

FINANZEN UND TECHNIK – GASTBEITRAG

Initial Coin Offerings – ein unregulierter Markt?

Börsen-Zeitung, 2.9.2017

Die Aufregung um Initial Coin Offerings (ICOs) als neue Form der Unternehmensfinanzierung ist derzeit groß. Auf den einschlägigen Internetseiten finden sich mitunter rund 20 bis 30 ICOs pro Monat, bei denen teilweise innerhalb weniger Stunden rekordverdächtige Summen eingesammelt werden. So ist es dem israelischen Start-up Bancor im Juni dieses Jahres nach eigenen Angaben gelungen, in weniger als drei Stunden rund 153 Mill. Dollar über ein ICO aufzubringen.

Mit den namensähnlichen traditionelleren Initial Public Offerings (IPOs) haben ICOs dabei nur wenig gemeinsam. Bei einem ICO bietet ein Unternehmen keine Aktien an, sondern sogenannte Coins (teilweise auch Token genannt). Ähnlich wie bei herkömmlichen Aktien erwirbt der Investor hierbei in vielen Fällen Ansprüche auf Gewinnbeteiligung und gewisse Mitbestimmungsrechte. In der Praxis findet sich aber auch eine Vielzahl anderer Varianten. Häufig sind mit den Coins zum Beispiel Rechte auf Inanspruchnahme von Dienstleistungen des Emittenten verbunden (beispielsweise Speicherplatz für Daten). Anders als bei IPOs werden in die Emission und den Zweithandel der Coins üblicherweise auch keine Banken und Börsen eingebunden. Die Prozesse laufen vielmehr ausschließlich digital ab, wobei die Transaktionen in einem dezentral geführten Transaktionsregister abgebildet werden, das auf der Blockchain-Technologie basiert. Viele Emittenten scheinen dabei davon auszugehen, dass es sich bei ICOs um einen bislang unregulierten Markt handele. Wie die US-amerikanische Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) nunmehr klargestellt hat, können auf Coins – abhängig von deren Ausgestaltung – allerdings durchaus die wertpapier(handels)rechtlichen Vorschriften anzuwenden sein.

Die Klarstellung der SEC gibt Anlass, genauer zu überlegen, inwieweit bei einem ICO aufsichtsrechtsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Anforderungen zu beachten sind. Insbe-

sondere Prospektspflichten, Erlaubnispflichten für Intermediäre und die Einhaltung von wertpapierhandelsrechtlichen und geldwäscherechtlichen Vorschriften können dabei eine erhebliche Rolle spielen.

ICOs stellen sich insbesondere deshalb als schneller, effizienter und kostengünstiger dar als herkömmliche Wertpapieremissionen, weil für die Emission der Coins nach derzeitiger Praxis keine Wertpapierprospekte erstellt werden. Das Nichtbestehen einer Prospektpflicht wird dabei häufig ohne weitere Prüfung unterstellt. Abhängig von den mit den emittierten Coins verbundenen Rechten können diese jedoch als Wertpapier oder als Vermögensanlage einzustufen sein – damit kann eine Prospektpflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz oder dem Vermögensanlagegesetz gegeben sein. Allerdings können zumindest bei kleineren Emissionen unterhalb der von der Prospekttrichtlinie vorgegebenen Schwellenwerte Ausnahmetatbestände von der Prospektpflicht eingreifen.

Sollen mit einem ICO breitere Investorenkreise angesprochen werden, wird dies – anders als bisher üblich – zudem kaum ohne Einbindung von Intermediären möglich sein, die den Vertrieb der Coins übernehmen und einen liquiden Zweitmarkt sicherstellen. Sind die Coins als Wertpapiere oder andere Arten von Finanzinstrumenten einzustufen, werden die Intermediäre hierfür je nach Art und Umfang ihrer Tätigkeit eine Erlaubnis der BaFin für das Betreiben von Bankgeschäften bzw. die Erbringung von Finanzdienstleistungen benötigen. Auch einfache Internetplattformen, auf denen Emittenten und Investoren zusammengeführt werden, fallen unter Umständen bereits unter eine solche Erlaubnispflicht.

Bei einer Einstufung der Coins als Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente wäre auch zu überlegen, inwieweit im Zusammenhang mit dem ICO und dem nachfolgenden Zweithandel die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes und die Vorschriften zur Verhinderung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung anzuwenden sind. Jedenfalls

bei der Einbindung einer Bank oder eines Finanzdienstleistungsunternehmens als Intermediär werden die entsprechenden Vorschriften in der Regel einzuhalten sein. Je nach Investorenkreis kann dies beinhalten, dass Erkundigungen zu den Kenntnissen und Erfahrungen der Investoren in entsprechenden Geschäften einzuholen sind und die Angemessenheit der Investition in die Coins zu prüfen ist.

Häufig übersehen wird, dass bei einem ICO nicht nur die aufsichtsrechtlichen Regelungen des Sitzlandes des Emittenten maßgeblich sind, sondern in der Regel zugleich die Regelungen der Länder der Investoren zu beachten sind, die im Rahmen des ICO aktiv angesprochen werden sollen. Vor diesem Hintergrund hilft es in aller Regel auch wenig, zur Vermeidung der Regulierung den Sitz ins Ausland zu verlegen, wenn gleichzeitig immer noch Investoren im Inland aktiv angesprochen werden sollen.

Vorteile für Akzeptanz

Der ICO-Markt ist – trotz fehlender ICO-spezifischer Regelungen – somit nicht unreguliert. Es gelten die allgemeinen wertpapierprospektrechtlichen, wertpapierhandelsrechtlichen und geldwäscherechtlichen Vorschriften. Die Anwendbarkeit der Vorschriften hängt dabei von der konkreten Ausgestaltung des jeweiligen Coin sowie Art und Umfang der Einbindung von Intermediären ab. Die Anwendbarkeit der aufsichtsrechtlichen Regelungen als Nachteil zu begreifen, würde allerdings zu kurz greifen. Vielmehr kann die Regulierung dazu beitragen, Vertrauen von Investoren in ICOs zu schaffen und damit eine höhere Investitionsbereitschaft für ICOs zu generieren.

.....
Axel Schiemann, Partner im Frankfurter Büro von Latham & Watkins LLP

.....
Dr. Marcus C. Funke, Partner im Frankfurter Büro von Latham & Watkins LLP