

BANDquartal

Ausgabe 3-4/2018

Das Geheimnis ICO

Auf dem Weg zu einer neuen Assetklasse?

Inhalt

Editorial.....	3
<i>Stefan Grimm</i> Zwischen Rekordhoch und wachsender Skepsis. Der ICO-Markt im Überblick	4
<i>Christine Funk, Georg Greitemann</i> Zivilrechtliche Fragen eines ICOs	7
<i>Tanja Aschenbeck</i> Aufsichtsrechtliche Einordnung eines ICOs und Folgen	11
<i>Ruben Bach</i> Security Token Offerings (STOs) als Alternative für Business Angel finanzierte Start-ups	16
<i>Oliver Zander</i> How to draft a Whitepaper? Die Ausgabe von Utility Token im vermeintlich rechtsfreien Raum	20
<i>Thomas Zwissler</i> Sechs Thesen zur Regulierung von ICOs in Deutschland	25
<i>Ulrich Keunecke</i> STOs, ICOs - ein junges Finanzierungstool wird erwachsen	27
<i>Frank Tepper-Sawicki</i> Hype oder Revolution? ICOs und klassisches Equity Investing	30
Impressum	31

Editorial

Was haben Business Angels mit der Blockchain zu tun? Bedeutet die Finanzierung mittels Initial Coin Offering (ICO) bzw. Security Token Offering (STO) das Ende der Business Angel und Venture-Capital-Finanzierung? Die Finanzierungsformen mittels Blockchaintechnologie sind seit einiger Zeit in aller Munde und auch die Business Angels Szene befasst sich mehr und mehr damit.

Grund genug für BAND, das BANDexpertforum im November dieses Jahres diesem Thema zu widmen. Mehr als 100 Teilnehmer diskutierten über die Finanzierungsform und ihre rechtlichen Implikationen. Die Vorträge der Referenten sind in dieser Ausgabe von BANDquartal 2018 zusammengefasst.

Zu Beginn gibt **Stefan Grimm** einen Überblick zum ICO-Markt und schätzt ein, wohin sich der Markt in Zukunft bewegen wird. Was es zivilrechtlich bei der Finanzierung per Tokenausgabe zu beachten gilt, klären dann **Christine Funk** und **Georg Greitemann** von P+P Pöllath +Partners. **Tanja Aschenbeck** von Osborne Clarke folgt mit einem Beitrag, der sich mit der aufsichtsrechtlichen Einordnung von ICOs befasst. Schon nach diesen ersten Beiträgen sollte dem/r Leser/in klar sein, dass sich die neue Finanzierungsform keineswegs im rechtsfreien Raum bewegt.

Warum sich nun gerade Business Angels mit der weiterentwickelten Form des ICOs, dem STO genauer befassen sollten, das erläutert **Ruben Bach** genauer. **Oliver Zander** beschäftigt sich mit der Frage, was eigentlich in einem Whitepaper enthalten sein sollte und was das Ganze mit dem Bauherrenmodell der

1970er Jahre zu tun hat – Stichwort bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung. Zum Abschluss gibt es drei Statements zur aktuellen Lage von ICOs: auf **Thomas Zwisslers** sechs Thesen zur Regulierung folgen **Ulrich Keunecke** mit seinem Blick auf STOs und ICOs als junges Finanzierungstool, das langsam erwachsen wird sowie **Frank Tepper-Sawicki**, der sich mit der Frage auseinandersetzt, ob es sich nun um einen Hype oder eine Revolution handelt.

Wie sehr die Dinge noch im Fluss ist, zeigt sich auch daran, dass die Beiträge nicht immer von einheitlichen Begrifflichkeiten ausgehen und auch den genannten Marktdaten nicht immer der letzte Faktennachweis zugrunde liegt. Gerade deswegen aber ist ein intensiver Diskurs lohnenswert.

Versucht man ein Resümee zu ziehen, dann kann es so lauten: Die Zeit des Utility Tokens scheint vorbei, Security Tokens könnten aber eine Zukunft haben. Im Prinzip reicht die ohnehin vorhandene Regulierung aus, wichtig ist nur, dass sie nicht in Wild-West-Manier missachtet wird. Dennoch wäre eine europäische Regulierung zu einzelnen Punkten wünschenswert, um dem internationalen Charakter dieses Marktes gerecht zu werden.

Unser großer Dank gilt den Autoren, die sich die Mühe gemacht haben, ihre Gedanken noch einmal in schriftlicher Form wiederzugeben.

Herzliche Grüße

Matthias Wischnewsky

Stefan Grimm

Zwischen Rekordhoch und wachsender Skepsis. Der ICO-Markt im Überblick

Das Jahr 2017 sowie die erste Hälfte von 2018 waren unglaublich erfolgreiche Jahre für ICOs. Teilweise haben Start-ups in bestimmten Zeiten über Initial Coin Offerings (ICO) mehr Geld erhalten als über Venture Capital (VC) und die klassischen Finanzierungsformen über Business Angels und VCs wurden schon für obsolet erklärt. Der Artikel gibt einen kritischen Ein- und Überblick über die ICO-Szene und zeigt die Vorteile, die Probleme und auch die Zukunft dieser innovativen Start-up Finanzierungsform auf.

Ein ICO ist ursprünglich eine weitere Art des Crowdfundings für Blockchain oder Distributed Ledger Technology (DLT) nutzende Unternehmen, allerdings auf Basis einer dezentralen ICO-Plattform wie etwa Ethereum, das über 80% aller ICOs hostet, aber auch Waves, Stellar oder NEO. ICOs sind häufig in Anlehnung an den IPO Begriff verstanden worden. Im Gegensatz zu einem IPO sind hier aber meist keine Assets verbunden. Trotzdem haben viele Investoren gedacht, sie würden sich bei einer Firma beteiligen. Nichts ist falscher.

Mittels des ICO kann oder konnte man unter sehr wenigen Voraussetzungen und bislang wenig reguliert ein Fundraising vornehmen. Im Gegensatz zu Venture Capital können ICOs sehr schnell in ein paar Wochen durchgeführt werden ohne große Due Diligence Bemühungen oder bürokratische Vorgänge (Anwälte, Notare). Ein Vorteil ist auch, dass v.a. technisch orientierte Unternehmen einen Coin, eine App oder einen Service mit dem ICO in einem globalen Umfeld finanzieren können, ohne dafür nennenswerte Sicherheiten, Anteile oder Garantien leisten zu müssen.

Im Gegenzug für ihren Support bekamen die anfangs ebenfalls oft sehr technisch orientierten Investoren einen im ICO ausgegebenen Kryptowährungs-Token. Diesen konnten sie mit Geld klassischer Währungen, aber auch mit anderen Kryptowährungen wie Ether oder Bitcoin bezahlen. Diesen Token konnten die Investoren dann auf der durch die ausgebende Organisation hergestellten Plattform als Utility Token direkt nutzen oder auch verbrauchen.

Hier wurde häufig der Begriff „tokenomics“ verwendet, da der Token als anreizstiftendes Element auf einer gebauten oder noch zu bauenden Plattform verwendet werden sollte. Die Verwendung auf der Plattform ist häufig die einzige wertstiftende Eigenschaft des Tokens. Oftmals stand dahinter auch nicht mehr als nur eine Idee, die in einem sogenannten White Paper mehr oder weniger gut niedergeschrieben wurde. Eine qualitative oder regulative Kontrolle gab es meistens nicht - auch wenn einige Bewertungsplattformen entstanden.

Für den Investor bedeutete der Erwerb eines Krypto-Tokens v.a. die Hoffnung auf eine starke Wertsteigerung. Tatsächlich gab es 2017 und Anfang 2018 bei einigen ICOs solche Fälle, wo nach dem Einsammeln von spektakulären Summen in kürzester Zeit die Kurse anschließend durch die Decke gingen und Start-ups ohne Produkt (oder zumindest einer Demo), Kunden, Geschäftsmodell oder Umsatzvolumen und nur mit einer Idee plötzlich mit Milliarden USD bewertet wurden, wofür eine VC Finanzierung so niemals denkbar wären.

In den Hochzeiten der ICOs 2017/2018 wurden riesige Summen eingesammelt, die verglichen mit den ersten „kleinen“ ICOs seit 2014 viel stärker auf Marketing und mit viel Aufwand (die sogenannten „Airdrops“) auf Community-

Building setzten. Auch wurden ersten Investoren hohe Boni gewährt. Beides hat oft dazu geführt, dass direkt nach dem Listing eines Tokens die Kurse durch den Tokenverkauf dieser Gruppen stark gedrückt wurden.

Dies führte dazu, dass das Volumen des sich im globalen Kryptomarkt befindlichen investierten Kapitals in der Spitze am 7. Januar 2018 814 Milliarden USD (Quelle: Coinmarketcap) betrug, ohne dass häufig wirklich Substanz hinter den nunmehr 2073 Kryptowährungen steckte, die es immerhin bis in das öffentliche Trading auf Krypto-Börsen gebracht haben. Es drängt sich der Vergleich mit dem neuen Markt auf, dass der ICO Markt rein FOMO („Fear of missing out“) getrieben war und die große Blase inzwischen sukzessive geplatzt ist. Das Investitionsvolumen ist nämlich bis November 2018 auf 134 Milliarden USD abgesackt, wovon 98 Milliarden USD allein von Bitcoin, Ripple und Ethereum gestellt wurden.

Bemerkenswert ist, dass die Anzahl der Coin Wallets und der Transaktionen dennoch gestiegen sind. Dies deutet darauf hin, dass immer mehr Menschen die neuen Krypto-Währungen verwenden, sich damit beschäftigen und anfangen, im echten Leben damit zu zahlen bzw. umgekehrt immer mehr Unternehmen eine Zahlung damit anbieten. Es bedeutet aber auch, dass viele „Zocker“ sich verabschiedet haben.

Insgesamt hat sich die Investition in ICOs drastisch reduziert und immer mehr Projekte verschieben oder verlängern Ihren ICO, manche schaffen gerade noch ihr unterstes Funding Ziel („soft cap“).

Wenn man sich den Kryptomarkt vertieft anschaut, sieht man, dass v.a. Länder wie USA, China, Russland aber auch Singapur Projekte stellten, in die vor-

wiegend investiert wurde. Aus Deutschland selbst wurden nur vergleichsweise sehr geringe Summen in ICOs investiert, während viele Investoren aus dem Ausland wiederum in deutsche ICOs investiert haben.

Insgesamt stellten deutsche Start-ups in den letzten 18 Monaten 2,17% (Quelle: Cointelegraph) aller ICO Projekte verglichen mit 16,05% in den USA, 10,7% in Großbritannien, 7,69% in Russland und 7,02% in der Schweiz. Im Vergleich mit anderen Ländern ist Deutschland sicherlich noch ein Blockchainentwicklungsland, das zudem nur wenig in Blockchainprojekte zumindest über ICOs investiert, obwohl es viele innovative Unternehmen gibt. Dennoch kann man sicherlich sagen, dass auch außerhalb der ICO-Szene im Vergleich zu anderen Ländern geringe Investitionen in zukunftssträchtige Blockchainprojekte erfolgen.

Betrachtet man die ICOs noch etwas genauer (SATIS Research) stellt man fest, dass 78% aller ICOs der Anzahl nach betrügerisch („scams“) waren, 4% gescheitert („failed“) sind und 3% vor Ende des ICOs insolvent gingen („gone dead“,) und letztlich nur 15% tatsächlich auf einer Kryptobörse gelistet wurden.

Tatsächlich ist der Schaden aber geringer als die Fallzahlen es suggerieren, da von 11,9 Mrd. USD, die in ICOs ursprünglich investiert wurden „nur“ 1,34 Mrd. USD in Scams, dafür aber 1,66. Mrd USD in gescheiterten und 0,62 Mrd. USD in „toten“ ICO Projekten verloren gingen. Insgesamt wurden aber 8,27 Mrd USD oder fast 70% des gesamten Investments an Krypto-Börsen gelistet. Betrachtet man dann die immensen Wertsteigerungen dieser Projekte, erklärt sich warum viele Investoren das gerne in Kauf genommen haben.

Der Ruf von Kryptowährungen und damit der ICOs hat in den letzten Monaten durch den Verfall der Coins und der immer mehr bekanntwerdenden Scams stark gelitten. Leider wurde damit auch die zugrundeliegenden Blockchain-technologie in Diskredit gebracht, die ja das eigentlich Neue und Innovative ist. Aber auch das Nachlassen der ICO-Aktivitäten und damit der geringere Bedarf am Kauf von Kryptowährungen, um sich bei ICOs zu beteiligen sowie die Umwandlung von Krypto- auf FIAT-Währungen um Mitarbeiter oder Subunternehmer in FIAT zu bezahlen, die noch mangelnde Möglichkeit mit Kryptos in der „Echtwelt“ zu zahlen oder die Freigabe von Lockup-Fristen haben zu einem starken Verfall des Wertes der verschiedenen Coins geführt.

Zum Autor

Stefan Grimm ist der CEO und Gründer von *finbc*, einer innovativen e-invoicing, any currency payments und P2P Finanzierungsplattform auf der Blockchain. Er ist seit 18 Jahren in der Bankbranche und hat viele IT- und Bankfachliche Projekte geleitet und auch schon eine ganze Bank gebaut.



Mit der Bekanntgabe des Hard Forks („Auftrennung einer Protokollversion“) des Bitcoin Cashes im November wurde der Markt nochmals stark verunsichert und damit auch alle sogenannten Alternativen Coins („Altcoins“) negativ beeinflusst. Ein weiterer Punkt ist, dass die amerikanische SEC zunehmend beginnt, die vielen Utility Token ICOs zu überprüfen, die eigentlich in der Ausgestaltung der Tokenomics eher Wertpapiere sind. Die SEC beginnt, diese zu

verbieten und lässt sie unter Strafen teilweise rückabwickeln. Dies führt zu einer hohen Verunsicherung bei den aktuellen Utility Token-ICOs aber auch zum Abverkauf der vorhandenen Coins. Das Einhalten von regulativen Standards ist daher zunehmend auch von ICOs zu beachten.

Ausblick:

Durch die Marktberreinigung und die zunehmende Professionalisierung im Kryptomarkt sind viele Investoren deutlich selektiver bei der Auswahl und es werden immer mehr Anforderungen an die Projekte gestellt. Utility Coins sind mittlerweile nur noch bei stimmigen Tokenomics zu verkaufen und nur, wenn das Projekt darlegen kann, warum es wirklich einen eigenen Coin benötigt. Nur noch ein Whitepaper zu veröffentlichen, funktioniert nicht mehr, vielmehr müssen ein MVP („Minimum Viable Product“) und erste Kunden sowie ein Business Model mindestens vorhanden sein.

Es entwickelt sich auch immer mehr der Begriff eines auf Werten basierenden Tokens („asset backed“), dem sogenannten Security Token und dem damit einhergehenden Security Token Offering (STO). Der STO ist eine sehr spannende Alternative für Start-ups zu klassischen Equity oder VC-Funding, da damit auch mit kleinen Beträgen („Demokratisierung des Investments“) und global in Unternehmen werthaltig investiert werden kann. Auch für VCs kann das eine gute Option sein, da die Fungibilität des Investments gegenüber einem Direktinvestment z.B. in eine GmbH wesentlich höher ist.

Die STOs haben aber noch mehr Vorteile neben dem Zugang zu einem globalen Funding und Eigenmarketing zu günstigeren Kosten. Es können echte

Werte, Profite oder Dividenden in einem Token Smart Contract verbrieft werden, die aber auch, anders als Aktien, als Token auf der Plattform z.B. für Rabatte eingesetzt werden können.

Eine der ersten STO-Plattformen, Polymath in den USA, schätzt, dass bis 2020 weltweit 10 Billionen USD in STOs abgewickelt werden und damit die STOs auch klassischen IPOs Marktanteile abnehmen. Das bedeutet auch, dass STOs zunehmend auch von nicht originären Blockchain-basierten Firmen vorgenommen werden können und die Finanzierung nur über die Blockchain statt über eine traditionelle Börse geschieht.

All dies unterliegt der Wertpapieraufsicht des Landes, in dem der Token emittiert wird und die dafür sorgt, dass eine STO Emission dem Anlegerschutz z.B.

durch ein Whitepaper-Prospekt genügt. Dadurch wird ein STO deutlich teurer und aufwändiger als ein bisheriger ICO, allerdings bringt es auch erhebliche juristische Sicherheiten. Wenn man genau ist, waren die bisherigen ICOs nur deswegen billiger, weil man sich nicht um regulative Fragen gekümmert hat.

Bei allen Vorteilen eines STOs muss man beachten, dass dies eine sehr neue Form der Finanzierung ist und noch relativ wenig Erfahrung im Markt vorhanden ist. Viele Jurisdiktionen sind aber bemüht, neue Blockchain Gesetzgebungen zu erlassen und viele regulierte Börsen bereiten den Start für den Handel mit STOs Anfang 2019 vor. Auch Utility Tokens wird es weiter geben, allerdings in einem geringeren Ausmaß und nur dort, wo es Sinn ergibt.

Christine Funk, Georg Greitemann

Zivilrechtliche Fragen eines ICOs

Im Bereich der Unternehmensfinanzierung ist das Thema ICO nicht mehr wegzudenken. Heiß diskutiert werden dabei insbesondere Fragen des Aufsichtsrechts und des Steuerrechts. Das Zivilrecht wird dabei häufig nur am Rande betrachtet. Das mag vor dem Hintergrund der aufsichtsrechtlichen und steuerrechtlichen Hürden berechtigt sein, die vor der praktischen Durchführung eines ICOs überwunden werden müssen. Gleichzeitig wird die Chance verpasst, das Wesen und den Mechanismus eines ICOs zu ergründen. Denn die zivilrechtliche Einordnung eröffnet Einblicke, die für das rechtliche Verständnis eines ICOs grundlegend sind.

I. Was ist ein ICO?

Die Abkürzung ICO steht für Initial Coin Offering und kann mit „Erstmalige Ausgabe von Münzen“ übersetzt werden. Die Abkürzung ist bewusst angelehnt an „IPO“, was für Initial Public Offering steht, zu Deutsch „Börsengang“ oder „Erstmission“. Im Folgenden soll freilich der Begriff des ICOs weniger im Sinne einer Ausgabe von „Münzen“, d.h. von nicht gesetzlichen Zahlungsmitteln, verwendet werden, denn als eine Ausgabe von „Token“. Ein Token, soviel sei hier bereits vorweggenommen, ist ein im Folgenden noch näher zu

beschreibendes Etwas, das einen Anspruch oder ein sonstiges Recht repräsentiert. Die Ausgabe des Tokens erfolgt gegen Gegenleistung. Die Gegenleistung kann eine andere Kryptowährung sein (z.B. Ether oder Bitcoin) oder eine staatliche Währung (z.B. Euro). Die Ausgabe geschieht dabei auf Basis einer entsprechenden Dokumentation: Das sind regelmäßig das Whitepaper, der Token-Kaufvertrag sowie ggf. allgemeine Geschäftsbedingungen.

II. Was ist ein Token?

Ausgabegegenstand bei einem ICO ist der Token. Wenn man vom Token spricht, muss man die technische und die zivilrechtliche Begriffsebene trennen. Diese unterschiedlichen Begriffsebenen kennen wir auch aus dem Bereich des IPOs: Hier ist das Verständnis von der Aktie als einem Stück Papier zu trennen vom Verständnis einer Aktie als dem Mitgliedschaftsrecht. Betrachten wir zunächst den Token aus technischer Sicht, um dann die zivilrechtliche Ebene zu beleuchten:

1. Was ist ein Token im technischen Sinne?

Um einen Token im technischen Sinne beschreiben zu können, ist zunächst ein Blick auf die Blockchain als solches zu werfen – ist ein Token doch untrennbar mit der Blockchain verbunden. Die Blockchain (z.B. die Ethereum-Blockchain) ist, vereinfacht dargestellt, eine dezentrale, transparente und (grundsätzlich) unveränderliche Datenbankstruktur. Zur Blockchain können autonome Programme, auch als „Smart Contract“ bekannt, geschrieben werden. Ein solcher Smart Contract kann etwa die Ausgabe einer bestimmten Anzahl von Token im Rahmen eines ICOs zum Gegenstand haben. Smart

Contracts zur Erschaffung von Token basieren heute ganz überwiegend auf dem ERC-20-Token-Standard. Hierbei handelt es sich um einen Token-Standard, dem auf Grund seiner starken Verbreitung und damit seiner Bewährung Vertrauen entgegengebracht wird. Der einzelne „ausgegebene“ Token ist dabei ein Eintrag in der „Datenbank“ des betreffenden Smart Contracts.

2. Was ist ein Token zivilrechtlich gesehen?

Auf zivilrechtlicher Ebene bezeichnet der Token das Recht bzw. die Ansprüche, die damit ausgegeben werden. Ausgegeben werden können im Grundsatz alle Arten von persönlichen oder dinglichen Rechten, soweit diese verkehrsfähig sind und keinen inkompatiblen Formerfordernissen unterliegen.

In der Regel unterscheidet man zwischen Utility Token und Equity-Token, die beide ein Recht repräsentieren. In Abgrenzung dazu sind die Currency Token zu sehen, bei denen es sich um digitale Münzen (Coins) mit Geldersatzcharakter handelt, die zu Zahlungszwecken ausgegeben werden. Currency Token repräsentieren keinerlei Rechte. Ihr Wert basiert allein auf der Erwartung der Wertsteigerung.

Ein Utility Token repräsentiert das Recht, bestimmte Dienstleistungen in Anspruch zu nehmen oder gewährt Zugang zu einem Produkt. Ein Beispiel für einen Utility Token ist der von Savedroid ausgegebene Token SVD, der als Zahlungsmittel innerhalb der Savedroid-App für dort bereitgehaltene Dienstleistungen dient.

Ein Equity-Token (teilweise auch Security Token oder Investment-Token genannt), repräsentiert das Recht auf Partizipation am Unternehmen selbst, z.B.

Zu den Autor/innen



Christine Funk ist Rechtsanwältin und spezialisiert auf Private-Equity und M&A-Transaktionen, gesellschaftsrechtliche Fragestellungen und FinTech (Herausgeberin des juristischen Blogs FinTech Law, www.fintech-law.de) bei P+P Pöllath + Partners in Frankfurt am Main.

Dr. Georg Greitemann ist Rechtsanwalt und Partner im Bereich Venture Capital, M&A/Private Equity, Gesellschaftsrecht und gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten bei P+P Pöllath + Partners in Frankfurt am Main.

das Recht auf Gewinnbeteiligung oder Stimm- und Kontrollrechte. Ein Beispiel für einen Equity-Token ist der von Envion ausgegebene Token EVN, der mit einer starken Investment-Komponente ausgestattet ist mit dem Ziel des Rückflusses von Cashflow.

Gerade gesellschaftsrechtliche Rechte sind nicht immer verkehrsfähig und unterliegen bestimmten Formerfordernissen. Daher stellt sich die Frage, welche gesellschaftlichen Rechte von einem Equity-Token repräsentiert werden

können: Da Gesellschaftsanteile an einer GmbH nur notariell übertragen werden können, scheidet deren Tokenisierung aus. Denkbar wäre allenfalls die Einräumung eines Genussrechts. Dagegen ist bei den Gesellschaftsanteilen an Aktiengesellschaften eine Tokenisierung vorstellbar. Bei Juristen ist dies freilich umstritten. Es gibt bei der Aktiengesellschaft zwar das Erfordernis der Zeichnung der Aktien nach Ausgabe. Aber die Zeichnung der Aktien könnte von einer Bank oder einem anderen Intermediär übernommen werden. In einer Sekundär-Transaktion würde die Bank bzw. der Intermediär die gezeichneten Aktien veräußern, ohne einem Schriftformerfordernis zu unterliegen.

Für die gesetzliche Verknüpfung des technischen Tokens mit dem Anspruch bzw. dem Recht sind verschiedene Rechtsinstrumente denkbar.

In Frage käme etwa die Inhaberschuldverschreibung (§ 793 BGB), die Schuldkunde (§ 952 BGB) und das Legitimationspapier (§ 807 BGB).

III. Wie funktioniert eine Token-Ausgabe?

Auch bei der Token-Ausgabe sind die technische und die zivilrechtliche Ebene zu unterscheiden.

1. Wie funktioniert eine Token-Ausgabe technisch?

Über einen Token kann nur durch die Signatur einer Transaktion mit einem privaten Schlüssel, der mit einer bestimmten Adresse korrespondiert, verfügt werden. Der Begriff „Ausgabe“ oder „Übertragung“ eines Token ist dabei missverständlich, denn eigentlich findet kein Besitzwechsel irgendeines Gegenstandes oder eine Verschiebung von Daten statt. „Ausgabe eines Tokens“ im

Rahmen eines ICOs oder „Übertragung eines Tokens“ an einen Dritten bedeutet vielmehr, dass der Smart Contract über eine bestimmte Adresse angesprochen und angewiesen wird, eine Änderung in seiner Datenbank betreffend der auszugebenden Token vorzunehmen, und zwar dergestalt, dass eine der in der Datenbank gespeicherten Adressen durch eine andere ersetzt wird. Damit findet eine Änderung hinsichtlich der Berechtigung über den Datenbankeintrag statt.

2. Was ist eine Token-Ausgabe zivilrechtlich gesehen?

Da es sich bei einem Token somit weder um einen körperlichen Gegenstand noch um ein Recht handelt, ist dessen Erwerb als Erwerb eines sonstigen Gegenstandes im Sinne des § 453 Abs. 1 BGB zu qualifizieren, bei dem ein Token-Kaufvertrag zwischen Emittent und Käufer zustande kommt. In der Praxis können weitere Personen eine wichtige Rolle spielen, so etwa der Erlöstreuhänder, der während des ICOs die Erlöse treuhänderisch verwahrt. Des Weiteren kann ein technischer Treuhänder eingeschaltet werden, der im Auftrag des

Emittenten die Token ausgibt. Schließlich sind in einem ICO noch die Prospektverantwortlichen und andere Dienstleister (z.B. Marketingfachleute) involviert. Welche Haftung den einzelnen Personen obliegt, sei einem gesonderten Beitrag vorbehalten.

Abschließend lässt sich zusammenfassen, dass die Token-Ausgabe auf zivilrechtlicher Ebene nichts Neues ist und sich vielmehr in das bestehende Rechtssystem nahtlos einordnen lässt. Daher muss entschieden dem Verständnis des Internets als rechtsfreiem Raum entgegengetreten werden, der im Zusammenhang mit Smart Contracts schlussendlich in dem Ausspruch „Code is Law“ kumuliert. Es sollte jedoch bedacht werden, dass es zumindest erhebliche Rechtsdurchsetzungsdefizite geben könnte, wo der Smart Contract fehlerhaft programmiert ist bzw. Umstände eintreten, die nicht vorhergesehen werden können.

Aufsichtsrechtliche Einordnung eines ICOs und Folgen

Angelehnt an den Börsengang eines Unternehmens, dem Initial Public Offering (IPO), stellen Initial Coin Offerings (ICO) eine neue Form der Unternehmensfinanzierung digitaler Unternehmen dar. Die Tatsache, dass ICO und in diesem Rahmen ausgegebene Token nicht unreguliert sind, ist mittlerweile durch Medien und Publikationen zum Thema klargestellt worden. Dennoch stellen sich nach wie vor rechtlich viele Fragen für die Herausgeber von Token (**Token-Issuer**) und Krypto-Handelsplattformen.

Token-Arten

In der Praxis lassen sich Token derzeit in drei verschiedene Kategorien einteilen, die unter (aufsichts-)rechtlichen Gesichtspunkten unterschiedliche Fragen aufwerfen. Aufgrund der schnellen Entwicklung bei ICOs sind diese Einteilungen weder abschließend noch unveränderlich.

Currency Token stellen privatrechtlich erschaffenes „Ersatzgeld“ dar und dienen als (Ersatz-)Zahlungsmittel. Sie weisen regelmäßig keinen intrinsischen Wert auf und werden häufig durch privates „Mining“ generiert. Um als taugliches (Ersatz-)Zahlungsmittel zu dienen, müssen die Token wertbeständig, tauschfähig und repräsentativ sein. Bekannte Beispiele sind der Bitcoin, Ether oder Ripple.

Utility Token sind „Nutzungstoken“ und gewähren vor allem Rechte auf Sach- oder Dienstleistungen, wie beispielsweise die Nutzung von Speicherplatz in

einem Cloud-Speicherdienst. Es gibt jedoch auch Utility Token, die keinerlei Ansprüche oder Gegenleistungen verkörpern. Hier soll häufig die Verknappung der Token durch sog. „Burning“ zu einem Wertanstieg der Token führen.

Security Token stellen Token mit einer dominierenden Investitionskomponente dar. Sie können ihren Erwerbern (**Tokeninhaber**) mitgliedschaftliche oder schuldrechtliche Ansprüche vermögensmäßigen Inhalts vermitteln und sind daher vergleichbar mit Aktien und Schuldtiteln.

ICOs, IPOs und Crowdfunding – Unterschiede und Gemeinsamkeiten

Während der IPO das erstmalige öffentliche Angebot häufig neu geschaffener Aktien umfasst, bezieht sich der ICO auf das erstmalige Angebot neu geschaffener Token durch Token-Issuer. Token sind Einheiten einer virtuellen Währung, die häufig auf einer Blockchain basieren. Die Abwicklung des Angebotes der Token über die Blockchain-Technologie ermöglicht eine öffentliche, selbstverwaltete und (nach aktuellem Stand der Technik) fälschungssichere Ausgabe der Token. Interessierte erwerben im Rahmen des ICOs die Token (mittels eines Keys, der den Token transaktionsfähig macht) und finanzieren so das von dem Token-Issuer geplante Projekt. Häufig dürfte ein ICO als eine Blockchain-basierte Form des Crowdfunding anzusehen sein, da viele Menschen ein Projekt finanzieren, was durch eine Blockchain „digital auf- und nachgezeichnet“ wird.

ICO-Regulierung im Überblick

Sind ICOs in Deutschland erlaubt?

Beispielsweise in China und – derzeit noch – Südkorea sind ICOs aktuell verboten. Aber wie sieht es in Deutschland aus? Hier können ICOs durchaus erlaubt sein. Ursprung der Annahme, ICOs seien gänzlich unreguliert, ist vermutlich das Fehlen eines spezifischen nationalen oder europäischen „ICO-Gesetzes“. Daher müssen ICOs und daraufhin ausgegebene Token in die bereits bestehende Finanzregulierung eingeordnet werden.

Je nach Ausgestaltung der Token können sich für die verschiedenen Beteiligten an einem ICO (Token-Issuer oder Handelsplattformen) bestimmte Prospekt- und Erlaubnispflichten ergeben.

- **Fondsregulierung nach KAGB**

Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) – grundlegendes Regulierungswerk für offene und geschlossene Investmentfonds sowie primär deren Manager – findet Anwendung auf Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB sowie auf Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Investmentvermögen verwalten (Fondsmanager).

Handelt es sich bei den *Security Token* um echte Eigenkapitalbeteiligungen an dem Projektinitiator selbst oder einer dafür gegründeten Zweckgesellschaft (die dann als Token-Issuer fungiert), kann aufgrund der mit einer Eigenkapitalbeteiligung einhergehenden Verlustbeteiligung der Anleger ein Investmentvermögen vorliegen. Sofern eine Verlustbeteiligung ausgeschlossen ist – wie

bei fremdkapitalbasierten Investments – wird der Anleger nicht an den Risiken des Organismus beteiligt und das Vorliegen eines Investmentvermögens kommt – laut der Aufsichtsbehörde Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) – nicht in Betracht.

Das KAGB findet zudem keine Anwendung auf *operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors*. Sofern es sich bei dem Projektinitiator z.B. um ein Start-up handelt und das Start-up selbst als Token-Issuer fungiert (und keine Zweckgesellschaft dazwischen geschaltet wird), dürfte es sich bei dem Start-up wohl um ein operatives Unternehmen außerhalb des Finanzsektors handeln. Insoweit dürfte hier der Anwendungsbereich des KAGB regelmäßig nicht eröffnet sein.

Sollte es sich hingegen bei dem Token-Issuer um ein Investmentvermögen i.S.d. KAGB handeln, würde dies in einer Erlaubnispflicht für den Fondsmanager und umfangreiche Vertriebsvorschriften für die besonders geschützten Publikums-Fonds, u.a. eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospektes resultieren.

Dagegen dürfte die Ausgabe von *Utility Token* oder *Currency Token* grds. stets nicht zu einer Anwendbarkeit des KAGB führen.

- **Prospektpflichten nach WpPG / WpVO / VermAnlG für Token-Issuer**

Sofern kein Investmentvermögen i.S.d. KAGB vorliegt, kann sich für Token-Issuer eine mögliche Prospektspflicht entweder nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) und seit Mitte 2018 bzw. ab Mitte 2019 (vollumfänglich) der EU-Wertpapierprospektverordnung (WpVO) ergeben. Alternativ kommt eine Prospektspflicht nach dem Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) in Betracht.

Wertpapierprospektpflicht nach WpPG

Die Frage, ob die drei genannten Kategorien von Token einer Prospektspflicht nach dem WpPG unterfallen, hängt insbesondere davon ab, ob Token Wertpapiere darstellen oder ob eine derartige Einordnung per se ausscheidet. Kriterien für Wertpapiere sind die Standardisierung, Übertragbarkeit und Handelbarkeit. Zudem müssen Wertpapiere bestimmte Rechte verkörpern, also entweder Mitgliedschaftsrechte oder schuldrechtliche Ansprüche bzw. damit vergleichbare Ansprüche vermitteln.

Insbesondere *Security Token* vermitteln häufig Mitgliedschafts- und / oder Vermögensrechte und sind grundsätzlich über Krypto-Handelsplattformen handelbar. Bei einer Token-Ausgabe im Rahmen eines ICOs ist zudem auch die Standardisierung anzunehmen. Diese Token dürften daher vielfach Wertpapiere in diesem Sinne darstellen, sodass die Token-Issuer häufig auch einer Prospektspflicht nach WpPG (bzw. WpVO) unterfallen dürften. Eine Verbriefung der Wertpapiere (in einer Globalurkunde) ist jedenfalls für Zwecke des WpPG (bzw. WpVO) nicht zwingend erforderlich.

Currency Token sind Einheiten einer Kryptowährung. Soweit diese nicht weitergehende Rechte vermitteln, dürften *Currency Token* als „Ersatzwährung“ eine reine Zahlungsmittelfunktion haben. Sie stellen daher Zahlungsinstrumente und wohl kein Wertpapier dar, da es insoweit an Mitgliedschafts-/Vermögensrechten bzw. vergleichbaren Rechten fehlt. Eine Wertpapier-Prospektpflicht für *Currency Token* dürfte damit nicht bestehen.

Zur Autorin

Tanja Aschenbeck ist Partner, Fachanwältin für Steuerrecht bei Osborne Clarke. Tanja Aschenbeck berät nationale und internationale Konzerne und Banken bei Kapitalmaßnahmen, Akquisitions- und Immobilienfinanzierungen. Ein Schwerpunkt ist die Beratung zu bankaufsichtsrechtlichen Fragestellungen, insbesondere im Zahlungsverkehrs- und sonstigen Aufsichtsrecht für Zahlungsdienstleister und Industrieunternehmen. Sie ist zudem auf die Strukturierung von Kapitalanlagen/alternativen Investments spezialisiert, insbesondere von (geschlossenen) Investmentfonds und Genussrechten.



Utility Token sind in der Regel standardisiert ausgestaltet. Da es diesen aber an besonderen Rechten, wie Mitgliedschafts- oder Vermögensrecht fehlt, scheidet eine Einordnung als Wertpapier in der Regel aus. Das bei *Utility Token* häufig genutzte „Burning“ nicht verkaufter Token kann nach Aussage der BaFin bei entsprechender „Bewerbung“ aber dazu führen, dass es die Gestalt

eines Vermögensrechts annimmt. Dies wiederum kann dazu führen, dass ein Wertpapier und damit eine entsprechende Prospektspflicht entstehen.

- **Prospektpflicht nach VermAnlG**

Sind sowohl wertpapierprospektrechtliche Vorschriften als auch das KAGB nicht einschlägig, so können Token abhängig von den mit ihnen verbundenen Rechten subsidiär Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG darstellen.

Beispielsweise können (insb.) Security Token ein Bezugsrecht auf weitere Token oder Gewinnbeteiligungs- oder Umsatzbeteiligungsrechte an zukünftigen Erlösen eines zu finanzierenden Projektes oder Gesellschaftsanteilen vermitteln und damit als Unternehmensanteile Vermögensanlagen darstellen.

Ebenso kann der zu zahlende Gegenwert für Security Token ein Fremdkapitalinstrument darstellen, welches der Tokeninhaber z.B. als Nachrangdarlehensgeber dem Token-Issuer als Nachrangdarlehensnehmer gewährt. Sofern der Security Token einen (partiarischen Zins- und) Rückzahlungsanspruch vermittelt, kann es sich bei diesem jedenfalls im Einzelfall um ein (partiarisches) Nachrangdarlehen handeln, welches als Vermögensanlage i.S.d. VermAnlG reguliert sein kann und somit einer Prospektspflicht unterfallen dürfte.

Die Einordnung des vom Tokeninhaber zu zahlenden Gegenwerts für Currency Token bzw. Utility Token dürfte als Vermögensanlage häufig daran scheitern, dass kein für ein (partiarisches Nachrang-)Darlehen typischer Rückzahlungsanspruch des Nachrangdarlehensnehmers (Token-Issuer) gegenüber dem Nachrangdarlehensgeber (Tokeninhaber) besteht. Häufig vermitteln Currency

Token / Utility Token nur einen Wert oder Ansprüche auf Sach- oder Dienstleistungen bzw. keinerlei Gegenanspruch.

- **Erlaubnispflichten nach KWG für Handelsplattformen**

Grundsätzlich ist die reine Nutzung von Token als „Ersatzgeld“ und auch der An- oder Verkauf von Token nicht erlaubnispflichtig nach dem KWG. Allerdings kann bei Hinzutreten weiterer Umstände und insbesondere von Intermediären eine derartige Erlaubnispflicht entstehen.

Entscheidend für eine Erlaubnispflicht nach dem KWG ist, dass die Token *Finanzinstrumente* i.S.v. § 1 Abs. 11 KWG darstellen. Dies ist der Fall, wenn es sich bei den Token um Wertpapiere, Vermögensanlagen oder Rechnungseinheiten (typischerweise Bitcoins) handelt. Unabhängig von der häufigen Einordnung von Security Token als Wertpapier bzw. Vermögensanlage sieht die BaFin sämtliche Token „*in aller Regel*“ als Rechnungseinheiten – und damit Finanzinstrumente – an. Mit harscher Kritik an dieser Ansicht der BaFin widersprach das Kammergericht Berlin in einer Entscheidung Ende September 2018, in der es um die (nach Ansicht der Richter mangelnde) Strafbarkeit des unerlaubten Erbringens von nach dem KWG regulierten Geschäften ging. Bitcoins seien keine Finanzinstrumente, insbesondere keine Rechnungseinheiten nach KWG. Die BaFin habe kein Recht zur Bestimmung von Begriffen für die Richter. Die BaFin allerdings stufte die Entscheidung als für sie (und andere Gerichte) nicht bindend ein und beabsichtigt, an ihrer Verwaltungspraxis bzgl. Bitcoins festzuhalten.

Sofern Intermediäre *Finanzdienstleistungen* i.S.d. KWG betreffend Token anbieten (z.B. über eine Handelsplattform), benötigen diese Intermediäre je nach Art und Umfang der Tätigkeit eine Erlaubnis der BaFin für die Erbringung von Finanzdienstleistungen nach § 32 KWG. Dies könnte insbesondere Finanzkommissionsgeschäft / Eigenhandel, das Betreiben eines multilateralen oder organisierten Handelssystems oder Anlage- oder Abschlussvermittlung sein.

- **ICO-Regulierung und Erlaubnispflichten nach ZAG**

Für *Token-Issuer* kann sich eine Erlaubnispflicht nach dem Gesetz über die Beaufsichtigung von Zahlungsdiensten (ZAG) ergeben, da Currency Token im Einzelfall als E-Geld i.S.v. § 1 Abs. 2 Satz 3 ZAG eingeordnet werden können. Insbesondere dann, wenn diese eine Forderung an ihn beinhalten und damit Zahlungsvorgänge durchgeführt werden können, die auch von anderen (juristischen oder natürlichen) Personen als dem Token-Issuer angenommen werden. Soweit hinter der Ausgabe und Verwaltung organisatorisch eine zentrale Stelle (anders z.B. bei Bitcoins durch Mining) steht, führt dies laut BaFin in der Regel zum Betreiben eines E-Geld-Geschäftes und somit zu einer Erlaubnispflicht.

Insbesondere *Handelsplattformen* können daneben auch Zahlungsdienste i.S.d. ZAG erbringen und eine Erlaubnis nach § 10 ZAG benötigen. Besondere Aufmerksamkeit liegt dabei auf den Zahlungsdiensten Finanztransfergeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 ZAG) und Akquisitionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 ZAG). Für ein *Finanztransfergeschäft* kann in Zusammenhang mit

ICOs vor allem die Weiterleitung fremder Gelder relevant sein, also beispielsweise die Entgegennahme von Geldern der Token-Inhaber und das anschließende Weiterleiten dieser Gelder an die Token-Issuer. Ein Finanztransfergeschäft und damit die Anwendbarkeit des ZAG dürfte allerdings dann ausscheiden, wenn die Tokens ausschließlich mit Currency Token bezahlt werden und kein Umtausch in gesetzliche Zahlungsmittel möglich ist; nur letztere fallen unter den Geldbegriff des ZAG. Im Einzelfall kann der Intermediär auch ein *Akquisitionsgeschäft* erbringen. Ein solches kommt in Betracht, sofern der Intermediär für den Token-Issuer die zwischen diesen vertraglich vereinbarte Zahlungsabwicklung durchführt und hierzu Geldbeträge an den Token-Issuer überträgt.

Fazit

All dies zeigt: ICOs sind keinesfalls gänzlich unreguliert. Das Fehlen spezifischer ICO-Gesetze führt nämlich gerade nicht zu einem rechtsfreien Raum, sondern vielmehr zu einer Anwendbarkeit des allgemeinen deutschen (Aufsichts-)Rechts bei Ansprache deutscher Anleger. Bei Missachtung aufsichtsrechtlicher Vorschriften sind verwaltungsrechtliche Maßnahmen der BaFin zu erwarten, die aufgrund der enormen Summen, die im Rahmen von ICOs involviert sind, wohl äußerst restriktiv und generalpräventiv einschreiten wird. Eine maßvolle Regulierung der ICO-Branche – wie derzeit in Teilen der Politik diskutiert – könnte gleichzeitig auch Sicherheit und Stabilität für den Markt und die Investoren bedeuten.

Ruben Bach

Security Token Offerings (STOs) als Alternative für Business Angel finanzierte Start-ups

In den vergangenen zwei Jahren ist auf Basis der Blockchain-Technologie das Initial Coin Offering (ICO), eine neue Form der Kapitalbeschaffung entstanden. Dabei handelt es sich um internationale Crowdfundings, die zur Unternehmensfinanzierung ganz überwiegend Kryptowährungen einwerben (z. B. Bitcoin, Ether, Ripple).

Anfang 2018 betrug der Wert aller Kryptowährungen mehr als 800 Mrd. USD. Aktuell, nach einer sehr ausgeprägten Marktkorrektur, noch mehr als 130 Mrd. USD. Seit Beginn des ICO-Hypes im Frühjahr 2017 warben ca. 1.600 ICOs weltweit bisher rund 30 Mrd. USD ein. Dies entspricht in etwa dem jährlichen Gesamtvolumen aller Business Angel- und Venture Capital-Finanzierungen weltweit.

Die Geschwindigkeit, mit der sich diese neue Finanzierungsvariante entwickelt, ist historisch ohne Vorbild. Allerdings gehen mehrere wissenschaftliche Analysen davon aus, dass zwischen 80% und 90% dieser ICOs ohne konsequente Umsetzungsabsicht durchgeführt wurden bzw. als Betrug zu werten sind.

Vor diesem Hintergrund stellt sich aus Sicht eines Business Angels die Frage, ob ein ICO eine geeignete Finanzierung für die eigene(n) Beteiligung(en) darstellt.

ICOs werden von rechtskonformen Security Token Offerings ersetzt werden

Die SEC, die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, hat am 16. November 2018 eine Mitteilung veröffentlicht, die ICOs der Regulierung zuführt. Damit sind prospektfreie ICOs nicht mehr möglich. Die Behörde hat jedoch wiederholt betont, dass sie Innovationen auf dem Finanzmarkt technologieneutral gegenübersteht. Aus ihrer Sicht war die rechtskonforme Nutzung der Blockchain-Technologie schon bisher möglich. Daran soll sich auch künftig nichts ändern. Wie schon in der Vergangenheit werden sich die Aufsichtsbehörden anderer wichtiger Länder am Vorgehen der SEC orientieren. Damit sind Security Token Offerings (STOs – öffentliche Angebote digitale verkörperter Rechte auf Basis eines Wertpapierprospekts) möglich und stellen künftig eine rechtskonforme, neue und wichtige Finanzierungsalternative dar.

Schätzungen gehen für 2019 von einem weltweiten Finanzierungsvolumen von ca. 10 Mrd. EUR aus. Rechtskonforme Angebote in den 12-14 wichtigen Jurisdiktionen sind heute bereits möglich und werden in 2019 sicherlich durchgeführt werden. Ein professionell gemanagter STO-Prozess kann bei entsprechender Qualität des Unternehmens und des Geschäftsmodells ermöglichen, einen Betrag von rund 15 Mio. EUR einzuwerben. Dieses Potenzial sollten Business Angels in den kommenden Jahren strategisch bewerten und dann konsequent nutzen.

Die Verbindung von peer-to-peer-Netzwerken und Blockchain-Technologie schafft eine neue globale Finanzinfrastruktur

Die Funktionsweise eines STOs (ehemals ICOs) ist einfach erklärt: Die Besitzer eines Smartphones oder eines Computers installieren auf ihrem Gerät ein Wallet für Kryptowährungen („elektronischer Geldbeutel“ - eine kleine Software). Während im Applewallet z.B. Bordkarten erfasst werden, speichert das Kryptowallet Kryptowährungen (Bitcoin, Ether, Ripple). Durch die Nutzung von peer-to-peer-Netzwerken und der Blockchain Technologie kann jedes dieser Wallets mit jedem anderen Wallet oder einem Handelsplatz via Internet nahezu kostenfrei und ohne zeitliche Verzögerung Werte austauschen. Die Werte werden durch kryptographische Softwareprogramme, sogenannten Token repräsentiert und unter Zuhilfenahme hochsicherer mathematischer Verschlüsselungsverfahren zwischen den Wallets übertragen. Damit ist die Existenz einer marktregulierenden, sichernden Instanz (Bank, Börse, Broker, Finanzmarktregulator etc.) nicht mehr notwendig.

Weltweit wurden bisher ca. 30 Mio. dieser Wallets, von denen ca. 5 Mio. aktiv genutzt werden, installiert. Tatsächlich war es in der Vergangenheit nicht ungewöhnlich, dass bei einem ICO Kryptowährungen aus mehr als 100 Staaten eingezahlt wurden. Die jährliche Wachstumsrate der Wallet-Installationen liegt - je nach Quelle - bei zwischen 15% und 30% p.a. In absehbarer Zeit kann weltweit mit mehr als einhundert Millionen installierten Wallets gerechnet werden.

Bis 2025 können Security Token Offerings weltweit 200 Mrd. investitionsberechtigtes Risikokapital erschließen

Die Eigener der Wallets sind meist männlich, zwischen 20 und 40, technologieaffin, oft mit IT-Hintergrund, sehr gut ausgebildet, mit weit überdurchschnittlichen, wachsenden Einkommen und verfügen über ausgeprägte Technik- oder Finanzkompetenz. Sie sind risiko- und spekulationsbereit und wollen in Start-ups investieren. Unterstellt man im Schnitt ein verfügbares Kapital von nur 2.000 EUR pro Jahr und pro Wallet, stände ab 2025 jährlich eine Summe von rund 200 Mrd. EUR für Risikokapitalinvestitionen zur Verfügung. Aufgrund der technologiebedingt vernachlässigbaren Transaktionskosten kann immer auch in ein Portfolio investiert werden. Insbesondere für Walleiteigner aus den Schwellenländern dürften Investitionen in professionell finanzierte Unternehmen unter deutschem Recht und deutscher Regulatorik eine interessante Opportunity darstellen.

Security Token Offerings sind für Business Angels eine strategisch zwingende Option

Nach dem Spiel ist vor dem Spiel. Nachdem ein Business Angel oder ein Business-Angel-Konsortium eine junge Firma finanziert hat, steht oft zeitnah die nächste Finanzierungsrunde an. Fördermittel, Crowdfunding (z. B. Kickstarter für die Produktvorfinanzierung oder Seedmatch bzw. Companisto für eine kleinere Wachstumsfinanzierung), Venture Capital und Beteiligungen in kleinere mittelständische Unternehmen können eingeworben werden. Verwässerung, Mitbestimmungsrechte, ein striktes Haftungsregime und Beschränkung

der unternehmerischen Handlungsfreiheit sind der Preis für den Zufluss weiterer finanzieller Mittel. Mit Ausnahme des Crowdfundings ist die Transaktionssicherheit oft niedrig. Beteiligungen scheitern auch kurz vor dem Notartermin. Neue Kunden werden durch solche Finanzierungen nur selten gewonnen.

Weit wünschenswerter wäre aus Sicht des Business Angels eine Finanzierungsform, die den Aufbau einer internationalen Marke und eines effektiven Vertriebs in Verbindung mit der Umsetzung einer Plattformstrategie und der Schaffung von Netzwerkeffekten ermöglicht. Somit würde die Wahrscheinlichkeit, das Investment zum Erfolg zu führen, deutlich steigen.

Zum Autor



Ruben Bach ist seit 2012 Partner der *svs Capital Partners GmbH*. Zuvor arbeitete er als M&A-Berater und Investmentdirektor einer *Venture Capital Gesellschaft*. Beratungsschwerpunkte: *Strategie, Finanzierungen und Wertsteigerungsprojekte für kleinere Mittelständler und Start-ups*. *Langjährige Branchenexpertise in Software und Cleantech*.

Seit September 2017 Focus auf die Blockchain Technologie. Aktuell drei Projekte für Security Token Offerings.

STOs bieten im Vergleich zu herkömmlichen Finanzierungsoptionen große Vorteile

Um die Chancen, die STOs bieten, nachvollziehen zu können, ist es wichtig zu verstehen, dass die zuvor skizzierte Walletinfrastruktur eine neue Form der Unternehmensfinanzierung ermöglicht. Dabei handelt es sich um die Emission eines währungsähnlichen Wertpapiers i.d.R. mit Eigenkapitalcharakter. Die Ausgestaltung der Rechte und Pflichten des Emittenten unterliegt dabei keinen festen Vorgaben. Damit ist es, vorbehaltlich der Klärung etwaiger regulatorischer Schranken, möglich, für jedes Unternehmen genau die Finanzierung zu strukturieren, die es benötigt. Statt dem Anzug von der Stange der Maßanzug. Für die im Rahmen eines STOs begebenen Wertpapiere werden regelmäßig keine Anteile verkauft werden müssen. Eine Verwässerung der Alteigentümer findet daher nicht statt. Spezielle Haftungsregime und Vorzugsrechte, wie oft von VCs verlangt, fallen weg. Unterstellt man ein erfolgreiches STO mit einem Finanzierungsvolumen von z. B. 15 Mio. EUR, wäre dieses mit einer nicht verwässernden Series A oder Series B Finanzierung zu vergleichen. Die Rentabilität einer Investition steigt somit stark an.

Ein Beispiel: Konnte sich der Business Angel in der ersten Finanzierungsrunde bei einem Firmenwert von 10 Mio. EUR post money mit 1 Mio. EUR beteiligen und 10% des Unternehmens erwerben, würde sein Anteil bei einer Unternehmenswertung von 30 Mio. EUR post money und einem Finanzierungsvolumen von 15 Mio. EUR auf 5% sinken. Im Falle eines Exits zu 100 Mio. EUR belief sich der Vorteil für den Business Angel auf 5 Mio. EUR (10% statt 5%) und für die Gründer auf beachtliche 45 Mio. EUR (90% statt 45%). Von daher ist ein

STO für alle Altgesellschafter eine sehr interessante Finanzierungsalternative.

Grundvoraussetzung für ein STO ist ein - gemessen an den Kriterien professioneller Venture Capitalisten - attraktiver Business Case. Daher wird durch ein STO idealiter ein unternehmerisch erfahrenes Team für die Umsetzung einer technologiebasierten, patentierten, einzigartigen, proprietären Lösung für ein schmerzhaftes, kommerzielles Problem finanziert. Diese Lösung adressiert einen großen, globalen Markt mit solventen, kaufwilligen, kaufbereiten und für innovative Lösungen offenen Käufern. Skalierbarkeit, das Potenzial zur Hebelung anderer Technologien und attraktive Stückerträge (unit economics) kommen hinzu.

Ein erfolgreiches STO setzt die sorgfältige Beachtung der Schlüsselerfolgsfaktoren voraus

Entscheiden sich die Gesellschafter für die Durchführung eines STOs, ist es in einem ersten Schritt notwendig, die aktuellen Schlüsselerfolgsfaktoren zu ermitteln. Da sich diese in einem sehr dynamischen Markt innerhalb weniger Wochen ändern, sollte eine aktuelle Bestandsaufnahme erfolgen.

Neben diesen bekannten Kriterien sind für einen STO, der sich an Kryptoinvestoren wendet, weitere spezifische Erfolgsfaktoren zu operationalisieren. STOs sollten der Kultur der Kryptoszene Rechnung tragen. Dies erfordert, einen bestehenden dominanten Marktteilnehmer zu disruptieren (de facto Monopolist, beispielsweise Microsoft). Dabei sollte die Technologie der Blockchain eingesetzt werden, möglichst mit dem Ziel, die Welt zu verbessern. Auf Basis dieser

Mission wird eine globale, digitale Gemeinschaft (community) aufgebaut, die entweder einen aktiven Beitrag (z. B. als Lizenznehmer des Produktes für ein Land) oder einen passiven Beitrag (durch Finanzierung) leistet. Die Incentivierung der Gemeinschaft erfolgt durch den Security Token. Unter Anwendung psychologischer und spieltheoretischer Modelle werden die Anreize so gesetzt, dass gegenüber dem Monopolisten Koordinationsvorteile entstehen, die Netzwerkeffekte schaffen (Protokolldominanz). Dabei ist das Automatisierungspotenzial von Smart Contracts zu nutzen. Ein sehr schnelles globales Wachstum wird so ermöglicht. Die durch das Netzwerk geschaffenen Werte kommen überwiegend der Gemeinschaft (und nicht dem Monopolisten) zugute. Die Sponsoren werden großzügig für ihre Idee und Mühe vergütet.

Für ein erfolgreiches STO sind eine sorgfältige Planung und ein kompetentes Prozessmanagement notwendig

Auf Basis der beschriebenen Erfolgsfaktoren erfolgt die Planung des Projektes in sechs Phasen. Innerhalb dieser sechs Phasen werden anhand von 10 Workstreams insgesamt rund 1.200 kritische Einzelaufgaben abgearbeitet. Die sechs Phasen sind im Einzelnen:

1. **Vorbereitung (ca. 8 Wochen)** – Gründung SPV, Erstellung White Paper, RAs, WPs, Erstellung Prospekt, Beantragung auf Zulassung bei der BaFin, Internetpräsenz, Aufbau Community
2. **Private Pre-Sale (ca. 4 Wochen)** – Vergünstigter Verkauf an reiche Kryptoinvestoren

3. **Public Pre-Sale (ca. 4 Wochen)** – Vergünstigter Verkauf an ausgewählte Multiplikatoren der Community
4. **Marketing Main-Sale (ca. 8 Wochen)** – Umfangreiche Werbe- und PR-Maßnahmen, Roadshows etc.
5. **Main-Sale (ca. 4 Wochen)** – Verkauf an die Community zu Nominalwerten
6. **Post-STO Management (dauerhaft)** – Pflege der Community

Der Prozess eines STOs dauert in der Regel zwischen sechs und neun Monaten und ist vom Aufwand her mit einem Börsengang oder einer komplexen M&A Transaktion vergleichbar. Die erfolgreiche Umsetzung eines STOs erfordert eine Anfangsfinanzierung in Höhe von ca. 300 TEUR. Nach einem erfolgreichen Private-Pre-Sale wird das Projekt selbstfinanzierend.

Ein erstes Beispiel dieser neuartigen Form der Finanzierung ist das Ende November öffentlich bekannt gegebene STO der Firma Hydrominer. Als vermutlich erstes europäisches STO bedient es sich eines Genussscheins österreichischen Rechts. Diese Struktur wurde lt. Hydrominer durch die österreichische Finanzmarktaufsicht gebilligt und wird auch in Deutschland vertrieben werden.

In 2019 ist ein Finanzierungsvolumen für STOs von mehreren hundert Mio. EUR allein in Deutschland zu erwarten. Aus Sicht des Business Angels, aber auch aller anderen Gesellschafter, stellt sich daher dringend die Frage, welche unternehmerischen Konsequenzen es hätte, sollte einer der direkten Wettbewerber ein erfolgreiches STO durchführen. Dabei ist zu beachten, dass dieser Wettbewerber dann nicht nur über einen ausgeprägten Finanzierungsvorteil verfügt, sondern auch eine Marke, einen Vertrieb und eine Netzwerkorganisation geschaffen hat, die das Wachstum stark beschleunigen und selbst mit Finanzmitteln in gleicher Höhe nicht zu kopieren sind.

Oliver Zander

How to draft a Whitepaper? Die Ausgabe von Utility Tokens im vermeintlich rechtsfreien Raum

Initial Coin Offerings - ICO

Seit Ende 2016 sind über sogenannte Initial Coin Offerings (ICO) weltweit mehr als 5 Mrd. Euro Anlegergelder eingesammelt worden. In einem ICO gibt der Initiator des ICOs eine von ihm meist mit Hilfe der Blockchain-Technologie

entwickelte Wertmarke aus. Diese Wertmarke wird ähnlich dem Bitcoin als Coin oder als Token bezeichnet. Dieser über das Internet digital erwerbbar Token oder Coin ist mit bestimmten, vom Initiator definierten Rechten ausgestattet. Er kann etwa die Berechtigung für den Zugang zu einem Netzwerk darstellen, er kann eine Art Gutschein für eine Dienstleistung sein oder er kann

auch Beteiligungsrechte an einem Unternehmen verkörpern. Je nachdem, welche Rechte der Token vermittelt, spricht man vom Payment-, Utility- oder Security Token. Der Payment Token wird ähnlich wie jede andere digitale Währung (Bitcoin oder Ethereum) allein zum Bezahlen verwendet. Ein Utility Token ist eine Art Gutschein für die Inanspruchnahme einer Dienstleistung. Ein Security Token vermittelt ähnliche Rechte wie etwa eine Aktie, eine Schuldverschreibung oder ein Genussrecht. Neuerdings wird die Abkürzung ICO eher für die Ausgabe von Utility Token und die neu geschaffene Abkürzung STO für die Ausgabe von Security Token (Security Token Offering) verwendet. Nachfolgend wird jedoch ICO als Oberbegriff für alle Arten von Coin- und Token-Offerings verwendet.

Grundlagen eines ICOs

Ausgehend von der in den USA seit 2015 geübten Praxis wird ein ICO allein über das Internet durch eine entsprechend gestaltete Webseite organisiert. Der Anbieter eines ICOs schafft auf der Grundlage der Blockchain-Technologie (meist auf der Ethereum-Plattform) einen Token und beschreibt auf der Webseite, welche Rechte der Token vermittelt und wie man ihn erwerben kann. Der Token wird gegen Zahlung von Kryptowährungen (meist Bitcoin oder Ethereum) oder aber staatlichen Währungen (meist Euro oder Dollar) erworben.

In einem sogenannten Whitepaper werden das Projekt und insbesondere der Token im Detail beschrieben. Ferner gibt es Allgemeine Geschäftsbedingungen („Terms and Conditions“), in denen die rechtlichen Rahmenbedingungen des Tokensales bestimmt werden. Auf der Webseite werden häufig das Team

und die Berater mit deren jeweiliger Expertise vorgestellt. Der Vertrieb der Token basiert auf der Webseite, dem Whitepaper und den Terms and Conditions. Die verwendete Sprache ist meist ausschließlich Englisch, da die Initiatoren des ICOs in der Regel weltweit Kapital einsammeln möchten.

Rechtsregeln für ICOs

Seit dem Aufkommen der ICOs wird angeregt diskutiert, wie ICOs rechtlich reguliert sind. Einigkeit herrscht - jedenfalls unter den kapitalmarktrechtlichen Aufsichtsbehörden in der EU - lediglich darüber, dass jedes ICO im Detail zu bewerten und unter die derzeit bestehenden aufsichtsrechtlichen Kategorien zu subsumieren ist. Allgemein wird davon ausgegangen, dass die Ausgabe eines Utility Token keiner besonderen kapitalmarktrechtlichen Regulierung zumindest in der EU unterliegt. Denn ein Utility Token als eine Art Gutschein für die Inanspruchnahme einer Dienstleistung ist weder ein Wertpapier noch ein Finanzinstrument, so dass die ansonsten einschlägigen Gesetze wie das Kreditwesengesetz, das Wertpapierhandelsgesetz, das Wertpapierprospektgesetz etc. nicht anwendbar sind. Es hat sich daher der Glaube verfestigt, dass ein ICO über einen Utility Token im Wesentlichen frei von (aufsichts)rechtlichen Vorgaben sei. Dies wird nicht in allen Ländern so gesehen. In den USA etwa geht man davon aus, dass auch ein Utility Token ein Wertpapier ist, so dass die einschlägigen Regeln für Wertpapiere auch auf Token anwendbar sind. Andere Länder haben ICOs generell verboten (derzeit China und Südkorea).

Zum Autor



***Dr. Oliver Zander** ist Rechtsanwalt und Partner bei Weitnauer Rechtsanwälte. Oliver Zander berät nationale und internationale Mandanten in bank-, fonds- und aufsichtsrechtlichen Fragen, bei Unternehmenskäufen und im Gesellschaftsrecht. Er ist auch mit der Abwehr von Anlegerschutzklagen befasst.*

Utility Token - ein rechtsfreier Raum?

Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Ausgabe von Utility Tokens tatsächlich in einem weitgehend unregulierten Umfeld stattfindet. Anfang der 70er Jahre wurde in Deutschland das sogenannte Bauherrenmodell - und damit der graue Kapitalmarkt - geschaffen. Durch die Zweckentfremdung der Kommanditgesellschaft wurde bei einer Vielzahl von Anlegern, die sich - ähnlich wie bei einer Aktiengesellschaft - untereinander nicht kannten, Geld für Immobilienprojekte eingesammelt. Diese Modelle warben damit, dass sie zu Beginn den Gesellschaftern hohe Verlustvorträge bescherten, so dass diese ihre Steuerlast drücken konnten. Erst am Ende der Laufzeit eines solchen Modells sollten die Anleger ihr Kapital und Gewinne zurück erhalten, so dass sich im Effekt eine zeitliche Steuerverschiebung ergab, was angesichts der Progression bei der Einkommensteuer für Anleger vorteilhaft sein konnte. In vielen Fällen blieb es

allerdings bei der Verlustzuweisung, spätere Gewinne und oft auch die Kapitalrückzahlung fielen aus. Es stellte sich damit die Frage, wer für die Verluste der Anleger haftet.

Da das Recht der Kommanditgesellschaft darauf keine überzeugende Antwort bereit hielt, entwickelte der BGH Ende der 70er Jahre im Wege der Rechtsfortbildung die sogenannte bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung. Der BGH knüpfte diese Haftung an die Tatsache, dass die Initiatoren dieser Modelle ihre Anleger in aller Regel über die Ausgabe von Werbeunterlagen (Prospekte) warben und dabei Vertrauen für sich in Anspruch nahmen. Die Haftung der Initiatoren bestand direkt gegenüber den Kapitalanlegern, auch wenn es ansonsten keine direkten rechtlichen Beziehungen zwischen den Initiatoren und den Anlegern gab. Im weiteren Verlauf erweiterte der BGH seine Rechtsprechung, so dass sogar die Personen, die hinter dem Modell standen, aber öffentlich gar nicht in Erscheinung traten (die sogenannten Hintermänner) gegenüber den Anlegern unmittelbar hafteten. In den Folgejahren wendete der BGH diese Prospekthaftung auf alle Anlageformen des sogenannten grauen Kapitalmarkts - egal ob in der Form von Kommanditbeteiligungen, Genussrechten, Nachrangdarlehen etc. - an. Erst durch die stückweise Einführung von gesetzlichen Regelungen für diese Anlagemodelle wurde der Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung nach und nach zurückgedrängt, so dass jedenfalls im Jahr 2015 nach Erlass des Kleinanlegerschutzgesetzes in der Wissenschaft der Eindruck entstand, es gäbe gar keinen Anwendungsfall der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung mehr.

Erinnert man sich an diese Grundsätze, so ergibt sich für Utility Token im Hinblick auf deren rechtliche Rahmenbedingungen ein ganz neues Bild.

Das Whitepaper als Prospekt

Da es - ähnlich wie in den 70er Jahren für Bauherrenmodelle - jedenfalls in Deutschland derzeit keine kapitalmarktrechtliche Spezialregulierung für die Ausgabe von Utility Tokens gibt, liegt es nahe, die Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung auf die Ausgabe von Utility Token anzuwenden. Ebenso wie bei den klassischen Anlagemodellen des grauen Kapitalmarkts investiert der Anleger Geld in der Hoffnung auf Erzielung eines Gewinns, in der Regel durch Wertsteigerung des Tokens. Er vertraut daher insbesondere den Initiatoren des ICOs, dass diese verantwortlich mit dem investierten Geld umgehen, das im Whitepaper beschriebene Projekt innerhalb des angegebenen Zeitplans realisieren und sich in der Folge der Wert ihres Investments steigert.

Nach dem BGH ist ein Prospekt jede marktbezogene schriftliche Erklärung, die für die Beurteilung der angebotenen Anlage erhebliche Angaben erhält oder den Anschein eines solchen Inhalts erweckt und den Anspruch erhebt, eine das Publikum umfassend informierende Beschreibung der Anlage zu sein. Eine Verteilung der Angaben auf mehrere Dokumente ist ausreichend.

Wenn also der Initiator eines ICOs das Projekt auf der Webseite, im Whitepaper und in den Terms and Conditions beschreibt, sind alle drei Unterlagen zusammengefasst als Prospekt im haftungsrechtlichen Sinn zu werten.

Der Prospekt muss dem Anlageinteressenten laut BGH ein zutreffendes Bild von der angebotenen Kapitalanlage vermitteln. Die für die Anlageentscheidung wesentlichen Eigenschaften der Anlage müssen im Prospekt vollständig und richtig beschrieben werden. Während des öffentlichen Angebots der Anlage muss der Prospekt ständig aktuell gehalten werden.

Der BGH hat seit den 70er Jahren in einer Fülle von Urteilen zum Inhalt von Prospekten Stellung genommen und auf diese Weise Vorgaben für die Erstellung von Prospekten entworfen.

Anforderungen an ein Whitepaper

Schaut man auf die gängigen Whitepaper, so fällt auf, dass ein ganz wesentlicher Schwerpunkt auf der Darstellung der technischen Funktionalität des Modells liegt. Oft sind diese Beschreibungen nur dem verständlich, der vertiefte Kenntnisse in EDV und Mathematik hat. Einem Laien erschließen sich die Darstellungen oft nicht. Daneben findet sich manchmal eine Begründung, warum das Vorhaben kapitalmarktrechtlich nicht reguliert ist (warum es sich also um einen Utility Token handelt). Der Tokensale wird im zeitlichen und quantitativen Ablauf genau beschrieben, ebenso wie der Zeitplan für die Realisierung des Projekts, welches durch das eingeworbene Geld finanziert werden soll. Schließlich wird das Team - oft einschließlich der externen Berater - mit Lebenslauf und besonderen Qualifikationen vorgestellt. Das Whitepaper besteht vielfach nur aus wenigen Seiten und ist in aller Regel allein auf Englisch verfasst, auch wenn etwa der Hauptzielmarkt Deutschland ist.

Schaut man auf die Rechtsprechung des BGH, wird schnell deutlich, dass die Angaben in den herkömmlichen Whitepapers unzureichend sind und dass die Angaben den Kreis der möglichen Haftungsadressaten unnötig erweitern.

Ein Whitepaper muss klar und einfach gegliedert und für den durchschnittlich vorgebildeten Leser verständlich sein. Dies betrifft auch die Sprache: Wenn der Initiator vorrangig Investoren aus Deutschland ansprechen möchte, führt kein Weg an einem auf Deutsch verfassten Whitepaper vorbei.

Wesentliches Element eines Whitepapers ist die Beschreibung der Risiken des Projekts. Die meisten Whitepaper begnügen sich mit dem pauschalen Hinweis auf das Totalverlustrisiko. Der BGH verlangt jedoch, dass die Risiken mit der jeweils angemessenen Gewichtung dargestellt werden, damit der Anleger das Gesamtrisiko besser abwägen kann. Und auch für den Fall eines Totalausfalls: Welche Auswirkungen hat dies auf den Anleger? Gibt es Nachschusspflichten? Kann der Anleger - etwa im Fall der Insolvenz des Emittenten - über sein Investment hinaus in die Haftung geraten? Wie werden in anderen Ländern etwaig bestehende kapitalmarktrechtliche Risiken adressiert?

Prognosen und Werturteile sind deutlich als solche zu kennzeichnen. Werden Tatsachen behauptet, so ist deren nachprüfbare Quelle anzugeben. Soweit möglich sollten Schaubilder und Grafiken zur Erläuterung verwendet werden. Gerade im Bereich der Blockchain-Technologie empfiehlt sich ein Glossar, in dem die verwendeten Fachausdrücke verständlich erläutert werden.

Der Emittent des Tokens muss genauer dargestellt werden: Wer ist es, wie ist er kapitalisiert, wie sieht der letzte Jahresabschluss (falls vorhanden) aus,

wer sind die Gesellschafter? Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch die Darstellung von Interessenskonflikten. Der Emittent wird sich dritter Dienstleister bedienen: -Besteht in diesem Fall zum Beispiel eine Personengleichheit bei den Gesellschaftern des Emittenten und den dritten Dienstleistern?

Eine weitere wesentliche Angabe ist die Angabe zu den Kosten: wie wird das eingeworbene Geld verteilt? Wie viel Prozent des Kapitals fließen letztlich in die Entwicklung des Produkts, wie viel bleibt bei den Gründern und Beratern? Wie hoch sind die Kosten für den Vertrieb? Wer kontrolliert die Mittelverwendung? Was wird mit dem eingeworbenen Kapital getan, solange es noch nicht für die Investition in das Projekt benötigt wird? Welche Risiken sind damit verbunden? Hier gibt es - ähnlich wie in den Anfängen des grauen Kapitalmarkts - in den Whitepapers kaum Angaben.

Wesentlich ist auch die Beschreibung des Marktumfelds: Welche Wettbewerber gibt es? Wie wird sich der Markt entwickeln? Welche Faktoren sind für die zukünftige Wertentwicklung von wesentlicher Bedeutung?

Im Hinblick auf den Token wäre mitzuteilen, inwieweit der Token fungibel sein wird - soll er auf Kryptobörsen gehandelt werden? Liegen die rechtlichen Voraussetzungen dafür vor? Gibt es bereits mit Handelsplattformen Absprachen? Welche Manipulationsrisiken gibt es? Welche Maßnahmen sind gegen etwaige zukünftige Marktmanipulationen ergriffen worden? Gibt es für die Emittenten Mindesthaltefristen? Wie wird die Einhaltung kontrolliert?

Wichtig für die Anleger ist auch, wie sie über die Entwicklung des Tokens informiert werden. Gibt es Jahresberichte oder im Internet abrufbare Mitteilungen?

Wesentliches Element eines Prospekts ist die Beschreibung der Verträge, ein Kapitel zur steuerlichen Behandlung der Investition auf Ebene der Anleger, eine Beschreibung des Datenschutzes sowie des Ablaufs der Beteiligung an der Kapitalanlage. Weitere Themen sind dann noch die Erfüllung etwaiger Vorgaben aus dem Geldwäschegesetz sowie Ausführungen über ein etwaiges Widerrufsrecht des Anlegers.

Wer haftet?

Schaut man auf die Liste der erforderlichen Angaben, wird schnell deutlich, dass kaum eines der derzeit im Umlauf befindlichen Whitepaper diese vollständig enthält. Sollte es zu Klagen von Seiten der Anleger kommen, wäre der

Haftungsadressat primär der Emittent der Token. Daneben haften auch die Gründer des Emittenten. Soweit im Whitepaper oder auf der Webseite des Anbieters weitere Personen für die Anlage geworben haben, könnten auch diese eine Haftungsexposition haben.

Fazit

Die Ausgabe von Utility Token im Rahmen eines ICO erfolgt trotz der weitgehenden Nichtanwendbarkeit aufsichtsrechtlicher Regeln nicht in einem rechtsfreien Raum. Gerade für die Erstellung des Whitepapers ist es wichtig, die sich aus der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ergebenden Grundsätze der Gestaltung eines Prospekts - hier des Whitepapers - zu beachten.

Thomas Zwissler

Sechs Thesen zur Regulierung von ICOs in Deutschland

1. Initial Coin Offerings (ICOs) sind ein neues Instrument der Unternehmensfinanzierung. Richtig eingesetzt, bieten sie vor allem jungen Unternehmen eine bisher in dieser Form nicht verfügbare Finanzierungsoption (verhältnismäßig hohe Finanzierungsbeträge in einer sehr frühen Phase der Unternehmensentwicklung). Gesetzgeber und Regulierungsbehörden sollten ICOs daher aufgeschlossen und positiv gegenüberstehen.

2. Die Tatsache, dass mit ICOs ein neues Konzept der Unternehmensfinanzierung verfügbar ist, rechtfertigt keine Freistellung der ICOs von etablierten kapitalmarktrechtlichen Regulierungsprinzipien. Kerngedanken wie der Schutz der Anleger, der Schutz der Funktionsfähigkeit sowie der Schutz des Vertrauens in den Kapitalmarkt müssen in angemessener Weise zur Geltung gebracht werden.

Zum Autor



Dr. Thomas Zwissler ist Rechtsanwalt und Partner der ZIRNGIBL Rechtsanwälte Partnerschaft mbB. Er berät bei gesellschafts-, bank- und kapitalmarktrechtlichen Fragen sowie in allen Fragen der Unternehmensfinanzierung. Zu den Schwerpunkten seiner Tätigkeit gehören zudem die Beratung und Vertretung bei Beteiligungsvorhaben (Private Equity / Venture Capital), M&A-Transaktionen sowie Internationalisierungs- und Outsourcing-Projekten.

Im Bereich Digitalisierung und "Industrie 4.0" berät Herr Dr. Zwissler im Zusammenhang mit Business Modeling- und Business Transformation-Projekten in Unternehmen unterschiedlicher Branchen sowie bei einschlägigen M&A- und Finanzierungstransaktionen.

3. Die Idee des ICO kann Schaden nehmen, wenn ICOs über längere Zeit hinweg vornehmlich zur Umgehung regulatorischer Anforderungen wie etwa der Prospektspflicht für Wertpapiere oder gar in betrügerischer Absicht eingesetzt werden. Daher sollten Gesetzgeber und Regulierungsbehörden dafür Sorge tragen, dass sich ICOs nicht als missbrauchsanfällige Instrumente des „Graumarkts“ etablieren.

4. Die Regulierung von ICOs sollte auf europäischer Ebene stattfinden. Zu den Vorteilen des ICO-Finanzierungsmodells gehört die grenzüberschreitende Ansprache des Anlegerpublikums. Zumindest für das Gebiet der Europäischen Union sollten daher einheitliche Standards gelten. Das aus dem Wertpapierrecht bekannte „Passport“-System kann hier als Vorbild dienen.

5. Mit der ICO-Regulierung eng verbunden ist die Frage nach der zivilrechtlichen Behandlung von „Coins“ bzw. „Tokens“. Klärungsbedürftig sind hier zum Beispiel ihre Einordnung in den zivilrechtlichen Rahmen der Sachen und Rechte, die Regeln für ihre Übertragung, die Verknüpfung mit den Mechanismen eines „Smart“-Contract oder die Einbettung der Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge in das System der Rechtsgeschäfts- und Vertragslehre. Der Gesetzgeber sollte hier kurzfristig und sehr bewusst prüfen, wo Modernisierungen des Zivilrechts sinnvoll oder notwendig sind.

6. Das etablierte System der Kapitalmarktfinanzierung beruht auf unterschiedlichen regulatorischen Säulen. Eine dieser Säulen ist die Indienstnahme von (regulierten und überwachten) Marktteilnehmern wie etwa Banken, Börsenbetreibern und Wertpapierverwahrern für die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit und des Vertrauens in den Kapitalmarkt. Auf ICOs passt dieses Gefüge nur bedingt. Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden sollten daher funktionale Äquivalente bestimmen (z.B. eine Qualitätssicherung der zum Einsatz kommenden IT-Infrastrukturen) und hierauf bezogene Verantwortlichkeiten definieren.

STOs, ICOs - ein junges Finanzierungstool wird erwachsen

Business Angels, Venture Capital und staatliche Förderprogramme sind als klassische Finanzierungsmethoden für Start-ups bestens bekannt und bewährt. Daneben hat sich in den letzten Jahren mit den sogenannten Initial Coin Offerings (ICO) oder auch in der Variante des Security Token Offerings (STO) ein neues Finanzierungstool am Markt seinen Platz erobert.

Bei der Planung und Durchführung eines ICOs ist seine Strukturierungsvielfalt zu beachten. Diese Möglichkeiten suggerieren vermeintlich neue rechtliche, aufsichtsrechtliche und bilanzielle Freiheiten. Wie also kann ein ICO „Made in Germany“ gelingen?

ICO - der „Wilde Westen“ ist am Ende zahm

Aufgrund vermuteter Freiheiten – insbesondere der fehlenden ausdrücklichen Nennung von Blockchain, Coins und Tokens in rechtlichen Regelwerken – werden ICOs gerne als „Wilder Westen“ beschrieben. Mittlerweile interessieren sich die Aufsichtsbehörden jedoch zunehmend für die gesetzliche Einstufung von Tokens und Coins, und bei genauer Betrachtung sind ICOs in Deutschland und auch in der Mehrheit der übrigen Länder nie ein rechtsfreier Raum im Sinne des Wilden Westens gewesen. Viele Anwender haben in der Vergangenheit schlicht das aus analogen Anwendungsbereichen schon Bekannte in die

neue Datenspeicherungstechnologie der Blockchain übersetzt und angewendet. Hier war möglicherweise die Anwendbarkeit der bestehenden Regelungen etlichen Stakeholdern nicht bewusst.

Allerdings ist das Aufsichtsrecht technologieneutral. Reguliert werden weniger Technologien wie die Anwendung von Steinen, Papier oder Festplatten als Speichermedium, sondern vielmehr Verhaltens- und Handlungsweisen. Technische Innovationen bleiben damit unbenommen und führen nicht per se zu einem unregulierten oder gar rechtsfreien Raum. Im Vordergrund der aufsichtsrechtlichen Regulierung steht, welche (Dienst-)Leistung das Business-Modell zum Gegenstand hat. Die aufsichtsrechtliche Regulierung und Zuordnung hängt also von der Struktur und den Merkmalen eines Tokens oder Coins und eines ICOs sowie des dahinterstehenden Geschäftsmodells ab.

Online kursieren mittlerweile unterschiedliche Unterteilungen von Token und Coins unter nachvollziehbaren Oberbegriffen, allerdings ohne gesetzlich definiert zu sein. Letztlich wenden die Aufsichtsbehörden das bereits geltende Recht, insbesondere auch die bestehenden Wertpapier- und Finanzmarktregeln sowie die Banken- und Versicherungsregeln, auf ICOs an. Soweit diese EU-weit reguliert sind, gibt es einheitliche rechtliche Qualifizierungen.

Zum Autor



Dr. Ulrich Keunecke ist Rechtsanwalt und Partner bei KPMG Law, hat eingehende Erfahrung mit der Strukturierung und Errichtung von offenen und geschlossenen Publikums- und Spezial-AIF und sonstigen Finanzierungswegen und leitet den Bereich Legal FS Alternative Investments. Er betreut laufend ICOs, STOs und ist bestens mit den einschlägigen Blockchain-, Tokens- und Coins-Themen vertraut, die er bei

KPMG Law als Ansprechpartner koordiniert. Ferner ist er laufend in die Errichtung von KVGs, Finanzdienstleistern, Banken und Versicherungen involviert. Ulrich Keunecke war selbst als Gründer aktiv und ist nach wie vor als Business Angel unterwegs.

So gibt es in der EU Rahmenwerke, die insbesondere für Fintechs relevant sein können, und die auch bei der Behandlung von Tokens und Coins zu berücksichtigen sind (zum Beispiel europarechtliche Vorgaben für E-Geld, Geldwäschevorschriften, Datenschutzbestimmungen, Prospektierungsanforderungen). Da sich jedoch – wie für viele andere Finanzierungsformen auch – noch keine einheitliche Anwendungspraxis etabliert hat, sind für einen ICO derzeit detaillierte Betrachtungen auf Länderebene unerlässlich. So wird beispielsweise im Nicht-EU-Mitgliedsstaat Schweiz die lokale Anwendbarkeit der aufsichtsrechtlichen Vorschriften, der kollektiven Kapitalanlagengesetze und der

bankenrechtlichen Bestimmungen für bestimmte ICOs praktiziert. In Frankreich gibt es darüber hinaus den Ansatz, ICOs durch spezifische Rahmenregulierungen zu erleichtern. Der „Wilde Westen“ ist also nicht wild, sondern ist in den einzelnen Ländern angepasst und gezähmt.

ICO im In- oder Ausland?

Vielfach ist zu hören und zu lesen, dass die Durchführung eines ICOs in anderen Ländern als Deutschland für Start-ups einfacher und demnach zu bevorzugen wäre. Dem steht gegenüber, dass, wie in anderen Ländern auch, mit der richtigen Gestaltung und Einordnung die Durchführung eines ICOs in Deutschland ohne weiteres rechtlich zulässig ist. Außerdem hat die deutsche Aufsichtsbehörde BaFin eine klare Anwendungsauffassung verlautbart, wodurch eine erhebliche Rechtssicherheit geschaffen wurde, die in anderen Ländern oftmals so nicht gegeben ist. Eine falsche Gestaltung wiederum hat in Deutschland gegebenenfalls Bußgelder oder Strafen bis hin zu Freiheitsstrafen zur Folge. Dies gilt im Zweifel aber auch in anderen Ländern. Ferner macht das eigene Recht an der Landesgrenze halt und beim Eintritt eines Tokens und diesbezüglicher Handlungen ist gegebenenfalls das Recht des Staates zu berücksichtigen, in das der Token vertrieben werden soll. Ein ICO ist daher mit Blick auf alle tangierenden Jurisdiktionen zu gestalten und nicht ausschließlich aus der Perspektive des Sitzstaates des emittierenden Unternehmens zu sehen.

Das altbewährte Qualitätssiegel „Made in Germany“ kann vor dem Hintergrund der genannten Rahmenbedingungen daher auch bei einem ICO gelten. Es kommt wie so oft auf den Einzelfall und das konkret geplante Vorhaben an.

Whitepaper als Informationsunterlagen für den Anleger

Neben einer sachgerechten Gestaltung des auszugebenden Tokens oder Coins ist auch die Erstellung einer aussagekräftigen Informationsunterlage von grundlegender Bedeutung. Unter dem Begriff „Whitepaper“ findet sich in der Regel eine Slide Deck oder eine Broschüre mit Aussagen zum ICO. In einem Whitepaper sollen der Hintergrund eines ICOs, das Geschäftsmodell und die Folgen für den Anleger beschrieben werden. Bei sorgfältiger Erstellung nimmt ein solches Whitepaper schnell einen beachtlichen Umfang an. In diesem muss im besten Fall unter anderem das Business-Modell in einer Weise erläutert werden, dass klar wird, wie die Tokens oder Coins vergeben werden, welche Rechte die zukünftigen Token-Holder haben sollen und für welchen Zweck das eingesammelte Kapital verwendet werden soll. In einem Whitepaper sind auch die rechtlichen und vertraglichen Rahmenbedingungen, die zwischen den Parteien bestehen, zu erläutern.

Je nach Funktionalität des Tokens oder Coins ist gegebenenfalls ohnehin ein gesetzlich vorgeschriebenes Prospekt zu erstellen und bei der Aufsicht zur Billigung einzureichen. Selbst wenn formal im konkreten Fall kein Prospekt von der Aufsicht zu billigen ist, empfiehlt es sich, ein Whitepaper an den gesetzlichen Prospektanforderungen orientiert zu erstellen. Viele Whitepaper am Markt sind jedoch unvollständig, irreführend und mangelhaft. Infolgedessen kann damit ein entsprechendes Haftungsrisiko für das den ICO durchlaufende Start-up einhergehen.

Ausblick

Insgesamt können ICOs, STOs und Tokenisations ein interessantes Finanzierungstool darstellen. Bei der Wahl des richtigen Finanzierungsvehikels ist nicht zuletzt auf die Investorenzielgruppe einzugehen und die Frage zu beantworten, ob der Token auch insoweit das Mittel der Wahl darstellt.

Perspektivisch bieten Tokens und Coins effiziente Möglichkeiten, Assets technisch schnell und unkompliziert zu transferieren sowie Gelder einzusammeln. Das Aufsichts- und Steuerrecht bleibt hiervon bis auf Weiteres unbeeinträchtigt. Geltendes Recht ist einzuhalten, so dass für den technologischen Fortschritt der Blockchain-basierten Assets Lösungen für offene Fragen wie etwa KYC-Prozesse aufzusetzen sind, um die token- und coinspezifische Vorteile zu realisieren.

Frank Tepper-Sawicki

Hype oder Revolution? ICOs und klassisches Equity Investing

Dem ersten Anschein nach ist der Initial Coin Offering (ICO) für Start-ups eine neue Form der Finanzierung und hat weltweit für gute, aber auch schlechte Schlagzeilen gesorgt. Es gab einen regelrechten Hype, der nun wohl anerkanntermaßen in eine Konsolidierungsphase gemündet ist.

Die Vorteile eines ICOs gegenüber dem Equity Investing liegen auf der Hand: es wird eine breite Öffentlichkeit für eine Finanzierung verbunden mit einer Rendite angefragt, ohne allerdings seitens des Start-ups in der Regel Equity

hergeben zu müssen. Lange Zeit galt es nach (teilweise immer noch) weitverbreiteter Auffassung als gänzlich unreguliert! Das dem zumindest nach dem deutschen (aber auch nach vielen anderen Jurisdiktionen) Recht nicht so war, haben jüngste Fälle (bspw. Envion) gezeigt. Dennoch wird man gerade die dem ICO zugrundeliegende Technologie wohl in der Zukunft vermehrt auch in Finanzierungsrunden erwarten dürfen.

Schon längst gibt es erste Anzeichen, dass die Vorteile der Blockchain-Technologie auch im Zusammenhang mit Übernahme, Halten, Veräußern oder aber Handeln von Equity Vorteile mit sich bringen könnte. Unternehmen wie Neufund, Coinmirror und Leva (CH) – um nur einige zu nennen – zeigen wie vielfältig die Technologie der Blockchain hier zum Einsatz gelangen kann. Demzufolge liegt es auf der Hand, dass auch der ICO nicht zuletzt aufgrund der Vorzüge der Blockchain-Technologie in der Zukunft wohl noch an Bedeutung gewinnen wird. Vorteile wie beispielsweise die internationale Ansprache¹ des Investorenkreises oder die Vielfalt an Investoren, also nicht nur Private Equity oder Venture Capital Investoren, sowie die Flexibilität in der Kapitalaufnahme werden sich künftig zwangsläufig zumindest „Hybride Finanzierungen“ neben dem klassischen Equity Investment etablieren. Hybride Finanzierungen bezeichnen das Nebeneinander von ICO- und Equity-Finanzierungen. Der ICO

Zum Autor



Frank Tepper-Sawicki ist als Rechtsanwalt bei PricewaterhouseCoopers Legal AG Rechtsanwaltsgesellschaft in Düsseldorf im Bereich Corporate/M&A tätig. Er berät nationale und internationale Venture Capital und Private Equity Investoren und strategische Investoren bei der Beteiligung an Startups, bei der Strukturierung von (Corporate) Venture Capital Funds und deren Beteiligungsportfolios.

¹ Krüger/Lampert: Augen auf bei der Token-Wahl – privatrechtliche und steuerliche Herausforderungen im Rahmen eines Initial Coin Offering, BB 2018, 1154, 1158: „Infolge der weltweit unterschiedlichen regulatorischen Vorgaben sollte zum einen Klarheit darüber herrschen, ob das

Ansprechen bestimmter Staatsbürger im Rahmen des ICO gegen das in diesem Fall jeweils anwendbare nationale Aufsichtsrecht verstößt. Die bereits angesprochene, ICO kritische Haltung der US-Börsenaufsicht SEC führt dazu, dass US-Staatsbürger in den Terms & Conditions zahlreicher ICOs als Erwerber ausgeschlossen werden.“

lässt sich ja bereits heute in verschiedenen Formen (bspw. Crypto Currencies, Utility Token, Security Token und viele mehr) gestalten, was ihn auch für eine Vielzahl von verschiedenen Finanzierungsmodellen als geeignete Instrument erscheinen lässt. Die verwendete „Token-Klasse“ kann eine erste Indikation für die rechtliche Einordnung bieten, sofern die jeweilige Ab- und Eingrenzung der Token-Klasse im Gleichlauf mit der rechtlichen Einordnung des Tokens ist.

Die Gretchenfrage ist wohl zumindest für den deutschen Rechtskreis die rechtliche Einordnung von ICOs aus Sicht des deutschen Regulierungsrechts. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat sich bereits

mehrfach zu der Thematik geäußert², eine abschließende Rechtsicherheit ist derzeit noch nicht gegeben und deren Ausgestaltung wird wohl auch über das Schicksal der ICOs entscheiden. Das klassische Venture Capital Investment, das Equity basiert erfolgt, wird nach dem heutigen Kenntnisstand nicht völlig verdrängt werden können, da das hiesige Gesellschaftsrecht eine durchaus attraktive Basis für höher-volumige Einzelinvestments der Venture Capital Investoren bereithält. Denn gerade das erfolgsermöglichende Einbringen von Engagement und Netzwerk seitens der am Gesellschafterkreis beteiligten Investoren wird weiterhin als Gegenleistung nur durch Equity eingefordert werden können.

² BaFin, BaFin Journal 11/2017, S. 15 ff.; BaFin, Hinweisschreiben v. 20.2.2018, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010.

Die nächste Ausgabe von BANDquartal erscheint im März 2019

Impressum

BANDquartal: Online-Magazin, erscheint vierteljährlich

Ausgabe 3-4, 2018

Redaktion

Matthias Wischnewsky, M.A.

Herausgeber

Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (BAND)

Dr. Ute Günther

Dr. Roland Kirchhof

Semperstr. 51

45138 Essen

Telefon +49 201 894 15 60

Fax +49 201 894 15 10

Maill band@business-angels.de

Web www.business-angels.de

BANDquartal wird kostenlos an einen interessierten Leserkreis verteilt.