



Tokenisierung

Booklet

STADLER VÖLKEL
RECHTSANWÄLTE - ATTORNEYS AT LAW



Hi there,
welcome to
#svlove

Intro

Das Schlagwort „Tokenisierung“ kursiert nun bereits seit einigen Jahren durch den Äther. Nicht nur die Crypto-Community hat erkannt, dass durch den Einsatz Blockchain-basierter Token eine digitale Abbildung nahezu aller Vermögenswerte zumindest in den Bereich des Möglichen rückt. In unserer Beratungspraxis haben wir eine Vielzahl solcher Projekte begleitet.

Mit diesem Booklet möchten wir einen Überblick bieten, welche Modelle der Tokenisierung in der Praxis gängig sind, welche Alternativen darüber hinaus bestehen und welche rechtlichen und auch steuerlichen Überlegungen zu beachten sind.

Was ist Tokenisierung?

Auch wenn wir Gefahr laufen, Eulen nach Athen zu tragen, so möchten wir dennoch für jene Leser:innen, die sich möglicherweise erstmals damit befassen, Tokenisierung erklären. Im Allgemeinen versteht man darunter den Vorgang, für bestimmte reale Vermögenswerte ein digitales Abbild auf der Blockchain zu schaffen. Häufig sind dies Wertpapiere, Zahlungsmittel, Unternehmens- oder Projektbeteiligungen, Darlehen, Edelmetalle oder auch Anteile an Immobilien. Die Tokenisierung erfüllt dabei in der Regel zwei verschiedene Funktionen.

Die erste Funktion der Tokenisierung betrifft die Reduzierung notwendiger Intermediäre. Dies ist vor allem bei der Ausgabe von tokenisierten Wertpapieren ein Aspekt. Anders als bei klassischen Emissionen am Kapitalmarkt sind weder eine Zahlstellenbank, noch eine Hinterlegungsstelle oder sonstige Intermediäre

erforderlich. Das geldsuchende Unternehmen emittiert die tokenisierten Wertpapiere (oder auch „Werttoken“) direkt an die kapitalgebenden Investor:innen. Diese halten Werttoken selbst in ihren eigenen Wallets.

Die zweite Funktion der Tokenisierung betrifft die Möglichkeit, illiquide Vermögenswerte liquid zu machen, also für den einfachen und raschen Handel vorzubereiten. Ein physischer Goldbarren oder auch Anteile an einem Zinshaus sind eben schwieriger zu handeln wie etwa ein Token. Die Grenzen des bei der Tokenisierung Möglichen werden im Wesentlichen von wirtschaftlichen, steuerlichen und bilanziellen Überlegungen vorgegeben. Steht fest, welcher Vermögenswert tokenisiert werden soll, und sind auch steuerliche und bilanzielle Fragen geklärt, steht der Umsetzung in der Regel nichts im Wege. Erforderlich ist dafür zweierlei.

In einem ersten Schritt wird in technischer Hinsicht das digitale Abbild des Vermögenswerts erzeugt: Auf einer beliebigen Blockchain wird ein Smart Contract veröffentlicht, der die gewünschte Anzahl an Token herstellt und verwaltet. In der Praxis kommt dafür am häufigsten die Ethereum-Blockchain zum Einsatz. Die auf diese Weise selbstgeschaffenen Token sollen später den gewünschten Vermögenswert digital repräsentieren.

In einem zweiten Schritt ist diese digitale Abbildung mit dem realen Vermögenswert zu verknüpfen. Dieser zweite Schritt – die Schnittstelle zwischen digitaler und realer Welt – stellt die eigentliche Herausforderung dar. Im Ergebnis sollen Inhaber:innen eines Tokens so gestellt werden, dass sie einen in der realen Welt unter allen Umständen durchsetzbaren Anspruch auf den tokenisierten Vermögenswert haben. Der

rechtliche Schutz der Tokeninhaber:innen muss bei der Strukturierung des Vorhabens dabei die oberste Priorität genießen, möchte man aus dem gegenwärtigen Trend zur Tokenisierung auch einer langfristigen und nachhaltigen Entwicklung den Weg ebnen.



Wie wird ein Vermögenswert mit einem Token verknüpft?

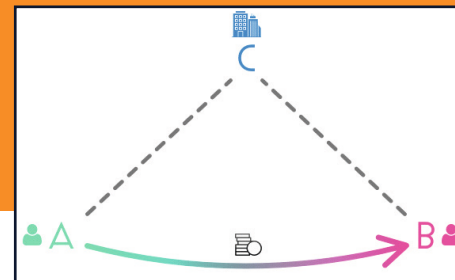
Die rechtlich sichere Verknüpfung von digitalem Token und realem Vermögenswert ist der Kern der Tokenisierung. Wie dies umgesetzt wird, hängt davon ab, um welchen Vermögenswert es sich konkret handelt und nach welchem Recht die Tokenisierung vorgenommen wird. Es macht also einen Unterschied, ob das Recht von Österreich oder bspw. Liechtenstein, Deutschland, der Schweiz oder ein anderes Recht gewählt wird. Da unsere Expertise im österreichischen Recht liegt, stellen wir die Ansätze unter diesem Recht vor.

Unmittelbare Verknüpfung von Recht und Token

Handelt es sich um ein Forderungsrecht, wie dies etwa bei Wertpapieren, Zahlungsmitteln oder Darlehen der Fall ist, so kann in der Regel das Forderungsrecht mit dem Token unmittelbar verknüpft werden. Für die Ausübung des Rechts ist sodann die Inhaberschaft des Tokens notwendig. Zur Übertragung des Forderungsrechts wird der Token auf der Blockchain an eine andere Person übertragen. Wer den Token besitzt, ist Gläubiger:in der Wertpapier-, Zahlungs-, oder Darlehensforderung. Erreicht wird dies durch entsprechende Klauseln in der vertraglichen Vereinbarung zwischen den Parteien.

Direkte Übertragung eines Forderungsrechts durch Übertragung eines Tokens auf der Blockchain, der das Recht repräsentiert (C: Unternehmen (Company), A: Bisheriger Gläubiger:in des Unternehmens, B: Neuer Gläubiger:in nach Besitzeinweisung oder Forderungscession durch Übertragung des Tokens).

Ob auch bereits existierende Forderungen tokenisiert werden können, hängt von der zwischen den Parteien zuvor getroffenen Vereinbarung ab. Möchte eine Schuldner:in bestehende Verbindlichkeiten tokenisieren – also die eigenen Schulden – so ist dafür in der Regel die Zustimmung aller Gläubiger:innen notwendig. Möchte eine Gläubiger:in hingegen eine bestehende Forderung tokenisieren, so kann dies unter Umständen auch ohne Mitwirkung des:der Schuldner:in möglich sein.

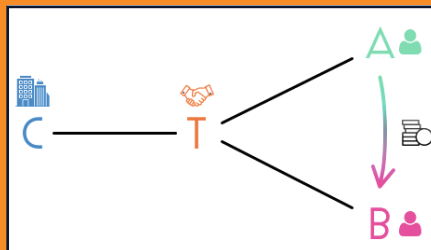


Zwischenschaltung von Treuhänder:innen

Sollen nicht nur einfache Forderungsrechte tokenisiert werden, sondern eine echte Eigentümerposition, oder ist für die Übertragung des Rechts eine bestimmte Form vorgeschrieben – ist z.B. ein schriftlicher Vertrag notwendig – so muss etwas tiefer in die juristische Trickkiste gegriffen werden. Zu denken ist an die Tokenisierung greifbarer Gegenstände, wie etwa Warenbestände, Edelmetalle, Anteile an Immobilien oder auch Beteiligungen an Unternehmen.

In diesen Fällen kann es notwendig sein, eine Treuhandkonstruktion zu wählen, wobei auch hier zwei unterschiedliche Varianten in Betracht kommen. In der ersten Variante (Modell 2.A) vermittelt eine Treuhänder:in (T) direkt die Eigentümerposition. Der:die Treuhänder:in besitzt z.B. physische Goldbarren für die Tokeninhaber:in (A und B).

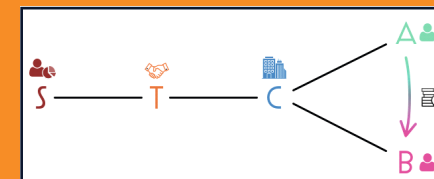
Modell 2.A: Treuhandkonstruktion, bei der das tokenisierte Eigentumsrecht von einem:iner Treuhänder:in für die Tokeninhaber:innen ausgeübt wird (C: Unternehmen (Company), T: Treuhänder, A: Bisheriger Eigentümer:in, B: Neuer Eigentümer:in nach Besitzanweisung durch Übertragung des Tokens).



In der zweiten Variante (Modell 2.B) stellt der:die Treuhänder:in (T) lediglich indirekt sicher, dass das Unternehmen (U) ein bestimmtes Versprechen auch tatsächlich einhalten kann. Diese Variante ist gerade bei der Tokenisierung von Verwendungszusagen relevant. In der Regel ist für die Einhaltung dieses Versprechens, nämlich die Mitwirkung der Eigentümer:in (S) notwendig. In solchen Fällen wird der:die Treuhänder:in zum:zur Gesellschafter:innen der Unternehmens bestellt. Dies ist vor allem bei Gesellschaftsformen interessant, die kein genehmigtes Kapital kennen.

Modell 2.B: Treuhandkonstruktion, bei der eine Treuhand-Gesellschafter:in (T) sicherstellt, dass das Unternehmen (C) Versprechen in Bezug auf eigene Anteile erfüllen kann, die eigentlich von den Eigentümer:innen (S) zu erfüllen wären. Durch

Übertragung des Tokens von A an B werden diese sogenannten Verwendungszusagen übertragen.

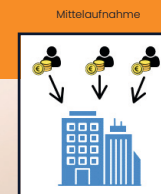


Tokenisierte Substanzgenussrechte

Nach unserer Beobachtung handelt es sich bei Substanzgenussrechten derzeit um das beliebteste Instrument, das tokenisiert wird. Substanzgenussrechte dienen der Unternehmensfinanzierung. Ein Unternehmen nimmt Kapital von Anleger:innen auf und verspricht dafür im Gegenzug eine Beteiligung am Gewinn und Verlust des Unternehmens sowie auch am Unternehmenswert.

Ein Substanzgenussrecht kann rückzahlbar oder auch nicht-rückzahlbar ausgestaltet werden. Personen, die Substanzgenussrechte zeichnen, haben damit – bis auf Mitspracherechte – eine Stellung ähnlich den Gesellschafter:innen des Unternehmens. Ihre Position ähnelt jenen von Kommanditisten bei einer Kommanditgesellschaft. Die Auszahlung der Gewinnbeteiligung kann in Euro oder etwa auch

in einer virtuellen Währung erfolgen, wie z.B. Ether. In einem solchen Fall erfolgt die Zahlung an jene Adressen auf der Ethereum-Blockchain, die sich in Besitz der Token befinden. Durch die Tokenisierung wird das Substanzgenussrecht zum übertragbaren Wertpapier im Sinne der EU- Gesetzgebung.



Aufgrund seiner Flexibilität ist das Substanzgenussrecht sehr beliebt. Es lassen sich damit sehr unterschiedliche Zwecke erreichen. Die aufgenommenen Mittel können in der Bilanz des Unternehmens – je nach Ausgestaltung – entweder im Eigenkapital oder im Fremdkapital ausgewiesen werden. Entscheidet sich das Unternehmen für die Eigenkapital-Variante, kann dies das Auftreten gegenüber anderen potenziellen Fremdkapitalgebern stärken.

Anpassung an Erfordernisse des Unternehmens durch Tokenisierung

Bei der Emission tokenisierter Schuldtitel wird nicht Geld von Kreditgeberinnen ausgeliehen, sondern die versprochenen Zins- und Rückzahlungen werden als Produkt verkauft. Anders als beim Bankkredit bestimmt das Unternehmen, zu welchen Bedingungen Geld aufgenommen werden soll. Bei der Gestaltung der Wertokenbedingungen kann damit auf finanzielle und steuerliche Besonderheiten Rücksicht genommen werden.

Von zentraler Bedeutung sind zunächst die Regelungen zur Verzinsung. Sie kann fix oder variabel erfolgen, Zinsen können laufend bedient werden oder es erfolgt während der Laufzeit des Instruments gar keine Verzinsung, sondern die Rückzahlung fällt am Ende der Laufzeit höher aus. Bei variabler Verzinsung kann an externe Messgrößen angeknüpft werden

(EURIBOR, Inflationsindex, Rohstoffpreise, Wechselkurse, etc.) oder an interne Kennzahlen (EBIT, Umsatz, interne Kennzahlen).

Ebenso flexibel ist die Regelung der Rückzahlung. Sie kann entweder durch laufende Raten erfolgen (etwa pro Quartal oder Jahr) oder es erfolgt während der Laufzeit keine Tilgung. In diesem Fall wird das Instrument in der Regel am Laufzeitende vollständig zurückbezahlt. Sollen Tilgungen während der Laufzeit erfolgen, kann auch die jeweilige Höhe unterschiedlich ausgestaltet werden. Es können auch Instrumente begeben werden, die gar nicht rückzahlbar sind.

Externalisierung

von Unternehmensrisiken durch Tokenisierung

Wegen der Flexibilität bei der Ausgestaltung der Zahlungen können die tokenisierten Instrumente neben der Finanzierung auch als Instrument zur (teilweisen) Risikoabsicherung dienen. In manchen Fällen ist das Potenzial offensichtlich, in anderen Fällen erfordert es eine eingehende Prüfung.

Beispiel 1: Das Ergebnis des Unternehmens A ist wesentlich vom Stahlpreis abhängig. Das Unternehmen trägt das Risiko steigender Rohstoffkosten. Die Verzinsung könnte so ausgestaltet werden, dass bei sinkenden Stahlpreisen die Verzinsung steigt und bei steigendem Stahlpreis sinkt.

Beispiel 2: Eine Kundin des Unternehmens B möchten einen Großvertrag in Saudischen Riyal abschließen. Das Unternehmen trägt damit das Wechselkursrisiko.

Die Rückzahlung des Instruments könnte so ausgestaltet werden, dass sie zu einem bestimmten Kurs in Riyal erfolgen kann.

Beispiel 3: Das Unternehmen C finanziert die Errichtung eines Wohnhauses und möchte aus den Mieteinnahmen die Bau- und Erhaltungskosten finanzieren. Das Unternehmen trägt das langfristige Refinanzierungsrisiko. Das Instrument könnte mit langer Laufzeit ausgestaltet werden und die Verzinsung und Tilgung könnte an den (auch in den Mietverträgen vorgesehenen) Inflationsindex gebunden werden.

Flexibilität beim Einsatz

der Vermögenswerte durch Tokenisierung

Banken verlangen seit dem Inkrafttreten der strengeren Eigenmittelvorschriften in der Regel eine hohe Besicherung bei der Vergabe von Krediten. Die Einräumung eines Pfandrechts auf Liegenschaften sowie die Verpfändung von Betriebsmitteln und Forderungen sind übliche Praxis. Dies nimmt Unternehmen die Freiheit, mit diesen Gütern zu wirtschaften.

Die Mittelaufnahme erfolgt in der Regel ohne die Bestellung von Sicherheiten. Es besteht jedoch auch die Möglichkeit, Sicherheiten zu bestellen und auf diese Weise einen günstigeren Zinssatz am Markt zu erzielen.

Tokenisierung

bei der Aktiengesellschaft (AG)

In Österreich ist bei nicht börsennotierten Aktiengesellschaften nur noch die Ausgabe von Namensaktien zulässig. Die Namen der Aktionär:innen sind im sogenannten Aktienbuch einzutragen. Durch die Tokenisierung wird das Aktienbuch auf die Blockchain gebracht. Übertragungen von Aktien erfolgen durch die Verständigung der Gesellschaft, die die Übertragung im Aktienbuch auf der Blockchain verzeichnet.

Bei börsennotierten Aktiengesellschaften kann auch die Ausgabe von Inhaberaktien erfolgen. In diesem Fall ist aber eine Verbriefung der Aktien ausschließlich in Form einer Sammelurkunde zulässig. Diese Sammelurkunde muss bei Zentralverwahrern hinterlegt werden. Um die Tokenisierung von Inhaberaktien zu ermöglichen ist also (zumindest in Österreich) noch der Gesetzgeber

am Zug. Allerdings könnte auch eine Aktiengesellschaft tokenisierte Verwendungszusagen im Hinblick auf eigenes genehmigtes Kapital begeben. Dies wäre vergleichbar mit dem oben vorgestellten Modell der Tokenisierung von Verwendungszusagen in Bezug auf GmbH-Anteile, allerdings könnte in diesem Fall (sofern genehmigtes Kapital vorhanden ist) auf die Bestellung eines/einer Treuhänder:in verzichtet werden.

Tokenisierung von Realgütern

wie etwa Edelmetallen oder Zinshausanteilen

Nicht nur Versprechen (Forderungen) oder Gesamtsachen wie Unternehmen können der Tokenisierung zugänglich sein. Insbesondere das Interesse an der Tokenisierung von Realgütern, wie bspw. Edelmetallen, Edelsteinen oder auch Anteilen an Zinshäusern wächst in jüngster Zeit zunehmend. Nicht der Finanzierungsgedanke steht dabei im Vordergrund, sondern der Wunsch, diese relativ illiquiden Mittel zu leicht handelbaren Gütern zu verwandeln.

Die Verknüpfung der realen Welt mit dem tokenisierten Abbild gelingt in der Regel mit einer Treuhandvariante: Eine Treuhänder:in wird dazu bestellt, die tokenisierten Realgüter in Verwahrung zu nehmen. Der:die Treuhänder:in steht zunächst dafür ein, dass die tokenisierten Güter tatsächlich existieren. Das weitere Verhältnis zwischen Treuhänder:in und Tokeninhaber:in kann unterschiedlich ausgestaltet werden. So kann der:die Treuhänder:in als Besitztmitter:in echte (Mit-)Eigentumspositionen für die jeweiligen Tokeninhaber:innen vermitteln, wie dies am klassischen Kapitalmarkt etwa bei Wertpapierdepots der Fall ist. Es kann aber auch gegenüber den Treuhänder:innen lediglich ein schuldrechtlicher Ausfolgeanspruch eingeräumt werden. Welcher Variante der Vorzug gegeben wird, hängt von den Umständen des Einzelfalls ab.



Tokenisierung von Gutscheinansprüchen

Nicht unerwähnt bleiben soll das sogenannte Gutscheinmodell. Dieses hat sich im Zuge der ICO-Welle 2017 erstmals als taugliches Instrument etabliert. Und obwohl der ICO-Boom längst vorüber ist, hat das Gutscheinmodell in bestimmten Bereichen weiterhin seine Berechtigung. Bei diesem Instrument verspricht das Unternehmen, einen Token in der Zukunft gegen eine bestimmte Leistung einzutauschen. Die eingenommenen Mittel dienen der Unternehmensfinanzierung. Je nachdem, wie der Gutschein ausgestaltet ist, können damit bilanzielle und steuerliche Folgen gesteuert werden. Die Gutschein-Eigenschaft kann mit den anderen oben vorgestellten Instrumenten verknüpft werden, sodass ein Token gleichzeitig Aspekte etwa eines Substanzgenussrechts, einer Verwendungszusage und eines Gutscheins aufweisen kann.



Rechtliche, steuerliche und bilanzielle Strukturierung der Tokenisierung

Der erste Schritt am Weg zur erfolgreichen Tokenisierung ist stets die Überlegung, welche Ziele damit erreicht werden sollen. Die oben vorgestellten Arten der Tokenisierung können je nach konkreter Ausgestaltung sehr unterschiedliche steuerliche Auswirkungen und auch Auswirkungen auf die bilanzielle Situation des Unternehmens haben. Diese Auswirkungen können gezielt für das Unternehmen genutzt werden. Sollen etwa Verlustvorträge verwertet werden, kann ein Instrument gewählt werden, das zu einem Ertrag im Unternehmen führt. Soll die Eigenkapitalausstattung ohne ertragsteuerliche Belastung gestärkt werden, kann dies etwa mit tokenisierten Substanzgenussrechten realisiert werden. Die mögliche Steuerbelastung mit Umsatz- und Körperschaftsteuern muss gerade bei nicht rückzahlbaren Instrumenten stets genau im

Auge behalten werden. Um nicht unerwartet eine Steuerpflicht auszulösen, empfehlen wir daher frühzeitig einen Steuerberater:in oder Wirtschaftsprüfer:in in die Strukturierung einzubinden.

Abhängig von den vorgenannten steuerlichen und bilanziellen Überlegungen wird das tokenisierte Instrument strukturiert. Hierzu werden entweder die entsprechenden Werttokenbedingungen erarbeitet oder es werden andere notwendige Verträge aufgesetzt. Ist es erforderlich, kommt es zu Anpassungen der Satzung der Gesellschaft. Nötigenfalls wird eine Treuhandchaft eingerichtet.

Öffentliches Angebot

von Werttoken

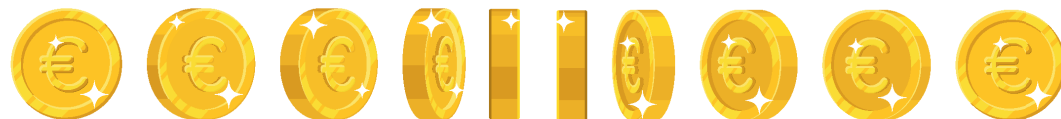
Die Erarbeitung der notwendigen Verträge und allenfalls die Anpassung der Satzung sind in der Regel allerdings bloß der erste Schritt. Der zweite Schritt ist in vielen Fällen der Verkauf der tokenisierten Vermögenswerte in einem öffentlichen Angebot. Dabei bietet das geldsuchende Unternehmen die tokenisierten Wertpapiere oder Veranlagungen der breiten Öffentlichkeit zur Zeichnung an.

Zu diesem Zweck legt das Unternehmen in der Regel eine eigene Landingpage für die Abwicklung der Emission auf seiner Website an. Die Landingpage soll zunächst sicherstellen, dass nur Personen Einsicht in das Angebot erhalten, an die es sich richtet. Interessierte Investor:innen bestätigen dabei zum Beispiel, dass sie aus der EU stammen. Darüber hinaus dient die Landingpage vor allem der Information der

Investoren. Sie enthält jene Dokumente und Unterlagen, die von Gesetzes wegen interessierten Investor:innen zu geben sind. Zuletzt kann die Landingpage dazu dienen, den Zeichnungsprozess abzubilden: Interessierte Investor:innen zeichnen in diesem Fall die Werttoken direkt beim Emittenten.

Welche Dokumente und Informationen auf der Landingpage aufzunehmen sind, hängt im Wesentlichen von der Mindestzeichnungssumme pro Anleger:in und von der Gesamtmenge der Mittel ab, die das Unternehmen aufnehmen möchte. Liegt die Mindestzeichnungssumme pro Anleger bei zumindest EUR 100.000, so sind in der Regel neben den Werttokenbedingungen und einem Zeichnungsschein keine weiteren Informationen notwendig.

Liegt die Mindestzeichnungssumme pro Anleger:in hingegen bei unter EUR 100.000, soll also bspw. eine Zeichnung schon um wenige 100 Euro möglich sein, so sind in der Regel mehr Informationen auf der Landingpage zu geben. Was genau erforderlich ist, richtet sich dabei nach dem Gesamtvolumen:



Volumen < EUR 250.000

Bei kleinstplatzierungen ist eine allgemeine Risikoaufklärung mit den Eckpunkten des Instruments ausreichend.

Volumen < EUR 5 Millionen

Bei kleineren Platzierungen kann mit einem Informationsblatt das Auslangen gefunden werden.

Volumen ≥ EUR 5 Millionen

Bei größeren Platzierungen ist ein Kapitalmarktprospekt nach der EU-Prospektverordnung zu erstellen und von einem/einer Regulator:in innerhalb des EWR (FMA, BaFin, CSSF, etc) zu billigen.

Dein SV.LAW-Team

für den Bereich Tokenisierung



Oliver Völkel



Bryan Hollmann



Lorenz Marek



Jeannette Gorzala



Philipp Ley



Andreas Ramprecht



Diba Proksch



www.sv.law

Die Erstellung eines Kapitalmarktprospekts ist aufwendig. Unternehmen sollten eine Vorlaufzeit von zumindest drei Monaten einplanen. Der Vorteil liegt darin, ein Angebot in mehreren Ländern des EWR vorzunehmen, ohne sich um das nationale Recht kümmern zu müssen. Wird hingegen kein Kapitalmarktprospekt erstellt und soll das Angebot in mehreren Ländern erfolgen, sind die jeweiligen nationalstaatlichen Vorschriften zu beachten.

STADLER VÖLKEL

RECHTSANWÄLTE - ATTORNEYS AT LAW

IMPRESSUM

STADLER VÖLKEL Rechtsanwälte GmbH
Seilerstätte 24, 1010 Wien

Tel: +43 1 997 1025
Fax: +43 1 997 1025 99

office@sv.law
www.sv.law

Grafikdesign

Marie-Therese Tropsch

Bildnachweise

Adobe Stock

Druckersteller

online Druck GmbH
Brown-Boveri-Straße 8
2351 Wr. Neudorf