

Fachbeitrag
FinTech

Finanzmarktrechtliche Aspekte von Non-Fungible Tokens



Daniel S. Weber,
MLaw, Rechtsanwalt, LL.M.

1. NFTs – Hype oder Revolution?

Vor knapp einem Jahr wurde vom Auktionshaus Christie's ein digitales Kunstwerk mit dem Namen „Everydays: The First 5000 Days“ des Künstlers Mike Winkelmann (Künstlername „Beeple“) für rund USD 69 Millionen versteigert.¹ Für diese digitale Collage wurde aber keine Farbe verwendet, denn das Original existiert nur als digitale Signatur auf der Blockchain als sog. Non-Fungible Token (NFT). Die Versteigerung stellte den Höhepunkt einer Entwicklung dar, die das Potential hat, den Kunstmarkt sowie viele weitere Märkte in den nächsten Jahren zu prägen bzw. zu revolutionieren. Nebst dem spektakulären Auktionserlös lag die Besonderheit der Auktion in der speziellen Natur des versteigerten Objekts: ein digitales Unikat, das als sog. "ERC-721-Token" auf der Ethereum-Blockchain an den Käufer übertragen wurde. Die Blockchain-Technologie, die auch dem Phänomen der NFTs zugrunde liegt, wird zurzeit intensiv diskutiert und gilt als eine der wichtigsten Treiber der digitalen Transformation.²

Einer breiteren Öffentlichkeit wurde die Existenz von NFTs erstmals im Jahr 2017 anhand der sog. CryptoKitties bekannt.³ Bei den CryptoKitties handelt es sich um ein Blockchain-basiertes Game, das es Spielern ermöglicht, virtuelle Katzen zu züchten und tauschen bzw. zu verkaufen. Endgültig zum Massenphänomen wurde der Handel mit NFTs aber mit der erwähnten Auktion von "Everydays", welche das Interesse an NFTs in- und ausserhalb der Kunstwelt markant gesteigert hat. Der Verkauf von "Everydays" stellt dabei aber nur die Spitze des Eisbergs eines sich in letzten Jahren rasant entwickelnden Markts für NFTs dar: Auch andere Unikate wie kurze Videosequenzen von NBA-Basketballspielen (NBA Top Shot)⁴ oder digitale Sammelkarten wie die CryptoPunks⁵ werden mittlerweile als NFTs an Sammler verkauft. Die Band Kings of Leon bot zu ihrem neuem Album limitierte NFTs an⁶, mit denen Fans VIP-Rechte bei der nächsten Konzerttournee erhalten, und selbst virtuelle Grundstücke in Computerspielen wie Decentraland werden für fünf- bis sechsstelligen Beträge als NFTs verkauft.⁷

Ein gewichtiger Treiber dürfte im von NFTs verkörperten Versprechen liegen, dass mit Hilfe der Blockchain-Technologie digitale Güter jenes Merkmal erhalten, das attraktive Investitionsobjekte seit jeher auszeichnet und welches es in der virtuellen Welt bislang so nicht gegeben hat: Einzigartigkeit.

Produktquelle

iusNet BR-KR 31.03.2022

FINMA Wegleitung ICO

16.02.2018

Rechtsgebiet(e)

FinTech
Regulierung /
Finanzmarktregulierung

NFTs sind rechtlich bislang kaum erfasst, weshalb viele Fragen noch offen sind. Der vorliegende Beitrag bietet eine übersichtliche Einführung zu NFTs und beleuchtet diese aus finanzmarktrechtlicher Warte.

2. Wesen und Funktionsweise von NFTs

NFTs basieren wie "fungible Token" – z.B. Bitcoin oder andere Kryptowährungen – auf der Blockchain-Technologie. Die Blockchain ist eine kontinuierlich erweiterte Liste an Datensätzen, bei der jeder neue Datensatz (Block) durch mathematisch-kryptografische Funktionen mit dem jeweils vorangehenden Block verknüpft wird und durch diese Aneinanderkettung sichergestellt wird, dass alle früheren Blöcke der Kette unveränderlich und damit manipulationssicher sind.⁸ Die Speicherung der Blockchain erfolgt nicht wie beim traditionellen Datenhosting in einem zentralen Rechenzentrum oder „in der Cloud“, sondern dezentral auf verteilten Rechnern.

Die digitalen Einheiten auf Blockchains werden Token genannt. Ein Beispiel sind Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ether. Über Token verfügen kann, wer über einen sog. privaten Schlüssel verfügt. Mit dem Private Key korrespondiert der öffentliche Schlüssel. Da der private Schlüssel vertraulich ist, wird er üblicherweise in sogenannten Wallets gespeichert, die einen nutzerfreundlichen Zugang ermöglichen.

Zu unterscheiden sind fungible und nicht-fungible Token (NFTs):

- Fungibel bedeutet "austauschbar" und meint Token, die in unbestimmter oder zumindest in grösserer Anzahl in gleicher Art existieren, sich also inhaltlich nicht von anderen gleichartigen fungiblen Token unterscheiden. Prominentestes Beispiel für fungible Token sind Bitcoins oder Ether.
- Umgekehrt sind NFTs Token, die gerade nicht frei austauschbar sind, weil es sich bei ihnen um Unikate handelt, diese also innerhalb einer Blockchain nur einmalig existieren. Anders als andere Token auf einer Blockchain können NFT nicht aufgeteilt werden. Diese Einzigartigkeit erlaubt es NFTs unter anderem für digitale Sammelstücke oder digitale sowie physische Kunst zu verwenden. Der Käufer besitzt nach Erwerb des NFT die technische Kontrolle über das digitale Gut (z.B. ein Bild). Während digitale Bilder im Internet beliebig kopierbar sind, ist der Inhaber des NFT der einzige wahre Eigentümer "seines" digitalen Bildes. Der Inhaber des NFTs hat als einzige Person das Recht den NFT weiter zu veräußern. Ein NFT ist somit ein digitales Echtzeitzertifikat dessen Wert sich nach dem verknüpften Gegenwert des Objekts richtet. Die Verknüpfung erfolgt mittels einem sog. "smart contract", womit das digitale Gut am NFT auf der Blockchain verbunden wird.

Der Anwendungsbereich von NFTs ist aber nicht auf die digitale Welt beschränkt. Grundsätzlich lassen sich auch alle Assets der realen Welt "tokenisieren", entweder als fungible Token (wenn ein Asset in mehrere gleichartige Token zerlegt wird) oder in NFT (entweder wenn es zu einem bestimmten Asset nur genau einen Token gibt, oder aber wenn ein Asset in mehrere unterschiedliche Token unterteilt wird). Es ist daher wenig erstaunlich, dass zahlreiche Krypto-Startups in den Startlöchern stehen, die genau dies vorhaben: Von der Tokenisierung von Saisonabonnements im Fussballstadion oder von Eintrittskarten zu Konzerten, bis hin zur Tokenisierung von Immobilien, Oldtimern oder anderen hochwertigen Wirtschaftsgütern oder Raritäten.

3. Finanzmarktrechtliche Einordnung von NFTs

Es stellt sich beim Handel mit Token bzw. NFTs die Frage, ob eine finanzmarktrechtliche Unterstellungs- bzw. Bewilligungspflicht besteht. Zurzeit besteht weder in der Schweiz noch auf internationaler Ebene eine rechtlich anerkannte Klassifizierung des Token-Begriffs.⁹ Die FINMA sah und sieht sich vor dem Hintergrund eines markanten Anstiegs von in der Schweiz durchgeführten oder geplanten sogenannten Initial Coin Offerings (ICOs) mit zahlreichen Unterstellungsanfragen konfrontiert, weshalb sie sich mehrmals in Form von Wegleitungen zur Einordnung von ICOs geäußert hat.¹⁰ In Bezug auf NFTs gibt es aber bislang noch keine separate Wegleitung der FINMA.

Bei ihrer aufsichtsrechtlichen Beurteilung von ICOs folgt die FINMA einem Ansatz, der auf die wirtschaftliche Funktion und den Zweck der Token fokussiert, also der Blockchain-basierten Einheiten, die vom ICO-Organisator ausgegeben werden. Zentral ist dabei die Klassifizierung der Token und die Frage, ob diese Token bereits von Beginn des ICOs an handel- oder übertragbar sind. Die FINMA unterscheidet funktional drei Arten, wobei auch Mischformen, d.h. hybride Token, möglich sind:¹¹

- Zahlungs-Token sind mit reinen "Kryptowährungen" gleichzusetzen, ohne mit weiteren Funktionalitäten oder Projekten verknüpft zu sein. Token können in gewissen Fällen erst mit der Zeit die notwendige Funktionalität und Akzeptanz als Zahlungsmittel entwickeln. Beispiele für Zahlungs-Token sind unter anderem Ether (ETH), Bitcoin (BTC) oder Ripple (XRP).
- Nutzungs-Token sind Token, die Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung vermitteln sollen. Je nach Ausgestaltung lassen sich Analogien zu einem Gutschein, einem Jeton oder einem Schlüssel ziehen, mit denen vertraglich geschuldete Leistungen eingelöst werden können.
- Anlage-Token repräsentieren Vermögenswerte wie Anteile an Realwerten, Unternehmen, Erträgen oder Anspruch auf Dividenden oder Zinszahlungen. Der Token ist damit hinsichtlich seiner wirtschaftlichen Funktion wie eine Aktie, Obligation oder ein derivatives Finanzinstrument zu werten. In Abgrenzung zu reinen Zahlungs-Token stellen sie realwirtschaftliche Vermögenswerte ausserhalb der Blockchain dar. Mit der Übertragung des Anlage-Token soll dieser Vermögenswert übertragen werden. Dabei kann es sich insbesondere um eine schuldrechtliche Forderung gegenüber dem Emittenten oder ein Mitgliedschaftsrecht im gesellschaftsrechtlichen Sinne handeln. Prominentestes Beispiel ist der Aktien-Token, mit dem die Aktionärsstellung übertragen wird.

Qualifiziert ein Token als Effekte gemäss Art. 2 FinfraG, kann dies zahlreiche aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen, namentlich eine Prospektspflicht sowie eine Bewilligung als DLT-Handelssystem, nach sich ziehen. In Bezug auf Blockchain bzw. DLT-basierte Systeme ist dabei insbesondere die für die Finanzmarktregulierung zentrale Definition des Begriffs der "DLT-Effekte" zu beachten.¹²

Die FINMA prüft nach der gesetzlichen Definition, ob Token als Effekten qualifizieren:

- Effekten gemäss Art. 2 Bst. b FinfraG sind Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten, die vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet sind;
- Art. 2 Bst. b^{bis} FinfraG definiert den Begriff der DLT-Effekten als Effekten in der Form von Registerwertrechten im Sinne von Art. 973d OR oder anderen Wertrechten, die in einem verteilten elektronischen Register gehalten werden und die mittels technischer Verfahren dem Gläubiger, nicht aber dem Schuldner, die Verfügungsmacht über das Wertrecht vermitteln. DLT-Effekten gelten immer als Effekten gemäss Art. 2 Bst. b FinfraG.

Gemäss Art. 2 Abs. 1 FinfraV gelten Effekten als vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet, wenn sie in gleicher Struktur und Stückelung öffentlich angeboten oder bei mehr als 20 Kundinnen und Kunden platziert werden, sofern sie nicht für einzelne Gegenparteien besonders geschaffen werden. Dementsprechend können sich finanzmarktrechtliche Pflichten ergeben, wenn ein Token aufgrund der konkreten Ausgestaltung Effektenqualität aufweist.

Im Zusammenhang mit Token, die von ICO-Organisatoren ausgegeben wurden, kommt die FINMA in ihrer Wegleitung zu folgendem Schluss:

- Bei Anlage-Token, die Wertrechte darstellen, handle es sich um Effekten, bei Zahlungs-Token bzw. Kryptowährungen hingegen nicht. Die FINMA verneint die Effektenqualität bei Zahlungs-Token zu Recht, da diese als Zahlungsmittel konzipiert sind und ihrer wirtschaftlichen Funktion nach keine Analogie zu traditionellen Effekten aufweisen. Nutzungs-Token erfüllen die Definition der Effekte i.d.R. ebenfalls nicht, sofern sie im Zeitpunkt der Ausgabe einsetzbar bzw. voll funktionsfähig sind und keine vermögensrechtlichen Vorteile gewähren. Bei diesen Nutzungs-Token fehlt es in der Regel an einem Bezug zum Kapitalmarkt.

Die FINMA hat sich bislang in verschiedenen Unterstellungsanfragen zur Kategorisierung von NFTs nach dem ERC-721-Standard geäussert und eine Beurteilung gestützt auf ihre eigene Token-Kategorisierung vorgenommen.

Für eine Token-Kategorisierung ist gemäss FINMA stets die wirtschaftliche Funktion und der Zweck des NFTs massgeblich. Die finanzmarktrechtliche Qualifikation ergibt sich deshalb aus der funktionalen Ausgestaltung des NFTs im Einzelfall.

Dafür ist es notwendig, die durch NFTs repräsentierten Rechte – sofern es solche gibt – zu bestimmen, um eine Kategorisierung vornehmen zu können. Die massgebende Anknüpfung für eine allfällige Unterstellungspflicht ist die Frage, ob es sich bei den NFTs um Anlage-Token oder um Nutzungs-Token, welche im Zeitpunkt der Ausgabe nicht einsetzbar bzw. nicht voll funktionsfähig sind, handelt und ob diese im Sinne von Art. 2 lit. b FinfraG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 FinfraV vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet sind.¹³

Was den allfälligen Anlagezweck anbelangt, so ist dieser im Einzelfall anhand des repräsentierten Vermögenswerts zu beurteilen. Anlage-Token können unter anderem Mitgliedschaftsrechte, Aktien oder Forderungen gegenüber einem Emittenten repräsentieren. Allerdings können auch Token, die realwirtschaftliche Wertgegenstände wie bspw. Kunst oder einen Oldtimer auf

der Blockchain handelbar machen sollen, unter die Kategorie der Anlage-Token fallen. Somit können Token, die bspw. digitale Kunstwerke wie das erwähnte "Everydays" von Beeple repräsentieren, durchaus einen Anlagezweck aufweisen.

Werden hingegen Objekte wie digitale Spieleinhalte, etwa seltene Spielfiguren, in Form eines NFTs erworben, nur um diese nutzen oder sammeln zu können, wird regelmässig kein Anlagezweck vorliegen.¹⁴

Effekten müssen ferner zum "massenweisen Handel" geeignet, d.h. fungibel sein. In Bezug auf NFTs ist deshalb die Frage zu beantworten, ob für die "Handelbarkeit" ein Mindestmass an Standardisierung vorausgesetzt wird, ob also mehrere vertretbare Token mit gleichen Eigenschaften und Rechten existieren müssen. Wird diese Frage bejaht, würde dies gegen eine Annahme der Effektenqualität von NFTs und damit auch gegen die Anwendung des FinfraG auf NFTs sprechen, denn NFTs sind untereinander nicht vertretbar.¹⁵ Der Begriff der Fungibilität ist dabei in einem funktionalen Sinn zu verstehen. Die am Markt angebotenen Effekten müssen demnach nicht absolut identisch sein, sondern nur bestimmte Eigenschaften erfüllen, um deren Vertretbarkeit untereinander und dadurch ihre Austausch- und Handelbarkeit am Markt sicherzustellen. Fungibilität bezieht sich somit auf die Besonderheit vertretbarer Sachen, nicht nach individuellen Merkmalen. Die Token müssen nach Zahl, Mass oder Gewicht bestimmbar zu sein. Sobald eine Mehrzahl von DLT-Effekten die gleiche Struktur (bspw. Zinssatz, Laufzeit) und die gleiche Stückelung (bspw. Betrag) aufweisen, gelten sie als vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet und damit als Effekten.

Art. 2 Abs. 1 FinfraV stellt diesbezüglich die Vermutung auf, dass die Fungibilität bei einem öffentlichen Angebot oder bei einer Platzierung bei mehr als 20 Kundinnen und Kunden gegeben ist.

Werden mehrere NFTs, die jeweils einen Identifikationstoken darstellen, ausgegeben und öffentlich angeboten, kann Fungibilität im funktionalen Sinn gegeben sein, obwohl der jeweilige kryptografische Token an sich einzigartig ist. Diese Unschärfe des Begriffs "NFT" führt deshalb dazu, dass die rein technische Ausgestaltung eines Tokens nach dem ERC-721-Standard keine Garantie dafür ist, dass keine finanzmarktrechtliche Unterstellungspflicht besteht. Ob ein Token im finanzmarktrechtlichen Sinne fungibel ist, entscheidet sich daher vielmehr an der konkreten Ausgestaltung des Tokens im Hinblick auf die von ihm verkörperten Rechte. Die FINMA verneint die Anwendbarkeit des Finanzmarktrechts daher zu Recht nicht bereits aufgrund des eingesetzten ERC-721-Standards, sondern basiert die Qualifikation auf ihrer Token-Kategorisierung.¹⁶

Die Flexibilität bei der konkreten Ausgestaltung von NFTs hat zur Konsequenz, dass eine generelle bzw. allgemeingültige Beurteilung bezüglich der Anwendung der entsprechenden finanzmarktrechtlichen Anforderungen nicht möglich ist. Es ist individuell zu prüfen, ob die NFTs einem Anlagezweck im finanzmarktrechtlichen Sinn dienen und entsprechend als Anlage-Token qualifizieren. Das gleiche gilt für Nutzungs-Token, die im Zeitpunkt der Ausgabe nicht einsetzbar bzw. nicht voll funktionsfähig sind. Trifft dies zu und werden die Token zum massenweisen Handel angeboten, können sich daraus aufsichtsrechtliche Konsequenzen ergeben. Dabei werden insbesondere die Bestimmungen des FinfraG und des FIDLEG relevant, da die Token Finanzinstrumente darstellen.

4. Fazit

- NFTs weisen in den erwähnten medienträchtigen Fällen einen erheblichen Wert auf, der aber aus rechtlicher Sicht regelmässig unabhängig vom NFT repräsentierten Vermögenswert ist.
- NFTs werden je länger je mehr zu beliebten Investitionsobjekten, weshalb finanzmarktrechtliche Unterstellungsfragen relevant werden. Eine pauschale Qualifikation eines NFT als DLT-Effekte im Sinne des Art. 2 Bst. b^{bis} FinfraG ist aber nicht angebracht.
- Auf Grund der Flexibilität bei der Ausgestaltung von NFTs ist deshalb im Einzelfall aus finanzmarktrechtlicher Sicht zu prüfen, ob die NFTs entsprechend der von der FINMA publizierte Token-Kategorisierung als im Zeitpunkt der Ausgabe nicht einsetzbare Nutzungs-Token und/oder Anlage-Token und damit als Effekten qualifizieren.

-
1. <https://onlineonly.christies.com/s/beeple-first-5000-days/beeple-b-1981-1/112924>.
 2. Magda Aref/Luca Fábíán/Simon Weber, Digitale Originale dank NFTs? Rechtliche Analyse einer (angeblichen) Revolution, in: GesKR 2021, S. 385.
 3. <https://www.cryptokitties.co/>
 4. <https://nbatopshot.com/>.
 5. <https://www.larvalabs.com/cryptopunks>.
 6. <https://www.nme.com/news/music/kings-of-leon-have-generated-2million-from-nft-sales-of-their-new-album-2899349>.
 7. <https://docs.decentraland.org/builder/nfts/>
 8. <https://www.investopedia.com/terms/b/blockchain.asp>.
 9. Aref/Fábíán/Weber, a.a.O., S. 393.
 10. <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>
 11. <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>
 12. Aref/Fábíán/Weber, a.a.O., S. 394.
 13. Aref/Fábíán/Weber, a.a.O., S. 395.
 14. Gl.M. Aref/Fábíán/Weber, a.a.O., S. 394.
 15. Aref/Fábíán/Weber, a.a.O., S. 395.
 16. Aref/Fábíán/Weber, a.a.O., S. 395 mit weiteren Hinweisen.

iusNet BR-KR 31.03.2022