

REGULATION

Reglementierung der Initial Coin Offerings (ICOs) in der Schweiz

The Initial Coin Offerings (ICOs) regulations in Switzerland

Der jüngste Kursanstieg des Bitcoins hat die Aufmerksamkeit der Medien mobilisiert: auf die Kryptowährungen, und, in geringerem Masse, auf die dahinterliegende Technologie, die Blockchain. Das Medieninteresse hat nicht nur diese Technologie definitiv aus den vertraulichen Kreisen der Kryptographen und sonstigen Mathefreaks herausgeholt, sondern auch Begeisterung für die Entwicklung verschiedener Projekte auf der Basis dieser Technologie ausgelöst. Gleichzeitig hat sich innert weniger Monate der Blick auf den rechtlichen Rahmen geschärft.

Im Ursprung des Bitcoin und seiner Technologie, liegt eine Herausforderung: ist es möglich, ein rein virtuelle «Währung» zu schaffen,

- die man mittels moderner, elektronischer Kommunikation austauschen kann?
- deren Transaktionen in sicherer, unfehlbarer, einmaliger und nachprüfbarer Weise registriert werden?
- die von den Zwängen einer zentralisierten Kontrolle befreit ist?

Ja. Aber es musste auch zuerst eine Reihe Probleme durch verschiedene Tests gelöst werden. Die substantielle Problematik der virtuelle Währung ist ihre naturgemässe Form von elektronischen Daten; es geht also darum, dass derjenige, der seine gesamte oder einen Teil seiner «Währung» transferiert, *davon keine Kopie behält* und gleichzeitig muss sicher sein, dass der Empfänger nur seinen Gegenwert an der Währung lädt und nicht mehr vom «Konto» des Überweisers herunterladen kann. Wenn die Währung unbegrenzt «kopiert» werden könnte, würde sie in kurzer Zeit allen Wert verlieren.

Die Schaffung einer solchen virtuellen Währung wird möglich durch die Technologie der *Blockchain*, d. h., die Kette der Block-Datensätze, die - ohne weiter

The recent sharp rise in Bitcoin prices has suddenly put media spotlight on cryptocurrencies, and, to some extent, on the underlying technology behind digital currencies: the blockchain technology. This heightened media coverage has not only crawled out this technology from more or less confidential circles of mathematical problems enthusiasts and cryptographers, but has also fuelled a new craze for the development of a multitude of projects dependent on this technology. At the same time, the question of legal support (and even legal framework) of the aforesaid trend has taken on a significance that it did not have a few months ago.

At the origin of the Bitcoin and the technology associated with it, there was the following challenge: is it possible to create a "currency" which is completely virtual and tradable via modern electronic means of communication, where the transactions carried out can be recorded in a specific, safe, unique and verifiable manner and, more importantly, free of the constraints related to a centralized monitoring of the transactions?

This question has found a positive answer after various efforts and the resolution of quite a few number of issues, including the following one: virtual currency as described, should, by its very nature, be in the form of electronic data; however such virtual currency should be created in such a way that a person transferring all or part of his "currency" *does not keep a copy of the transferred currency*, and, respectively ensure that the person who "downloads" all or part of his counterparty's money may not be able to download more than the payer's stock; failing that, if it could be copied endlessly, then virtual money would rapidly depreciate.



Marco Villa

ins Detail zugehen - in ihrer Datenbasis alle währungsrelevanten Transaktionen und erfolgreich ausgeführten Transferleistungen aufschreibt und speichert. Das Register der Transaktionen wird dezentral geführt, daher der Name *distributed ledger* (dezentral geführte Kontobuchtechnologie); man kann jederzeit Auskünfte holen, nachprüfen, gleichzeitig ist es fälschungssicher und verlässlich (in Anbetracht der dezentralisierten Form des Registers, findet es sich auf vielen Servern an verschiedenen Orten, was Verlust oder Ungenauigkeit der Daten begrenzt).

Die Methode der Validierung der Transaktionen, ebenfalls dezentralisiert (Konsensmethode - je nach der implementierten Blockchain), befreit von Kontrollinstanz oder Mittelmännern, beide kostspielig und nicht immer zuverlässig.

Seit der Kreation des ersten Bitcoins 2010, wurde die Technologie dahinter nie angefochten. Sie hat viele Nachahmer angeregt, seit 2010 konkurrieren zahlreiche andere Protokolle mit Bitcoin, die ebenfalls auf der Blockchain Technologie basieren. Manche sind «öffentlich» (Ether, Litecoin, etc.), andere «privat».

Diese Technologie macht überraschende Etappen durch: nicht nur immaterielle, virtuelle «Währungseinheiten» oder «Zahlungstokens», sondern auch *Dienstleistungstokens*, z. B.: Recht auf eine bestimmte Leistung (Service, Waren), Teilnahme an Abstimmungen, die ihrerseits Rechte oder Pflichten an Dritte vergeben, automatische Zahlungen in virtueller Währung an Dritte, wenn bestimmte Bedingungen vereinbart sind, Recht auf eine Bezahlung usw., immer mit den oben erwähnten Vorteilen (Zuverlässigkeit, Unveränderbarkeit der Daten, Dezentralisierung, keine Mittelmänner mehr nötig usw.).

Die Ausgabe einer virtuellen «Währung» ist nur eine der möglichen Anwendungen der Technologie, und wird sehr wahrscheinlich nicht ihre Hauptfunktion bleiben. Schlussendlich ist es ja so, dass im Allgemeinen - bis auf wenige Ausnahmen - jeder Staat seine eigene Nationalwährung mit gesetzlichem Kurs hat, wir sehen also keinen Bedarf für tausende von verschiedenen Kryptowährungen. Mit der Ausnahme von Tokens für eine bestimmte User-Kategorie, würde es darüber hinaus schwierig werden, den globalen Markt davon zu überzeugen, dieser virtuellen, auf wenige Nutzer beschränkte «Währung» zu vertrauen.

Die meisten Projekte für die Ausgabe von Blockchain-like/Blockchain-ähnlichen Infrastruktur-basierten Token, betreffen keine Token, die nur transferierbar sind und als «Zahlungsmittel» funktionieren, sondern solche, die *andere Rechte oder Privilegien* verleihen. Letztere sind aber auch sehr oft an Mittelbeschaffung geknüpft.

Nicht selten sieht man bei Ausgabe oder Zusage bestimmter Token, dass die Lieferung gegen Zahlung durch eine bereits etablierte Kryptowährung (Bitcoin, Ether, usw.) oder sogar in konventionellen Devisen (z. B.: in Schweizer Franken) erfolgt.

Diese Projekte werden immer häufiger, und stehen jetzt auch dem breiten Publikum zur Verfügung.

Der innovative Ansatz der Blockchain-Technologie, seine ultramoderne, wenn nicht sogar mysteriöse Seite, der Medienhype darum, der durchschlagende Erfolg einer Kryptowährung wie Bitcoin, und die Tatsache, dass man von zuhause aus an der Ausgabe teilnehmen kann (Ausgabe und digitalen Unterschriften können komplett durch elektronische Datenübertragung, via Internet, ausgeführt werden)

Creation of such virtual money has been rendered possible by the blockchain technology, a range of information blocks which - without going into the technical details - enable to enter and store, in the transaction database relating to the "currency" in question, every successive transfer operation carried out. The transaction ledger held is kept in a decentralized way (thus giving rise to the term "distributed ledger"); it can be consulted and verified at all times; it is moreover forgery-proof and secure (given the decentralized nature of the ledger, it is duplicated on several servers in various places which, as such, severely limits the risk of loss or corruption of the data it contains); finally, the validation method of the transactions, also decentralized (the consensus method - in accordance with the terms of the method implemented on the relevant blockchain), permits to escape from the presence of a single supervisory authority or of a specialised intermediary, the latter often representing a cost and not being always reliable.

Since the creation of the first Bitcoin in 2010, the underlying blockchain technology has never been challenged. It has even been copied, and a large number of protocols competing with that of the Bitcoin and based on the blockchain technology have emerged since 2010. Some of them have a "public" character (Ether, Litecoin, etc.) while others are designed as "private" blockchains.

This blockchain technology has even gone through surprising developments: it not only allows to create and to transmit, in a completely electronic way, units of virtual "money" or other pay out tokens, but it is also possible to associate certain particular rights to some tokens, for example: the right to obtain a specific benefit (delivery of a ser-



sind Erfolgsfaktoren. Erfolgsfaktoren, die Kapitalanleger dazu animieren, ihre Ersparnisse in ein Projekt zu investieren, wo eine Kryptowährung (vorgesehenes Zahlungsmittel) oder ein Kryptotoken, das ihnen Rechte oder Zugang zu bestimmten Dienstleistungen gibt oder geben wird, der Gegenwert ist.

Die Schweiz zieht zahlreiche Projektentwickler an, die Kryptotoken schaffen wollen. Das technische und wissenschaftliche Ökosystem ist günstig für die Entwicklung von neuen Technologien, die ausserdem von den Behörden unterstützt werden.

Die Attraktivität der Schweiz hat auch mit dem Glauben zu tun, dass die Ausgabe von Kryptotoken nicht reglementiert ist, und dass die Behörden eher lax sind.

Es ist wahr, dass es in der Schweizer Gesetzgebung (soviel wir wissen, auch in keinem anderen Land), kein Gesetz oder Dekret gibt, das spezifisch die rechtliche Natur der Kryptotoken, ihre Emission oder die Rechte des «Inhabers» definiert, besonders wenn das verliehene Recht oder die Dienstleistung nicht oder nicht mehr existiert.

Das heisst aber nicht, dass die Kryptotoken keinerlei Regel oder Norm des privaten oder öffentlichen Rechts unterworfen sind, oder in keiner Weise die Beziehungen zwischen «Inhabern», Emittenten und Intermediären - die die Token in Umlauf bringen - der Kryptotoken reglementiert sind.

Im Gegenteil: Normen und Regeln betreffend der Kryptotoken und ihrer Emittenten sind zahlreich. Die Schwierigkeit besteht nicht in der Abwesenheit von Normen, sondern in der Frage, welche in welcher Situation anwendbar sind.

Im Privatrecht ist der Kryptotoken ein juristisches Geschöpf, über dessen Spezies man lange diskutieren kann. Ist es eine Sache? Eine Forderung? Oder ein Immaterialrecht, ähnlich dem dinglichen Recht, wie es aus dem Recht des geistigen Eigentums entsteht? In vielen Fällen ist die Verwendung des Kryptotoken einfach die Realisierung einer (im Allgemeinen vertraglichen) Verbindlichkeit und die Konsequenzen des Nicht-Eintretens auf die Verbindlichkeit, bzw. die Nichteinhaltung des Versprechens in Verbindung mit Erwerb des Kryptotoken, werden mit den Bestimmungen des Obligationenrechts geregelt.

Beispiel: eine Firma sucht sich Mittel zu beschaffen, indem sie Kryptotoken ausgibt. Diese berechtigen den «Inhaber» in der Zukunft und unter bestimmten Bedingungen zu einer Überweisung in Höhe der an Aktionäre ausgezahlten Dividende. Der Emittent kommt dem jedoch nicht nach, trotz der erfüllten Bedingungen. Dadurch entgeht dem «Inhaber» der Kryptotoken eine Summe, die der Dividende entspricht. Der Emittent ist also dem «Inhaber» gegenüber haftbar, weil er seine Verpflichtungen verletzt hat, nicht wegen der Kryptotoken selbst.

Wie kann der «Inhaber» seine Rechte geltend machen? Das erweist sich als kompliziert, denn er muss die Inhaberschaft des Kryptotoken beweisen. Reicht es, zu zeigen, dass er der «Inhaber» des «wallet» ist, indem die Kryptotoken gespeichert sind? Die Klassifizierung der rechtlichen Verpflichtungen des Emittenten ist ebenfalls eine delikate Angelegenheit. gehen die Versprechungen an die ersten Besitzer des Kryptotoken auf die nachfolgenden Besitzer desselben Kryptotoken über? Wenn ja, aufgrund welcher Rechtsmechanismen? Mit der weiten Auslegung des Konzepts der Obligation *propter rem*, in der die Rechte des «Inhabers» direkt aus den Kryptotoken entstehen, selbst wenn diese keine Sachen, Forderungen oder Wertpapiere sind?

Wir zweifeln nicht daran, dass in der Praxis die entsprechenden rechtlichen Werkzeuge für die Lösung dieser Problematik gefunden werden, durch die Auslegung der existierenden Regeln im ihrem Werkzeugkasten. Nichts hindert uns daran, vom Standpunkt des Privatrechts aus die juristische Natur der Kryptotoken gemäss seiner Rolle in jedem Einzelfall neu zu bestimmen.

Im öffentlichen Recht, besonders unter dem Gesichtspunkt der Reglementierung, steht die Frage der Klassifizierung im Zentrum. Das zeigt klar die «Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs)» der FINMA im Februar 2018. Es ist durchaus möglich, die geltenden Regeln abhängig von der Funktion des betreffenden

vice or of a product), the right to take part in a vote which will confer certain rights or certain obligations to third parties, the right to trigger, in favour of a third party, an automatic payment in units of virtual money when specific conditions are met, the right to obtain payment, etc., still with the aforesaid advantages (data reliability and incorruptibility, decentralization and suppression of the need of a specialised intermediary, etc.).

Issuing virtual “currency” is one of the many possible applications of this technology, and, moreover this will probably not constitute its main use. After all, taking into consideration the fact that there is, subject to some exceptions, usually only a single national lawful currency issued by each State, we do not see the need for thousands of different cryptocurrencies, with the possible exception of pay-out tokens designed for, and to be used by, a community of particular users, it being specified that it will certainly be difficult to convince the overall market to assign – purely on a trust basis – a value to a virtual currency which will find only a few buyers.

Indeed, a large number of projects which aim at issuing tokens, based on the blockchain technology, do not concern issuing tokens that would have no other functions than being transferable and used as a means of “payment” (insofar as they are accepted for this purpose), but focus on the issuing of tokens that confer *other rights or privileges*, and that are also, quite often, associated with a fund-raising transaction.

In fact, it is not unusual that the transaction relating to the issue and remittance of specific tokens, or the promise to issue and to remit these tokens, is correlated with an advance payment request, where such requested advance payment may itself take the form of an established cryptocurrency payment (Bitcoin, Ether, etc.) or even of a conventional currency (for example Swiss Francs).

These projects are in such an increasingly large number that they are now also offered to the general public to subscribe.

The innovative side of the blockchain technology, its ultra-modern or even mysterious aspect, the media frenzy surrounding it, the disproportionate success of a cryptocur-

rency like the Bitcoin, and the fact that it is possible to take part in a public offering of tokens from the comfort of one's lounge (the issuance and subscription operations may be entirely realised by electronic means, via the internet) are all factors that may drive investors to break the bank and invest in a project where they obtain, or shall obtain, a cryptocurrency (supposed mean of payment), or a crypto token to which are (or shall be) attached certain rights, or a crypto token which gives (or shall give) access to certain services.

Switzerland has attracted many promoters of projects which aim at issuing crypto tokens. The technical and scientific ecosystem is in fact favourable to the development of new technologies, which are, moreover, often supported by the authorities.

The attractiveness of Switzerland has furthermore increased due to the belief that the issue of crypto tokens is not in any way regulated, and that the Swiss authorities are permissive.

It is true that there isn't in Swiss legislation (or, to our knowledge, under other legislations), a law or an ordinance specifically dealing with the legal nature of crypto tokens, with their issuance or even with the rights belonging to the “holder” of a crypto token, in particular, when the service or the right to which the crypto token is supposed to give access is no longer available or simply not made available.

But this, in no way, means that the crypto tokens are not concerned by any rule, or that any private or public law regulation does not govern the relationship between the “holder” of a crypto token, its issuer, or even the intermediaries who facilitate their circulation.

It is quite the contrary: the regulations and the rules liable to regulate crypto tokens and their issuers are numerous, and the difficulty does not lie in the absence of such norms, but in the correct determination of the applicable norm or norms depending on the situation.

In private law area, while it is true that the crypto token is a strange legal animal for which the question as to which species it belongs is debatable (is it a thing? a debt? or an intangible right of a real type similar

to those deriving from intellectual property rights?), in a number of cases, its use is simply considered as an instrument for carrying out an obligation (generally of contractual nature); the consequences of its “non-operation”, respectively the failure by its issuer to fulfil a potential promise in connection with the use of the crypto token, are resolved by applying the general rules as set out in the Swiss Code of Obligations. For example, a company that raises funds by issuing crypto tokens which are expected to entitle “holders” of such crypto tokens, in the future and under certain conditions, to a payment equal to the amount of the dividend paid to the company's shareholders, but that – once all the prerequisites are met – does not fulfil its engagement to make available to the “holders” of crypto tokens an amount equal to the distributed dividend and thus depriving them of the amount they were expecting, is certainly liable to crypto token “holders” for violation of the obligations which, by the way, do not arise from the crypto tokens themselves but from the promises that were made by it (the company) when the crypto tokens were issued.

Establishing the “holders” claims can be a complicated process (how should one prove ownership of a crypto token? Is it enough to demonstrate that one is the holder of the “wallet” in which the tokens are saved?); especially, the question of the qualification of the legal obligations undertaken by the issuer towards the “holders” of crypto token may be a delicate matter (are the commitments made to the first buyers of crypto tokens transferable and are they transferred to the successive “holders” of crypto tokens? If so, on the basis of which legal mechanism? Shall it be by a broad interpretation of the concept of claim *propter rem*, where the “holders” rights are linked to the crypto tokens even if these are neither things, nor claims, nor securities?). But we have no doubt that the practice will find the required legal tools to solve these concerns, through interpretation, in the available toolbox of rules. And, under private law, there is nothing to prevent from choosing legal qualifications that are different from one token to another one, depending on the nature, function or role assigned to the relevant crypto token.

Under public law, particularly from a regulatory perspective, qualification questions are also central issues. The “Practical Guide

Kryptotoken anzuwenden. Das ist die Option der FINMA, aber andere Optionen sind ebenfalls denkbar.

Die FINMA unterscheidet nach ihrer Auslegung drei Sorten von Kryptotoken:

- **Nutzungs-Token** (*utility tokens*) vermitteln ihrem Anspruchsberechtigten Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung.
- **Zahlungs-Token** (*payment tokens, cryptocurrencies*), dienen als Kryptowährungen (*de facto* oder je nach Absicht des Organisators) für den Erwerb von Waren oder Dienstleistungen, was ihre Akzeptanz von den Dienstleistern oder Zulieferern voraussetzt. Diese Dienstleister oder Zulieferer sind nicht an den Herausgeber des Tokens gebunden, und das Token ist auch nicht spezifisch an eine Leistung geknüpft. Nach der Definition der FINMA gehören auch solche Token zu der Kategorie, die Geldfonds oder Werte übertragen, vermitteln aber keine Ansprüche gegenüber einem Emittenten.
- **Anlage-Token** (*investment tokens*) repräsentieren «Vermögenswerte». Die FINMA wertet so ein Token als schuldrechtliche Forderung im Sinne des Obligationenrechts gegenüber den Emittenten oder ein Mitgliedschaftsrecht im gesellschaftsrechtlichen Sinne. Bei Anlage-Token werden beispielsweise Anteile an künftigen Unternehmenserträgen oder künftige Kapitalflüsse versprochen. Der Token ist damit hinsichtlich seiner wirtschaftlichen Funktion wie eine Aktie, Obligation oder ein derivatives Finanzinstrument zu werten. Unter die Kategorie der Anlage-Token fallen auch Token, welche physische Wertgegenstände auf der Blockchain handelbar machen (sollen).

Die Vielfalt der Versprechungen und Kombinationen verschiedener Rechte, die ein Token bietet (dasselbe Token kann z. B.: ein Stimmrecht in einer bestimmten Transaktion verleihen und seinem Inhaber Einkünfte von einem Emittenten einbringen), macht Mischformen möglich («hybride Tokens», sagt die FINMA).

Je nach Ausgestaltung des Angebots, kann man nach der Situation unterscheiden, ob:

- Das Token sofort zu seinem Zweck eingesetzt werden kann (z. B.: der on-line Service ist bereits operational, zudem der Token Zugang gibt),
- oder dass sie erst nach der Mittelaufnahme in Umlauf gebracht werden (der Emittent sagt ihre spätere Verfügung zu, entweder, weil das der Natur des Projekts entspricht, oder weil das Token noch gestaltet werden soll, oder weil die Blockchain, auf der das Token geführt wird, noch geschaffen werden muss),
- oder dass die Token in Gegenleistung zu einer Kapitaleinlage ausgegeben werden, die Anleger erhalten Tokens mit der Möglichkeit, andere Token zu beziehen, je nach Finanzprojekt.

Diese Kategorien sind nicht in Stein gemeißelt, wie jede Klassifizierung hängen sie von ihrem Erfinder (in diesem Fall der FINMA) und seinen Bedürfnissen ab: die Aufsicht und die Anwendung der Aufsichtsvorschriften.

In diesem Zusammenhang und in Anbetracht jedes einzelnen Token-Typs, beschreibt die FINMA im Wesentlichen ihre Vision der Problematik folgenderweise:

- bestimmte *Regeln des Börsengesetzes (BEHG)* (z. B.: Vorschriften für Emissionshäuser) lassen sich auf Anlage-Token anwenden, die als *Effekten* im Sinne des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes, (FinfraG) gelten. Im Gegensatz dazu fallen die Zahlungs- oder Nutzungstoken nicht in diese Kategorie, ausser unter besonderen Umständen, und die Vorschriften des BEHG finden im Prinzip keine Anwendung auf diese Typen.
- Das *Bankengesetz (BankG)* lässt sich nur anwenden, wenn die ausgegebenen Tokens mit einer Rückzahlungsforderung verbunden sind, oder die Einlage im Moment der Zeichnung dem Inhaber des Tokens zurückgegeben werden muss. Eine solche Rückgabe- oder Rückzahlungsverpflichtung, insbesondere in Kombination mit einem Ertragsversprechen, ist charakteristisch für eine Einlage im Sinne des Bankengesetzes, und somit muss der Emittent und Verwahrer des Tokens eine Bewilligungspflicht nach dem BankG beantragen.

for Liability Matters regarding Initial Coin Offerings” of the FINMA of February 2018, clearly shows that it is quite possible to envisage a differentiated approach to the regulation applicable to crypto tokens depending on the function assigned to the crypto token concerned (this is FINMA's chosen option, but there are also other possible options).

According to FINMA's proposed approach, three categories of crypto tokens can be distinguished:

- **Utility tokens**, which, in principle, should allow holders to access to an online service or facility;
- **Payment tokens, cryptocurrencies**, which are intended (*de facto*, or according to the issuer's intent) to be used as a means of payment (cryptocurrencies) for buying any services or goods (which presupposes their acceptance as means of payment by services providers or suppliers having no link with the token issuer, as the token is not necessarily associated with the supply of a specific service or good). As defined by the FINMA, tokens to be used for the transfer of money and value also belong to this category. These types of tokens do not confer any right against the issuer;
- **Investment (or asset) tokens**: These tokens pertain to asset values. Such tokens can thus represent a claim within the meaning of the Code of Obligations against the issuer, or a participation right within the meaning of corporate law. According to the FINMA: “*Asset tokens promise, for example, a share in future company earnings or future capital flows. In terms of their economic function, therefore, these tokens are analogous to equities, bonds or derivatives. Tokens which enable physical assets to be traded on the blockchain also fall into this category.*”

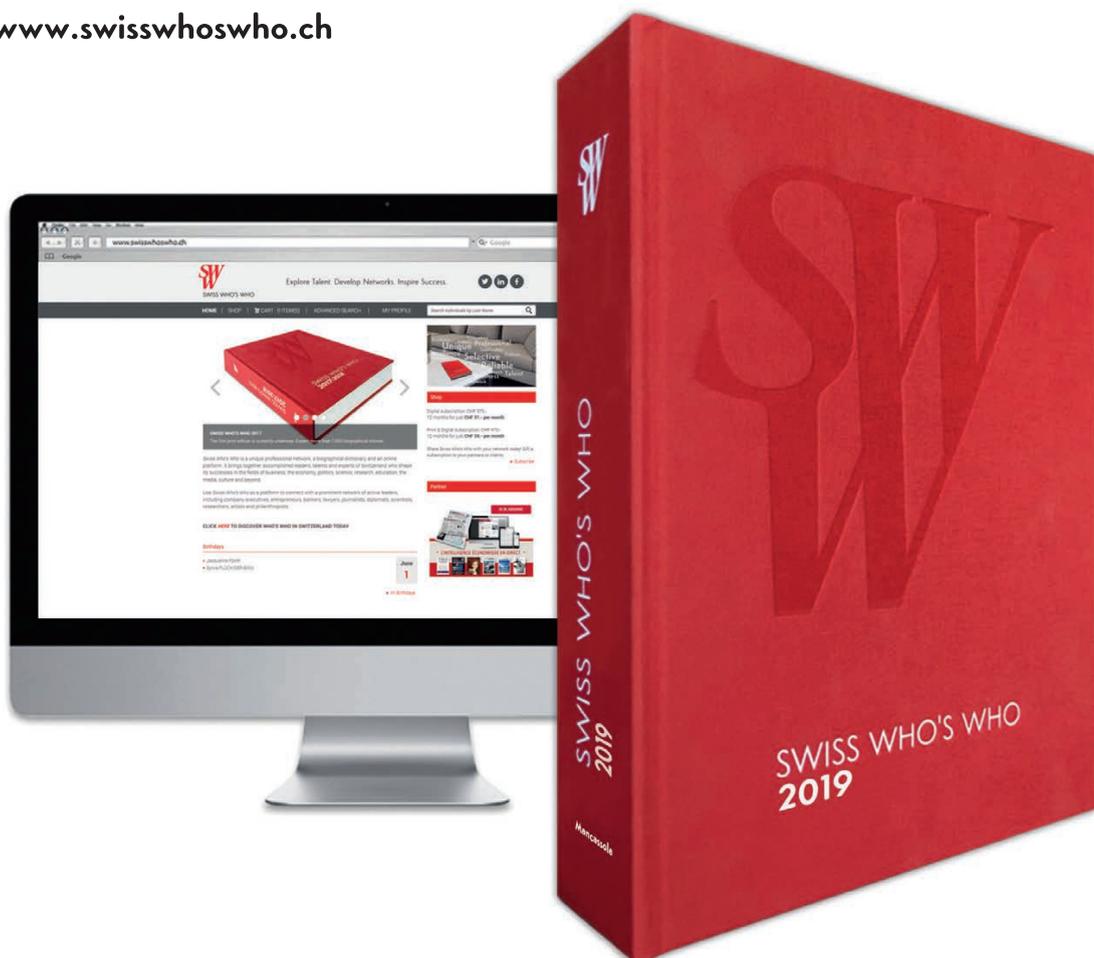
The various undertakings which can be attached to a token as well as the various possible combinations among the rights related to it (the same token may, for example, confer a voting right with respect to a given transaction and allow its holder to obtain income from the issuer) imply that it is



SWISS WHO'S WHO

UNIQUE. SELECTIVE. RELIABLE.

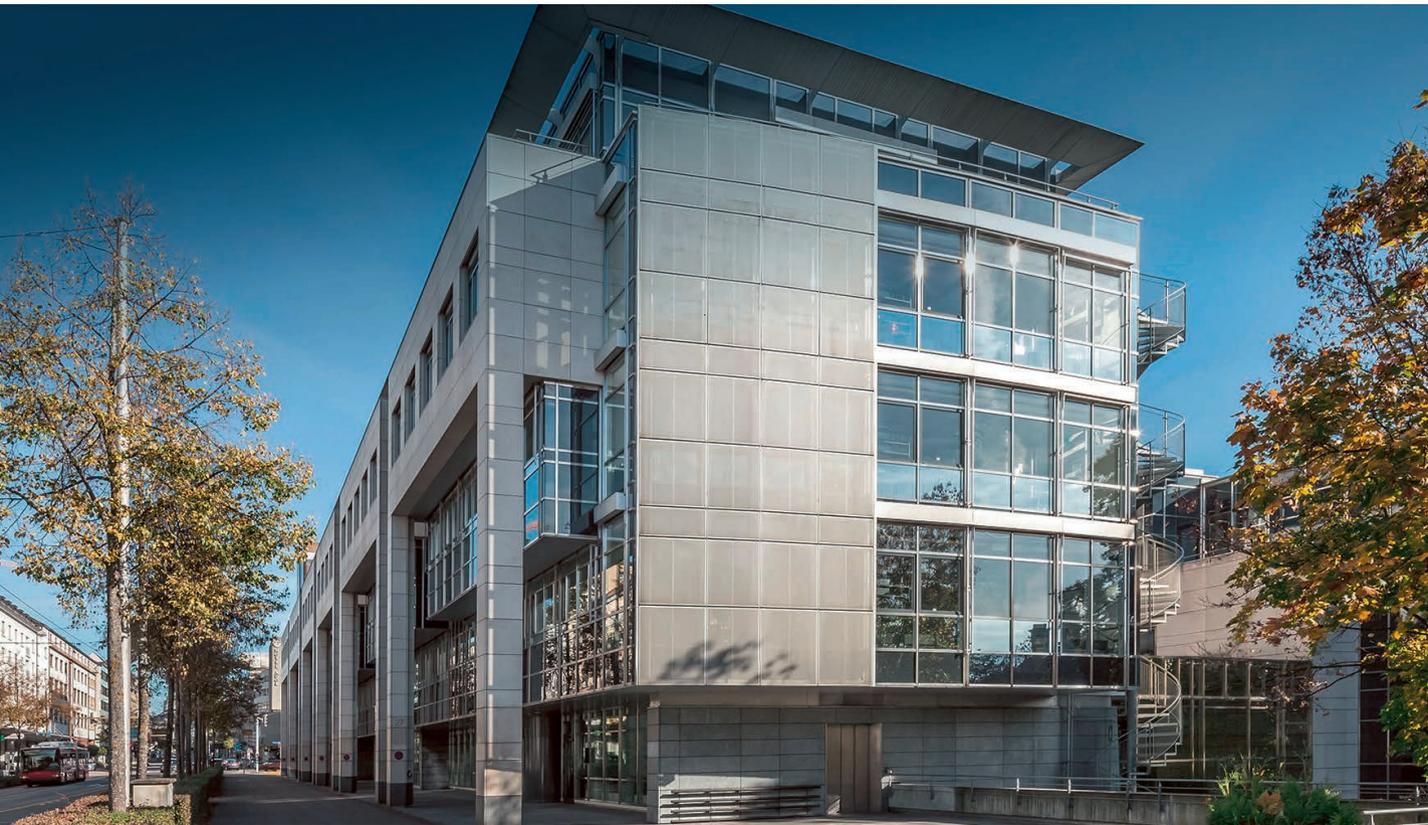
www.swisswhoswho.ch



**A unique professional network, a biographical dictionary and an online platform.
It brings together accomplished leaders, talents and experts of Switzerland.**

The Swiss professional reference network.

To order: www.swisswhoswho.ch/shop
To contact us: info@swisswhoswho.ch



© FINMA

- Das *Kollektivanlagengesetz (KAG)* kann angewendet werden, wenn die entgegengenommenen Mittel, für die die Tokens ausgegeben werden, von Dritten kollektiv „fremdverwaltet“ werden, nach der Definition dieses Gesetzes.
- Das *Geldwäschereigesetz (GwG)* kommt in Betracht, wenn die Token Zahlungs-Token sind (Kryptowährung). In dem Fall sind Emittent und Finanzintermediär beim Zahlungsverkehr dem GwG unterstellt. Nutzungs-Token zu Zwecken ausserhalb des Finanzbereichs jedoch nicht. Die FINMA stuft generell die Anlage-Token als Wertpapiere ein, womit sie keine Funktion als Zahlungsmittel in Sinne des GwG haben, und was sie vom Anwendungsbereich des GwG ausschliesst. Letzteres ist eher besorgniserregend. Unserer Ansicht nach, sollte jede Person, die gewerbsmässig Anlage-Token verwahrt, Investment-Beratung oder Wertheadel mit Token betreibt, als Finanzintermediär gelten und dem GwG unterstellt sein - da die Anlage-Token als Vermögenswerte betrachtet werden sollten.
- Andere Ansätze bleiben nicht ausgeschlossen. Oben genannte Auslegungen können sich, wie die FINMA selbst sagt, ändern, und folgen den Umständen und der Entwicklung der Technologie in der Zukunft.
- Die *Blockchains*, die «distributed ledgers», und die Kryptotoken scheinen den Projektträgern erstaunliche Versprechen zu machen: Personen auf der ganzen Welt können, praktisch ohne Intermediär, an der Finanzierung des Projekts teilnehmen, und als «Materialisierung» der erworbenen Rechte, Kryptotoken erhalten, oder solche erwarten. Eine kleine Firma kann von einem Tag auf den Anderen, mit einem kleinen Projekt, zur multinationalen Firma werden. Zumindest wenn man die potenzielle Anzahl und Wohnorte der Zeichner mitbetrachtet.
- Wie immer, sind die Juristen die Letzten, die in die technischen Entwicklungen eingespannt werden. Der juristische Rahmen der Kryptotoken ist noch unklar. Viele Fragen warten noch auf Antworten, entweder durch Rechtssprechung, Gesetzgebung, oder sogar durch internationale Zusammenarbeit. Wenn das erfolgt ist und ein zuverlässiger und vorhersehbarer rechtlicher Rahmen abgesteckt ist, können die Versprechen dieser Technologie auch für die Zeichner eingelöst werden. ■

perfectly conceivable that a token exhibits mixed characteristics (“hybrid”-tokens, as stated by the FINMA).

Moreover, depending on the structure of the token offering, one can draw a distinction between situations where the issued tokens are usable immediately for their intended purposes (for example: the online service that they allow to unlock is already operational), or that they will start to circulate only after a fund-raising (the issuer thus undertaking to make them available at a later date, either because the nature of the project requires so, or because the token still needs to be developed, or that the blockchain, on which the token shall be issued, is also still to be developed). It is also possible that, in exchange for a capital injection, tokens be issued which will authorise to receive other tokens, corresponding to the funded project.

These categories are not rigid. Like any classification, the above classification represents its creator’s choices (the FINMA’s choices *in casu*), which depend on the creator’s needs. In this case: supervision and enforcement.

In this regard, and depending on the exact type of tokens concerned, the FINMA has essentially outlined its vision of the problem as follows:

- Certain rules of the Federal Law on Stock Exchanges and Securities Trading (LSEST) (for example the rules applicable to issuing firms) may apply to investment tokens which should be considered as securities within the meaning of the Financial Market Infrastructure Act (FMIA). However, payment or utility tokens do not fall into this category of securities, except in particular circumstances, and the LSEST rules would not, in principle, apply to these types of tokens.
- The Federal Law on Banks (LB) may be applicable if the issued tokens include a form of commitment by the issuer to repay or to refund those persons who have acquired the tokens by paying a subscription amount upon issuance of the tokens. In fact, such an obligation to refund or to

repay, especially if it is coupled with the promise of an income, is characteristic of a deposit within the meaning of the Law on Banks, and the issuer-custodian of the tokens should then obtain a banking licence.

- The Federal Law on Collective Investment Schemes (LCIS) may also be applicable if the funds collected in exchange of issued tokens are then collectively managed by a third party within the meaning of the said law.
- The Anti-Money Laundering Act (AMLA) also plays a relevant part when the issued tokens represent means of payment (payment tokens, cryptocurrencies). In this case, the issuer of the tokens or the intermediary in respect of their transfer should comply with the rules laid down by the AMLA. However, utility tokens which give access to facilities unrelated to the finance sector may generally be exempted from the AMLA rules. As regards investment tokens, the FINMA recalls that they are in general deemed equivalent to securities, which as such should exclude them from being considered as means of payment under the AMLA, and which would hence exclude them from the scope of application of the AMLA. The latter assessment by the FINMA is, in our opinion, more doubtful. In our view, a person who, on a professional basis, accepts, holds on deposit or assists in investing or transferring investment tokens should be regarded as a financial intermediary, and the provisions of the AMLA shall apply to him or her insofar as, according to us, investment tokens must be equated to securities.

Other approaches are possible, and, as recognized by the FINMA itself, the above approach will likely evolve, depending on the circumstances and on future developments of the technology.

Blockchains, distributed ledgers, and crypto tokens seem to make this surprising promise to project promoters: people from the whole world may contribute to the financing of their project, practically without any intermediary, and obtain in return (or are

promised to obtain) crypto tokens which “materialise” the vested rights; a small company with a small business plan may overnight become a multinational corporation, at least by the potential number and places of residence of subscribers.

As usual, lawyers are the last to be involved in these technological developments. The legal framework of issuing crypto tokens is still unclear. Many questions remain to be answered, either by court practice, or action by the legislator, or even by means of an international coordination. Once this will have been done, and that a safe and predictable legal framework will have been established, the promises made by this technology will be honoured for subscribers as well. ■