



Foto: © Tierney – stock.adobe.com

# Initial Coin Offerings

## Beobachtungen aus der Praxis

Ein aktuelles Finanzierungsinstrument sind Initial Coin Offerings (ICOs). Nicht nur begrifflich, sondern auch konzeptionell ist das ICO an ein Initial Public Offering (IPO), also eine Erstplatzierung von Aktien, angelehnt. Beide Formen der Kapitalaufnahme unterscheiden sich aber grundlegend im Hinblick auf ihre strukturelle und insbesondere rechtliche Ausgestaltung: Bei einem ICO wird eine neue „Währung“ in Form digitaler Coins (oder auch Token) im Rahmen eines sog. Token Sale an Investoren veräußert. Zahlungsmittel stellt hier häufig eine Kryptowährung wie Bitcoin oder Ethereum dar, teilweise aber auch eine gesetzliche Währung. **Von Dr. Thorsten Kuthe und Madeleine Zipperle**

**W**ie häufig bei neuen Finanzierungsformen besteht auch aktuell am Markt der Eindruck, dass jeder, der Geld braucht, sich erst einmal auf einen ICO „stürzt“. Wieder einmal öffnet ein Trend Kapitalquellen.

### Für wen ist es sinnvoll?

Wann aber ist eine Kapitalaufnahme über Coins/Token sinnvoll? Zum einen gibt es Geschäftsmodelle, bei denen ein eigener Token sinnvoll und vorgesehen ist. Das gilt etwa für Online-Marktplätze. In diesem Fall ist der vorherige Verkauf der Token ähnlich wie eine Crowdfinanzierung etwa einer Musik-CD. So wie die Fans der Musik die CD vorfinanzieren und dann später Goodies dafür bekommen (vergünstigte Konzerttickets, T-Shirts etc.), finanzieren die User des künftigen Online-Marktplatzes diesen durch das ICO vor. Dafür erhalten die Erwerber der Token später die Mög-

lichkeit, sich auf dem Marktplatz zu betätigen, und bekommen dafür die Token, mit denen sie auf dem Marktplatz bezahlen können.

Ein weiterer Punkt, in dem sich die Finanzierung über Token von bisherigen Finanzierungsformen unterscheidet, ist die Technik: Durch die Verteilung über die Blockchain kann wesentlich einfacher ein weltweites Publikum erreicht und durch die Bezahlung über Kryptowährungen wie Bitcoin das Kapital der Investoren leichter weltweit zum Emittenten transferiert werden.

### Alles völlig rechtsfrei?

Ein typisches Phänomen solcher neuer Finanzierungsquellen ist, dass die Märkte zunächst, sagen wir, sehr hemdsärmelig sind und dann eine zunehmende Professionalisierung eintritt. So auch hier. Die typischen ICOs erfolgten bislang über



**Dr. Thorsten Kuthe** ist Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Er ist Experte u.a. für Börsengänge (Equity und Debt), Private-Equity- und M&A-Transaktionen.

**Madeleine Zipperle** ist Rechtsanwältin und Salary Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Ihre Fachbereiche sind u.a. Aktienrecht, Gesellschaftsrecht und Private Equity. Sie ist zudem Lehrbeauftragte für Kapitalmarktrecht an der Hochschule Fresenius.

*Die zahlreichen Warnungen von BaFin, ESMA und anderen Behörden zeigen, dass hier natürlich kein rechtsfreier Raum besteht.*

Gesellschaften in der Schweiz oder in Offshore-Ländern. Die Dokumentation beschreibt man am besten mit „quick and dirty“. Doch so etwas geht nicht lange gut.

Die zahlreichen Warnungen von BaFin, ESMA und anderen Behörden zeigen, dass hier natürlich kein rechtsfreier Raum besteht, und wer seriös arbeiten will, muss sich davon abgrenzen. Gleichzeitig nutzen die Behörden das schon bestehende rechtliche Instrumentarium. So ist es etwa eine irriige Annahme, dass ein ICO über Gesellschaften, die nicht in Deutschland sitzen, nicht auch bestimmten Vorschriften deutschen Rechts unterliegt.

### Das verbieten wir jetzt mal

Wenn nämlich der Emittent oder gar Dritte den Token in Deutschland anbieten, dann ist deutsches Recht anwendbar. Richtet sich eine Internetseite, Veröffentlichung [etc. an](#) deutsche Anleger – schon sind wir im deutschen Recht. Und wenn ein deutsches Start-up bei deutschen Anlegern Kapital einsammeln will, dann hilft es auch nicht, eine Schweizer Gesellschaft dazwischen zu schalten, um der deutschen Regulatorik zu entkommen. Das kann so weit gehen, dass die BaFin in Einzelfällen auch Verfahren einleitet, um die Durchführung eines ICOs – jedenfalls mit Zielrichtung auf deutsche Anleger – zu verbieten.

### Die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung

In der Praxis besteht die „Vertriebsunterlage“ für das ICO aus einem sog. White Paper, in dem das interessierte Publikum über die Details des Projekts und die dem Angebot unterliegenden Bedingungen informiert wird. Denn die bisherigen ICOs waren weitgehend so strukturiert, dass sie keiner gesetzlichen Prospektspflicht unterliegen (was sich wahrscheinlich bald ändern wird – entsprechende Projekte sind in Vorbereitung). Das heißt aber nicht, dass es keine „Prospekthaftung“ gibt. Denn nach der Rechtsprechung haftet der Anbieter auch für solch ein Whitepaper, sofern dieses unrichtig oder irreführend ist oder Umstände fehlen, deren Offenlegung der angesprochene Anleger erwarten darf.



Foto: © weyo - stock.adobe.com

Aus diesem Grund sollten bei der Erstellung von White Papers im Rahmen eines ICOs gewisse Standards eingehalten werden. Empfehlenswert ist es, sich hierbei an den – inhaltlich sinnvollen (!) – Vorgaben eines gesetzlich vorgeschriebenen Prospekts zu orientieren. Dazu zählen neben Angaben zum Emittenten und dem Geschäftsmodell insbesondere hinreichende Informationen zu den mit dem Angebot verbundenen Risiken.

*Für Unternehmen stellt ein ICO eine Möglichkeit dar, sich abseits des traditionellen und regulierten Kapitalmarktes zu finanzieren.*

### Fazit

Für Unternehmen stellt ein ICO eine Möglichkeit dar, sich abseits des traditionellen und regulierten Kapitalmarktes zu finanzieren, die je nach Geschäftsmodell sinnvoll sein kann (aber nicht muss). Wichtig ist, am Anfang des Projekts Strukturen festzulegen. Ganz klar im Fokus steht dabei der Vertrieb: Nur wenn die Vertriebsstrukturen klar geplant und dann in eine rechtliche Struktur gebettet werden, wird bei der heutigen regulatorischen Lage ein ICO vor den Augen der Regulatoren Bestand haben. Kleine Schlussbemerkung: Kommt das Geld am Ende beim Emittenten an, interessiert sich auch das Finanzamt dafür – die Praxis zeigt, dass das zu unangenehmen Überraschungen führen kann. Q

*Kommt das Geld am Ende beim Emittenten an, interessiert sich auch das Finanzamt dafür.*