gelöst.

Bei Blockchain-Netzwerken betreiben die jeweiligen Teilnehmer (*Nodes*) ein Distributed Ledger, in dem jede einzelne Transaktion gespeichert ist. Bei Abschluss einer Transaktion durch einen Benutzer des Systems wird diese permanent mit ihrem eigenen Zeitstempel in einem Block registriert. Jeder dieser Blöcke ist an den vorangehenden Block gekoppelt und mittels eines kryptografischen Fingerabdrucks (*Hash*) an der korrekten Stelle in der Blockchain positioniert. Sämtliche Blöcke in der Blockchain sind für alle Systembenutzer sichtbar und können nicht gelöscht werden. Die gespeicherten Daten sind kryptografisch gegen Manipulation geschützt.

Jedes Blockchain-Netzwerk verfügt über einen bestimmten Mechanismus, um den sogenannten *Distributed Consensus* herbeizuführen. Mithilfe dieser Konsensfindung werden Transaktionen validiert und in das Ledger aufgenommen. Der Konsens basiert in der Regel auf einem Mehrheitsentscheid. Im Bitcoin-Netzwerk wird dieser mittels «Proof of Work» gefällt, der durch die teilnehmenden Validierungserbringer (*Miner*) mittels Rechenleistung bewerkstelligt wird. Dabei wird eine Reihe von mathematischen Aufgaben gelöst, wobei die Prämisse ist, dass sich Rechenleistung nicht fingieren lässt. Das Ledger lässt sich nicht abändern, ohne über die entsprechende Mehrheitsrechenleistung zu verfügen. Der Versuch, einen falschen Block ins System einzuspeisen, würde die Hashes verfälschen, die einen Block an seiner Stelle in der Kette (*Chain*) positionieren, und würde somit vom Netzwerk nicht validiert. Zudem ist der doppelte Transfer eines Coins bzw. Tokens ausgeschlossen, da jede Node weiss, zu welcher Adresse der

jeweilige Token bzw. Coin in einem bestimmten Zeitpunkt gehört. Aus diesem Grund wird das Netzwerk von den Teilnehmern auch ohne Anwesenheit einer zentralen Verwaltungsinstanz als sicher angesehen. Das Vertrauen der Netzwerkteilnehmer in die Buchführung entsteht aufgrund des Distributed Consensus – die Blockchain wird entsprechend auch als «Trustless Technology» bezeichnet. Somit ist die Blockchain ein geeignetes System, um Transaktionen zwischen nicht identifizierten und nicht zwingend vertrauenswürdigen Gegenparteien abzuwickeln.

Mit der Blockchain assoziiert sind auch die sogenannten *Smart Contracts*. Grundsätzlich können an jede Transaktion auf der Blockchain beliebige Daten angehängt werden. Der Programmierer Vitalik Buterin hat diese Eigenschaft genutzt, um auch Programme auf der Blockchain auszuführen. Dafür hat er in seiner *Ethereum*-Blockchain eine Programmausführungsfunktion eingebaut. Da sämtliche Netzwerkteilnehmer über sämtliche Daten und sämtliche Programme verfügen, kann jeder Teilnehmer die *Smart Contracts* ausführen.

Smart Contracts sind weder intelligent noch handelt es sich um Verträge. Es sind vielmehr Vollzugsprogramme, die sich beim Eintritt bestimmter Bedingungen selbst ausführen. Aufgrund der Ausgestaltung der Blockchain sind sie – wie auch die gespeicherten Transaktionen – manipulationsicher und selbstdurchsetzend. Smart Contracts können dazu verwendet werden, herkömmliche Rechtsbeziehungen abzubilden und umzusetzen. Zusätzlich entstehen aber auch neue Formen der Zusammenarbeit. Es können sich beispielsweise dezentrale autonome Organisationen bilden, die wie ein Unternehmen funktionieren, sich jedoch ohne Organe wie einen Verwaltungsrat oder eine Geschäftsleitung verwalten. Zusätzlich können über Smart Contracts auch Rechte im Zusammenhang mit einem ICO verwaltet werden.

Etwas pessimistisch wurden die existierenden Blockchains in einer kürzlich erschienenen BIZ-Studie als nicht skalierbar, zu langsam, zu volatil, nicht kosteneffizient und als «Umweltkata-

strophe» bezeichnet (BIS Annual Economic Report 2018, S. 91 ff.). Die Kritik ist teilweise gerechtfertigt. Man muss sich jedoch vor Augen führen, dass die kritisierten Blockchains nur die ersten Modelle sind – vergleichbar mit den ersten Homepages im Internet. Zweifelsohne werden *Ledgers* entwickelt werden, die weitaus fortgeschrittener sind als die Bitcoin- und Ethereum-Blockchains.

Regulatorische Rahmenbedingungen von ICOs und Kategorisierung von Tokens

Im September 2017 teilte die FINMA mit, dass sie ein Enforcement-Verfahren gegen Anbieter einer «Scheinkryptowährung» initiiert habe und ICOs zukünftig genau beobachten werde. Gleichzeitig veröffentlichte sie Leitlinien zur regulatorischen Behandlung von ICOs (Aufsichtsmitteilung 04/2017). Daran anknüpfend publizierte die FINMA am 16. Februar 2018 ihre ICO-Wegleitung.

Wie erwähnt, sind ICOs als solche (noch) nicht reguliert. Sie stossen jedoch je nach der Ausgestaltung der ausgegebenen Rechte auf die konventionelle Finanzmarktregulierung. Wie auch andere Regulatoren orientiert sich die FINMA an einer ökonomischen Betrachtungsweise.

Zurzeit existiert noch keine allgemein anerkannte Klassifizierung von Tokens und den damit verbundenen Rechten. Die FINMA unterscheidet im Sinne einer ökonomisch-funktionalen Kategorisierung die folgenden Tokens:

- **Zahlungs-Tokens** (gleichbedeutend mit Kryptowährungen) sind Tokens, die als Zahlungsmittel für den Erwerb von Waren oder Dienstleistungen oder als rechtliches Mittel verwendet werden sollen. Kryptowährungen vermitteln keinen Anspruch gegen den Emittenten.
- **Nutzungs-Tokens** sind Tokens, die den Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung vermitteln sollen.
- **Anlage-Tokens** repräsentieren Vermögenswerte wie z.B. eine schuldrechtliche Forderung gegenüber dem Emittenten oder ein Mitgliedschaftsrecht am Emittenten. Anlage-Tokens enthalten ein Versprechen, z.B. eine Beteiligung an den zukünftigen Erträgen eines

Unternehmens oder eines Projekts. Diese Art von Tokens sind ökonomisch analog zu Anleihen, Aktien oder Derivaten ausgestaltet. Zu dieser Kategorie gehören auch Tokens, die es ermöglichen, physische Werte auf der Blockchain zu handeln (*Tokenized Assets*).

Schliesslich ist zu erwähnen, dass sich die oben genannten Kategorien nicht gegenseitig ausschliessen. Es wird von einem hybriden Token gesprochen, wenn ein bestimmtes Token mehrere Funktionen erfüllen soll – etwa ein Nutzungs-Token, das gleichzeitig als Kryptowährung eingesetzt wird (Beispiel: *Ether*).

Die Unterscheidung von Zahlungs-, Nutzungs- und Anlage-Tokens mag helfen, die regulatorische Einordnung vorzunehmen. Es müssen jedoch stets die Umstände des Einzelfalls berücksichtigt werden. Die Berührungspunkte mit dem geltenden Aufsichtsrecht sind auf Grundlage des spezifischen wirtschaftlichen Zwecks und der Merkmale des auszugebenden Tokens zu ermitteln. Einige typische regulatorische Erwägungen werden nachfolgend diskutiert.

Lizenzpflichten, öffentliches Angebot von Effekten und Geldwäschereiprävention

Ein Unternehmen, das ein ICO durchführt und dabei mehr als 20 Einlagen vom Publikum entgegennimmt oder sich dafür empfiehlt, kann dem Bewilligungsvorbehalt des *Bankengesetzes* (BankG) unterstehen. Grundsätzlich gelten alle Verbindlichkeiten gegenüber Kunden als Publikumseinlagen, es sei denn, einer der in Art. 5 Abs. 2 und 3 der Bankenverordnung (BankV) aufgeführten Ausnahmetatbestände ist anwendbar. Bei ICOs ist der Begriff der «Verbindlichkeiten» immer dann gegeben, wenn eine Rückzahlungsverpflichtung der ICO-Organisatorin gegenüber den Token-Inhabern entsteht. Das Vorliegen einer Publikumseinlage ist insbesondere dann zu prüfen, wenn die Teilnehmer ihr investiertes Kapital durch Rückgabe der Tokens zurückfordern können («redeem and burn»).

Tokens können auch unter die *Effektenregulierung* fallen. Nach Schweizer Recht gelten Wertpa-

piere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten als Effekten, sofern sie vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet sind (Art. 2 lit. b *InfraG*). Es besteht noch Uneinigkeit in der Rechtslehre, ob Tokens als Wertpapiere oder Wertrechte qualifiziert werden können. Die FINMA jedenfalls geht bei Anlage-Token regelmässig von Wertrechten aus. Falls ein Wertrecht bzw. eine Effekte vorliegt, können verschiedene Regularien greifen:

- Gemäss Börsengesetz (BEHG) ist die Verbuchung von selbst emittierten Wertrechten im Wesentlichen unreguliert.
- Die Schaffung und Ausgabe von derivativen Produkten auf dem Primärmarkt ist jedoch reguliert (Art. 3 Abs. 3 BEHG).
- Zusätzlich ist das Zeichnen und öffentliche Anbieten von Tokens, die Effekten von Drittparteien darstellen, eine bewilligungspflichtige Tätigkeit, wenn sie berufsmässig ausgeübt wird.
- Schliesslich können auch Handelsplattformen in den Anwendungsbereich der prudenziellen Finanzmarktregulierung fallen.

Sodann können Token-Emissionen auch das *Kollektivanlagenrecht* berühren. Operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben, sind vom Kollektivanlagegesetz (KAG) ausgenommen. Wenn ein Unternehmen mittels eines ICOs seine Geschäftstätigkeit bzw. ein bestimmtes Projekt finanziert, wird in der Regel die Finanzierung eines operativen Geschäfts angenommen. Wenn die finanziellen Ressourcen jedoch in eine extern verwaltete Anlage (z.B. Immobilienportfolio) fliessen, die im Rahmen des Portfoliomanagements schnell umstrukturiert und liquidiert werden kann, wird typischerweise eine bewilligungspflichtige kollektive Kapitalanlage vorliegen.

Werden Aktien oder Anleihen öffentlich zur Zeichnung angeboten, ist ein *Prospekt* im Sinne von Art. 652a OR zu erstellen. Diese Regel kann auch anwendbar sein, wenn Aktien oder Forderungen auf einer Blockchain registriert und in Tokenform ausgegeben werden. Während sich der notwendige Inhalt des Prospekts in erster Linie

auf technische Informationen über den Emittenten bezieht, gilt es bei einem ICO vor allem die Prospekthaftung in Art. 752 OR zu beachten. Die Prospekthaftung ist nicht auf öffentliche Angebote oder den Wertpapierprospekt im eigentlichen Sinne beschränkt. Die Haftung gilt auch für Privatplatzierungen, z.B., wenn prospektähnliche Unterlagen den Anlegern freiwillig vorgelegt werden. Dementsprechend ist es auch möglich, dass ein Gericht die Prospekthaftung nach Art. 752 OR bei White Papers, die ICOs beschreiben, anwenden könnte. Infolgedessen könnte jede Person, die an der Erstellung eines White Papers beteiligt ist (einschliesslich Berater), für unrichtige oder irreführende Informationen, die im White Paper enthalten sind, haftbar gemacht werden.

Neben der prudenziellen Regulierung und der Prospektpflicht sind sodann auch die Pflichten im Zusammenhang mit der Verhinderung von *Geldwäscherei* zu berücksichtigen. Ziel des Geldwäschereigesetzes (GwG) ist es, das Finanzsystem vor Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung zu schützen. Fällt eine natürliche oder juristische Person in den Anwendungsbereich des GwG, so ist sie verpflichtet, die an einer Transaktion beteiligten Parteien sowie den tatsächlichen wirtschaftlichen Berechtigten zu identifizieren (Know Your Customer). Darüber hinaus müssen Finanzintermediäre sicherstellen, dass geeignete Unterlagen erstellt werden, die eine spätere Rekonstruktion der Transaktion zu Strafverfolgungszwecken ermöglichen. Besteht ein begründeter Verdacht auf Geldwäscherei oder Terrorismusfinanzierung, hat der Finanzintermediär der Meldestelle für Geldwäscherei (MROS) eine Meldung zu erstatten und, auf Anweisung der Behörde, die entsprechenden Konten zu sperren. Finanzintermediäre, die dem GwG unterstellt sind, müssen zudem einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) beitreten oder sich bei der FINMA als direkt beaufsichtigter Finanzintermediär (DUF) registrieren lassen. In der ICO-Wegleitung hält die FINMA Folgendes fest:

- Der Verkauf von *Zahlungs-Tokens* stellt die Ausgabe eines Zahlungsmittels dar und untersteht dem GwG, solange die Tokens auf einer

Blockchain-Infrastruktur transferiert werden können. Dies kann zum Zeitpunkt des ICOs oder erst zu einem späteren Zeitpunkt der Fall sein.

- Im Falle von *Nutzungs-Tokens* ist die GwG-Regulierung nicht anwendbar, solange der Hauptgrund für die Ausgabe der Tokens darin besteht, Zugangsrechte für eine nichtfinanzielle Anwendung der Blockchain-Infrastruktur zu gewähren.

Schliesslich kann ein Token als Finanzinstrument unter dem Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) gelten, welches noch nicht in Kraft getreten ist. Das Gesetz regelt das Angebot von Finanzinstrumenten im Detail und legt verschiedene Dokumentations-, Verhaltens- und Informationspflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe und dem Verkauf von Finanzinstrumenten fest.

Nicht vergessen werden darf sodann, dass neben schweizerischen Gesetzen auch internationale Regulierungen zu berücksichtigen sind. Ein besonderes Augenmerk ist auf das US-Kapitalmarktrecht zu legen. Der Anwendungsbereich der US-Regeln ist sehr breit und Tokens werden regelmässig als Securities qualifiziert. Zudem drohen drakonische Sanktionen sowohl strafrechtlicher als auch zivilrechtlicher Natur (*Class Actions*, *Punitive Damages*).

Sind ICOs eine sinnvolle Finanzierungsvariante für KMUs oder gar Grossunternehmen?

Zu Recht setzen sich zurzeit zahlreiche Unternehmen aller Grössenordnungen mit den Möglichkeiten der Blockchain auseinander. Viele von ihnen evaluieren sogar, ein ICO durchzuführen. Während es selbstverständlich zur guten Unternehmensführung gehört, sämtliche Finanzierungsvarianten zu prüfen, müssen gerade im aktuellen *Hype* gewisse Einschränkungen bezüglich ICOs gemacht werden.

Zuerst muss berücksichtigt werden, dass die in einem ICO gesammelten Mittel in der Regel vorwiegend oder ausschliesslich aus Kryptowährungen bestehen. Dies ist optimal für internetbasierte

Vergleich von Initial Coin Offerings (ICOs) mit Initial Public Offerings (IPOs)

Initial Coin Offering (ICO)	Initial Public Offering (IPO)
Gelder werden oft im Hinblick auf ein bestimmtes Ziel oder einen bestimmten Zweck gesammelt	Gesammelte Gelder dienen der langfristigen Unternehmensentwicklung
Zielt meist auf die Krypto-Community	Zielgruppe sind vor allem institutionelle Investoren
Keine spezifischen regulatorischen Rahmenbedingungen, Anwendbarkeit der allgemeinen Finanzregulierung	Spezifische und ausführliche rechtliche Rahmenbedingungen
Unternehmen oft im Anfangsstadium, in der Regel keine revidierten Finanzabschlüsse	Unternehmen muss gewissen Leistungsausweis vorweisen können, finanzieller <i>Track Record</i> mit Testaten
Variierende Transparenz, oftmals haben die Investoren/Token-Halter nur geringfügige Informationen über das Unternehmen	Strikte Vorschriften bezüglich Transparenz und Berichterstattung
Dem Token-Halter müssen nicht unbedingt Kontrollrechte gewährt werden	Aktionäre erhalten gesetzlich definierte Kontrollrechte
Grundlage für Anspruch im Vertragsrecht	Grundlage für Anspruch im Gesellschaftsrecht

Quelle: Yves Mauchle

Geschäftsmodelle, die ihre Lieferanten und Mitarbeiter ohne Weiteres auch in diesen Kryptowährungen bezahlen können. Hingegen kann es für *Brick-and-Mortar*-Geschäfte bzw. Industrieunternehmen schwierig sein, die Kryptowährungen in Schweizerfranken oder eine andere Fiatwährung umzuwandeln. Während gewisse Broker zwar den Umtausch von Krypto- in Fiatwährung ermöglichen, ist im aktuellen Umfeld kaum eine Schweizer Bank bereit, die umgetauschten Mittel auf einem operativen Schweizerfrankenkonto zu buchen.

Ebenso ist es selbst für ICO-Organisatoren, die keinen Umtausch von Krypto- in Fiatwährung vornehmen wollen, zurzeit kaum möglich, ein Konto bei einer Schweizer Bank zu eröffnen. Gründe sind unter anderem die noch wenig elaborierten GwG-Pflichten und -Dokumentationen im Zusammenhang mit Unternehmen, die mit Kryptowährungen assoziiert sind. Auch wenn einzelne Banken bemüht sind, Produkte für solche Unternehmen an-

zubieten, bestehen in der Zusammenarbeit mit Banken und anderen regulierten Instituten momentan signifikante Hindernisse.

Zusätzlich müssen sich Unternehmen, die ein ICO als Finanzierungsoption evaluieren, im Klaren sein, dass am gesamten Krypto-Sektor ein gewisses Reputationsrisiko haftet. Es ist nicht auszuschliessen, dass der momentane ICO-Hype ein relativ abruptes Ende findet, falls sich einige der bedeutenderen ICOs als betrügerische Machenschaften entlarven. Trotz der Namensverwandtschaft können ICOs keineswegs mit einem hochregulierten und -strukturierten *Initial Public Offering (IPO)* verglichen werden. Die geringe Transparenz sowie das Fehlen von Intermediären und Wirtschaftsprüfern schaffen ein erhöhtes Risiko, dass es zum Verlust von angelegten Geldern kommt. Falls dies eintritt, können wiederum negative Folgen für andere ICO-Organisatoren entstehen, sei es durch aufsichtsrechtliches Eingreifen oder Rufschaden.

Damit soll aber nicht gesagt werden, dass ICOs keine Berechtigung haben. Für junge Unternehmen, die ein bestimmtes Projekt finanzieren wollen und die schwergewichtig im Internet tätig sind, ist ein korrekt durchgeführter ICO zweifelsohne eine erwägenswerte Finanzierungsvariante. Für etwas reifere Unternehmen mit einem etablierten *Track Record* hingegen dürfte ein IPO nach wie vor die langfristig sinnvollere Variante sein. Auch wenn ein ICO eine schnelle und günstige Finanzierung verschaffen könnte, sind aus mittel- und langfristiger Optik doch bedeutende Unsicherheiten mit einem solchen Unterfangen verbunden.

Kernaussagen

- Die Fintech-Boomphase bewirkt eine rasante Veränderung auf den Finanzmärkten. Dass sich das Recht an die technologische Entwicklung anpassen muss, ist nicht neu. Die aktuelle Intensität der technologischen Veränderung stellt Regulatoren jedoch vor signifikante Herausforderungen. Die konventionelle Regulierung taugt nur bedingt für neue Geschäftsmodelle.
 - Die *Distributed Ledger Technology* (DLT) ist die Treiberin einer Dezentralisierung und Disintermediatisierung auf den Finanzmärkten. Sie offeriert zahlreiche Einsatzmöglichkeiten auch neben Kryptowährungen und Initial Coin Offerings (ICOs). Blockchains haben die Fähigkeit, Transaktionen in einem Netzwerk von nicht notwendigerweise vertrauenswürdigen Teilnehmern abzuwickeln, ohne dass eine zentrale Vertrauensinstanz die Transaktionen verbuchen müsste.
 - ICOs sind als solche nicht reguliert, stossen jedoch auf die althergebrachte Finanzmarktregulierung. Unter Schweizer Recht sind insbesondere die Bankenregulierung und die Effektenregulierung zu beachten. Werden Anlage-Tokens ausgegeben, kommen Prospektgestaltungs- und Prospekthaftungsnormen zur Anwendung. Auch ausländisches Recht ist zu beachten, wenn Tokens angeboten werden.
 - Ob ein ICO eine sinnvolle Finanzierungsvariante für ein Unternehmen ist, hängt stark vom Geschäftsmodell und Entwicklungsstadium ab. Tendenziell eignen sich ICOs für internetbasierte Geschäftsmodelle in einem relativ frühen Stadium. In jedem Fall müssen mittel- und langfristige Risiken berücksichtigt werden. Trotz der Namensverwandtschaft sind ICOs nicht mit IPOs (Initial Public Offerings) äquivalent und vermögen diese nicht zu ersetzen.
-