

> OLIVER VÖLKELE

Initial Coin Offerings aus kapitalmarktrechtlicher Sicht

In den vergangenen Monaten hat sich eine neue Form der Unternehmens- oder Projektfinanzierung im Kryptobereich etabliert. Gemeint ist das Initial Coin Offering (ICO) oder auch das Initial Token Offering (ITO). Hierbei handelt es sich um eine neuartige Form der Mittelbeschaffung, die mit klassischen Instrumenten der Eigen- oder Fremdmittelaufbringung nicht mehr verglichen werden kann. Der vorliegende Beitrag beleuchtet die kapitalmarktrechtliche Natur von Coins und Token und behandelt die Frage, ob ICO und ITO eventuell unter das österreichische Kapitalmarktrecht zu subsumieren sind. Im Anschluss daran soll die Frage behandelt werden, ob Coins oder Token allenfalls Wertpapiere im wertpapierrechtlichen Sinn sein können.

I. Was ist ein Initial Coin Offering?

Beim Initial Coin Offering (ICO) oder Initial Token Offering (ITO) handelt es sich um eine neuartige Form der Unternehmens- oder Projektfinanzierung, die auf den Einsatz der Blockchain-Technologie setzt. In den vergangenen Monaten wurden weltweit eine Vielzahl von ICOs und ITOs abgewickelt.¹ Eine vereinheitlichende Darstellung dieses Phänomens ist nur schwer möglich. In der Regel beginnt das ICO / ITO jedoch mit der Geschäftsidee eines Unternehmens, das ein neues Produkt oder eine neue Dienstleistung anbieten möchte. Die Besonderheit liegt darin, dass zur Nutzung des

Produkts oder der Dienstleistung der Einsatz einer Kryptowährung (Coins) oder von Token notwendig ist, die vom Unternehmen ausgegeben werden.

II. Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Coins und Token

Sowohl Coins als auch Token sind Wertträger, die durch Einsatz der Blockchain-Technologie von einer Person an eine andere übertragen werden können.² Der Unterschied zwischen Coins (ICO) und Token (ITO) liegt (a) im Umstand, ob die Wertträger der

¹ Vgl etwa die umfassende Auflistung unter <www.icotracker.net> (Stand 17.08.2017).

² Zur rechtswirksamen Übertragung der Einheiten virtueller Währungen vgl *Völkel*, Privatrechtliche Einordnung virtueller Währungen, ÖBA 2017, 385.

AUFSÄTZE

Blockchain immanent sind, und (b) in der Form der Erzeugung der jeweiligen Wertträger.

Der Begriff „Coin“ wird für virtuelle Währungen wie Bitcoin oder Ether verwendet. Hierbei handelt es sich um unmittelbare Wertträger, die im Protokoll der jeweiligen Blockchain von Anbeginn an vorgesehen sind. Es bedarf keiner zusätzlichen Gestaltung oder Programmierung, um sie einzusetzen. Coins sind damit der jeweiligen Blockchain immanent. Neue Werteinheiten werden von denjenigen Personen selbst geschaffen, die am Peer-to-peer Netzwerk der jeweiligen Blockchain teilnehmen. Dabei steht es grundsätzlich jeder Person frei, an einem solchen Netzwerk mitzuwirken und neue Werteinheiten durch Einsatz von Hardware und Energie zu erzeugen (vulgo „zu minen“). Freilich können neue Coins nicht nach Belieben geschaffen werden. Das technische Protokoll einer virtuellen Währung sieht stattdessen vor, dass neue Einheiten nur von denjenigen erschaffen werden können, die eine bestimmte für das Peer-to-peer Netzwerk wichtige Aufgabe erfüllen.³ Coins sind somit unmittelbare Wertträger, die der jeweiligen Blockchain immanent sind und die von den am Peer-to-peer Netzwerk teilnehmenden Personen selbst gemined werden können.

Der Begriff „Token“ wird demgegenüber für Wertträger verwendet, die der jeweiligen Blockchain nicht immanent sind. Token sind im Protokoll der jeweiligen Blockchain somit nicht von Anbeginn an vorgesehen, sondern werden erst später durch die Benutzer der Blockchain ergänzt. Token sind daher auf einer bestehenden Blockchain aufsetzende Wertträger. Im Unterschied zu Coins werden Token auch nicht von den am Peer-to-peer Netzwerk beteiligten Personen gemined. Token werden in der Regel mit einer festgelegten Menge zu einem bestimmten Zeitpunkt von einer Person geschaffen. Technisch handelt es sich dabei lediglich um das Setzen eines variablen Werts. Die Erzeugung von zehn Token ist damit vom technischen Aufwand der Erzeugung von 10 Millionen Token gleichzusetzen. Die Erzeugung weiterer Token ist meist nicht vorgesehen. Token können jedoch unter Einsatz der ihnen zugrunde liegenden Blockchain in der Regel ebenso frei übertragen werden wie Coins. Sie sind somit Wertträger, die eine bestehende Blockchain für die Aufzeichnung von Übertragungen nutzen, die jedoch in der Regel nicht von den am Peer-to-peer Netzwerk teilnehmenden Personen neu gemined werden können.⁴

Nicht jede Blockchain unterstützt Token. Ein Beispiel für eine Blockchain, die Token unterstützt ist Ethereum. Auf Basis der Ethereum-Blockchain können Benutzer unter anderem nachträglich neue Wertträger (Token) schaffen und deren Übertragung von einer Person an eine andere über die Ethereum-Blockchain abwickeln. Gleichzeitig verfügt Ethereum mit dem Coin „Ether“ aber auch über einen dieser Blockchain immanenten Wertträger. Für die Nutzung der Ethereum Blockchain und die damit verbundene Belastung des Peer-to-peer Netzwerks wird von den Teilnehmern eine Gegenleistung in Form von Ether Coins geleistet, etwa für die Aufzeichnung der Transaktionen von Token.

Zusammenfassend ist der Unterschied zwischen Coins und Token also der Umstand, dass Coins der immanente Wertträger einer Blockchain sind, die durch Mining neu geschaffen werden können, während Token der Blockchain nicht immanente Wertträger sind, die auch nicht durch Mining neu geschaffen werden können.⁵ Sowohl Coins als auch Token verfolgen jedoch denselben Zweck. Beide sind Wertträger, die von Personen innerhalb der Blockchain übertragen werden können.

III. Ablauf eines Initial Coin Offerings

Im Rahmen des ICO / ITO wendet sich das Unternehmen an die Öffentlichkeit und tauscht eine bestimmte Menge Coins oder Token gegen andere virtuelle Währungen wie Bitcoin oder Ether, oder verkauft diese gegen Geld. Neben dieser Verkauf/Tausch-Variante finden sich andere Modelle, bei denen nicht der Austausch von Werten im Vordergrund steht, sondern unentgeltliche Zuwendungen. Das Unternehmen verspricht in der Regel, die eingenommenen Mittel nach bestem Wissen auf eine Weise zu verwenden, die letztlich zu einer Wertsteigerung der Coins oder Token führen könnte. Je erfolgreicher der Coin oder Token – je höher also die Nachfrage am Markt – desto besser sollte sich in der Theorie im Laufe der Zeit auch deren Marktwert entwickeln. Teilnehmer an einem ICO/ITO sind bereit, daran teilzunehmen, weil sie das Potential des neuen digitalen Produkts als erfolgversprechend einschätzen und im Laufe der Zeit auf einen Anstieg des Marktwertes des Coins oder Token hoffen.

In der Regel verbriefen diese ausgegebenen Coins oder Token keinerlei Rechte gegenüber dem ausgebenden Unternehmen. Diese Form der Finanzierung unterscheidet sich somit grundlegend von klassischen Maßnahmen zur Kapitalbeschaffung wie der Aufnahme

3 Im Detail dazu Völkel, *Privatrechtliche Einordnung der Erzeugung virtueller Währungen*, *ecolex* 2017, 639.

4 Näher Völkel, *Privatrechtliche Einordnung virtueller Währungen* (FN 2) 385.

5 Vgl Völkel, *Erzeugung virtueller Währungen* (FN 3) 640.

von Fremd- oder Eigenmitteln auf den Kapitalmärkten. Bei diesen Formen der Kapitalbeschaffung steht entweder eine direkte Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens oder eine mittelbare Beteiligung durch Zinszahlungen und Rückzahlung des eingeworbenen Kapitals im Vordergrund. Freilich können Coins oder Token aber auch anders ausgestaltet werden, sodass sie etwa Zahlungs- oder Mitspracherechte verkörpern.

IV. Exkurs: SEC Report of Investigation

In einem Report of Investigation⁶ vom 25. Juli 2017 beschäftigt sich die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde SEC mit der Frage, ob die Ausgabe gewisser Token unter das US-amerikanische Wertpapierregime fallen könnte. Konkret ging es um die Frage, ob Token einer sogenannten Decentralized autonomous Organization (DAO) als Investitionsverträge (investment contracts) und damit als Wertpapiere (securities) im Sinn US-amerikanischen Wertpapierrechts zu qualifizieren sind. Die Idee hinter DAO Tokens ist die Abbildung von Geschäftsführungsprozessen eines Unternehmens auf der Ethereum Blockchain. Inhaber von DAO Tokens sollen faktisch die Möglichkeit zur Mitbestimmung des Geschäftsgangs haben, über bestimmte Investitionen entscheiden und am Erfolg dieser Investitionen partizipieren.

In der Diskussion ihrer Entscheidungsgründe stützte sich die SEC auf den Howey Test, ein vom US-amerikanischen Supreme Court durch Rechtsfortbildung geschaffenes Prüfungsschema zur Beantwortung der Frage, ob ein Investitionsvertrag vorliegt.⁷ Im Kern besagt der Howey Test, dass dem Inhalt eines Investitionsvehikels das ausschlaggebende Gewicht zukommen soll und nicht der gewählten Form. Vereinfachend ist von der Anwendbarkeit des US-amerikanischen Wertpapierrechts auszugehen, wenn eine Investition eines Wertes erfolgt, Investoren vernünftigerweise mit Erträgen aus der Investition rechnen können und sich diese Erträge aus der Leistung einer anderen Person ergeben. Im Ergebnis bejahte die SEC das Vorliegen eines investment contracts bei DAO Token.

V. Kapitalmarktrechtliche Einordnung eines ICO / ITO

Freilich ist die Qualifizierung der SEC für den österreichischen und europäischen Rechtsraum nicht maßgeblich. Sie wirft aber eine interessante Frage auf: Besteht nach österreichischem Kapitalmarktrecht die Möglichkeit, gewisse Formen von Initial Coin Offerings oder Initial Token Offerings unter das Kapitalmarktregime zu subsumieren?

Den Ausgangspunkt bildet Art 3 der Prospekt-RL 2003/71/EG⁸ und dessen Umsetzung im österreichischen Kapitalmarktgesetz (KMG).⁹ Ein öffentliches Angebot von Wertpapieren oder Veranlagungen darf in Österreich nur erfolgen, wenn spätestens einen Bankarbeitstag davor ein nach den Bestimmungen des KMG erstellter und von der FMA gebilligter Prospekt veröffentlicht wurde. Wer Wertpapiere oder Veranlagungen anbietet, ohne dass zeitgerecht ein gebilligter Prospekt veröffentlicht wurde, verwirklicht einen gerichtlichen Straftatbestand (§ 15 KMG). Der Frage, ob Initial Coin Offerings oder Initial Token Offerings als öffentliches Angebot von Wertpapieren und Veranlagungen vom KMG erfasst werden, kommt somit eine wesentliche Bedeutung zu.

A. Coins und Token als Wertpapiere?

Der Begriff des Wertpapiers ist in Österreich nicht legaldefiniert sondern wird lediglich typologisch erfasst.¹⁰ Der kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff umfasst im Wesentlichen übertragbare Wertpapiere iSv Art 4 Abs 1 Z 18 der RL 2004/39/EG.¹¹ Hierbei handelt es sich zusammenfassend um Aktien, Schuldverschreibungen, Zertifikate, die Aktien vertreten oder Kapitalanteilscheine. Die Regelungen gehen von Aktien und Anleihen als Leitbild aus und verlangen die Vergleichbarkeit mit diesen. Maßgeblich ist weiters die jederzeitige Veräußerbarkeit.¹² Eine Verbriefung ist nicht erforderlich, es reicht vielmehr die Aufnahme in ein Register (Wertpapiercharakter).¹³ Die Block-

8 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl 2003 L 345/64.

9 Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes (Kapitalmarktgesetz – KMG), BGBl 625/1991 idF BGBl I 107/2017.

10 Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht System² (2015) § 1 Rz 4.

11 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl 2004 L 145/1.

12 Zib/Russ/Lorenz, Kapitalmarktgesetz Kommentar (2008) § 1 Rz 28 ff.

13 Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (FN 10) § 11 Rz 15.

6 Release No 81207 / July 25, 2017, abrufbar unter: <<https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>> (Stand 21.08.2017).

7 U.S. Supreme Court, Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946), abrufbar unter: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html>> (Stand 21.08.2017).

AUFSÄTZE

chain ließe sich problemlos als solches Register einstuft.

Für die Beurteilung der Frage, ob es sich bei Coins und Token um Wertpapiere handelt, kommt es somit maßgeblich darauf an, ob die konkrete Ausgestaltung des Coins oder Tokens einem Vergleich mit Aktien oder Anleihen standhält. Gewähren Coins oder Token ihren Inhabern Rechte, die für Gewöhnlich mit Aktien oder Schuldverschreibungen verbunden sind, werden sie als Wertpapiere im kapitalmarktrechtlichen Sinn qualifiziert. Sind Token und Coins nicht mit Aktien oder Schuldverschreibungen vergleichbar, fallen sie aus dem kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriff heraus. Insbesondere die Gewährung von Mitspracherechten, von Anteilen am Gewinn, das Versprechen auf Zinszahlungen oder die Rückzahlung des eingesammelten Kapitals am Ende einer bestimmten Laufzeit sprechen somit für das Vorliegen eines Wertpapiers. DAO Tokens wären wohl auch nach österreichischem Kapitalmarktrecht als Wertpapiere zu qualifizieren, wenn sie ein mit Aktien vergleichbares System von Mitspracherechten abbilden. Gewähren Coins oder Token hingegen keine solchen Rechte, so handelt es sich nicht um Wertpapiere im kapitalmarktrechtlichen Sinn.

B. Coins und Token als Veranlagungen?

Allerdings erfasst das österreichische Kapitalmarktregime nicht nur Wertpapiere sondern auch Veranlagungen (§ 1 Abs 1 Z 3 KMG). Der Veranlagungsbegriff umfasst fünf Tatbestandsmerkmale. Veranlagungen sind zunächst nur Vermögensrechte wie Forderungsrechte, Mitgliedschaftsrechte oder dingliche Rechte.¹⁴ Über das Vermögensrecht darf zweitens kein Wertpapier ausgestellt worden sein. Drittens muss das Kapital mehrerer Anleger direkt oder indirekt investiert werden, wobei die Investition viertens auf gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko der Anleger erfolgt. Letztlich darf die Verwaltung des investierten Kapitals nicht durch die Anleger selbst erfolgen. Die zivil- oder gesellschaftsrechtliche Einordnung ist dabei unerheblich.¹⁵ Unter den Begriff der Veranlagungen fallen etwa verbrieftete Genussrechte, Kommanditbeteiligungen ebenso wie stille Beteiligungen.

Für die Beurteilung der Frage, ob es sich bei Coins und Token um Veranlagungen handelt, kommt es somit im Wesentlichen darauf an, ob sie dem Inhaber Vermögensrechte, also Forderungsrechte, Mitgliedschaftsrechte oder dingliche Rechte gegenüber dem Ausgeber einräumen. Gewähren Coins oder Token sol-

che Rechte, sind sie als Veranlagungen zu werten und fallen unter das österreichische Kapitalmarktrecht. Gewähren Coins oder Token keine Vermögensrechte, scheidet eine Qualifizierung als Veranlagung aus.

VI. Numerus Clausus des österreichischen Wertpapierrechts

Freilich könnte überlegt werden, Coins oder Token beabsichtigt wie Wertpapiere im kapitalmarktrechtlichen Sinn auszugestalten und sie so dem klassischen kapitalmarktrechtlichen Regime zu unterwerfen. Betrachtet man die globale Ausrichtung der ICOs und ITOs der vergangenen Monate, wäre dies freilich mit einem bedeutenden Nachteil verbunden: Sämtliche Rechtsordnungen, die für ein ICO / ITO interessant sind, haben strikte kapitalmarktrechtliche Regelungen, die ein öffentliches Angebot von Wertpapieren verbieten sofern nicht ein bestimmtes Verfahren eingehalten wird. In der Europäischen Union ist dies die Billigung eines Kapitalmarktprospekts durch die jeweils zuständige Aufsichtsbehörde, in Österreich die Finanzmarktaufsicht (FMA), und allenfalls eine Notifizierung (Passporting) an alle für ein öffentliches Angebot in Betracht kommenden Mitgliedstaaten. Vergleichbare Regelungen bestehen in allen entwickelten Märkten. Eine weltweite Begebung von als Wertpapier ausgestalteten Coins oder Token kann sich damit als aufwändiger Prozess darstellen. Für eine regional beschränkte Emission von Token-Wertpapieren oder Coin-Wertpapieren nach klassischem Kapitalmarktregime können aber freilich gute Gründe sprechen.

Bei einer Ausgestaltung von Coins oder Token als Wertpapier stellt sich jedoch die Frage nach deren wertpapierrechtlicher Einordnung. Diese ist von der oben behandelten Frage der Anwendbarkeit des Kapitalmarktrechts zu unterscheiden.

Im österreichischen Wertpapierrecht herrscht weitgehend Typenzwang, ähnlich wie im Sachenrecht.¹⁶ Es sollen nicht beliebig neue Typen von umlauffähigen Wertpapieren (Inhaber- und Orderpapiere) durch Privatautonomie erzeugt werden können. Der Grund dafür ist ein gesteigerter Verkehrsschutzgedanke. Inhaber- und Orderpapiere, also solche, die in der Regel nicht auf den Namen einer Person lauten, folgen weitgehend ähnlichen Regeln wie bewegliche Sachen. Aus diesem Grund solle der Typenzwang des Sachenrechts ebenso auf sie angewendet werden. Dies hat etwa zur Folge, dass an den Besitz des Wertpapiers die Vermutung eines gültigen Titels anknüpft (§ 323 ABGB), dass die Übertragung des Eigentums grundsätzlich von der

¹⁴ Zib/Russ/Lorenz, KMG (FN 12) § 1 Rz 26 f.

¹⁵ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (FN 10) § 11 Rz 18 mwN.

¹⁶ Vgl. Keinert, Handbuch des Wertpapierrechts (2014) Rz 196 ff.

körperlichen Übergabe „von Hand zu Hand“ abhängig ist (§ 426 ABGB), und dass unter bestimmten Voraussetzungen gutgläubig Eigentum vom nichtberechtigten Veräußerer erfolgen kann (§ 367 ABGB). Im Vordergrund steht der Gedanke des Vertrauensschutzes.

Von den verfügbaren Wertpapierarten liegt wegen der leichten Verkehrsfähigkeit von Coins und Token zunächst ein Vergleich mit Inhaberpapieren nahe. Ganz allgemein besteht jedoch die Besonderheit des Wertpapiers darin, dass ein Recht mit einer Urkunde verbunden wird, indem es in dieser verbrieft wird. Möglich sind Einzelverbriefung, also in Form einzelner physischer Wertpapiere, oder eine Sammelverbriefung in Form einer einzelnen Sammelurkunde, die sämtliche Rechte verbrieft (§ 24 lit a DepotG¹⁷). Eine völlige Entmaterialisierung des Wertpapiers, also ein Verzicht auf eine physische Urkunde ist in Österreich hingegen nicht vorgesehen.

Coins oder Token können mangels einer physischen Urkunde nicht Wertpapiere im klassischen Verständnis sein. Allerdings könnte überlegt werden, in den jeweiligen Wertpapierbedingungen an die Inhaberschaft der Coins und Token besondere Gutglaubensregeln zu knüpfen. Auch das Sachenrecht kennt neben der tatsächlichen Inhaberschaft (bei beweglichen Sachen) nämlich noch eine zweite Form einer sicheren, an wahrnehmbare Anhaltspunkte anknüpfenden, und damit auch Gutglaubensschutz ermöglichenden Zuordnung von Rechten¹⁸: die Eintragung in einem öffentlichen Register und deren Umschreibung wie etwa bei Grundstücken oder Schiffen. Die Blockchain (als zumindest öffentlich verfügbares und nicht veränderbares Register) kann dem Gedanken des Gutglaubenschutzes damit jedenfalls entsprechen.

VII. Ergebnis

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass ein Initial Coin Offering oder ein Initial Token Offering in Österreich durchaus unter das Kapitalmarktregime fallen kann. Ob dies tatsächlich der Fall ist, kann durch die Beantwortung von zwei Fragen geprüft werden:

1. Gewähren die ausgegebenen Coins oder Token Rechte, die mit Aktien oder Anleihen vergleichbar sind? Bejahendenfalls sind diese Coins und Token als Wertpapiere iSd KMG zu qualifizieren. Das Kapitalmarktrecht ist in diesem Fall anzuwenden.
2. Gewähren die ausgegebenen Coins oder Token ihren Inhabern sonst Vermögensrechte gegenüber dem Ausgeber, also Forderungsrechte, Mitgliedschaftsrechte oder dingliche Rechte? Bejahendenfalls sind diese Coins oder Token (bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen) als Veranlagungen iSd KMG zu qualifizieren. Das Kapitalmarktrecht ist in diesem Fall anzuwenden.

Sind hingegen beide Fragen zu verneinen, so handelt es sich bei den Coins oder Token weder um Wertpapiere im kapitalmarktrechtlichen Sinn noch um Veranlagungen. Das österreichische Kapitalmarktrecht scheidet damit aus.

Eine wertpapierrechtliche Qualifikation von Coins oder Token als Wertpapier muss hingegen mangels verbriefturkunde ausscheiden. Allerdings könnte überlegt werden, Wertpapiere zu begeben, bei denen die Inhaberschaft eines bestimmten Coins oder Tokens die Vermutung der Inhaberschaft am Wertpapier nahelegt.

Für die Rechtspraxis stellen ICO / ITO jedenfalls eine aufregende neue Finanzierungsform dar, deren Besonderheiten wohl in noch so manchem künftigen Beitrag Rechnung zu tragen ist.

> DR. OLIVER VÖLKEL, LL.M.

Rechtsanwalt und Partner bei Stadler Völkel Rechtsanwälte,
Seilerstätte 24, 1010 Wien. E-Mail: oliver.vaelkel@svlaw.at,
Web: www.svlaw.at.

¹⁷ Bundesgesetz vom 22. Oktober 1969 über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz), BGBl 424/1969 idF BGBl I 69/2015.

¹⁸ Im Detail Roth, Das zukünftige Recht der Bucheffekten, ÖBA 2011, 607.