

RAin/StBin Dr. Barbara Koch-Schulte, München

Managementbeteiligungen für Private Equity- und Venture Capital-Investments

– Herausforderungen für Corporate VCs –

RAin/StBin Dr. Barbara Koch-Schulte ist Partnerin bei der Kanzlei POELLATH in München.

Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Bei dem Erwerb von Unternehmen bieten Finanzinvestoren dem Management in der Regel den Erwerb einer Beteiligung an. Das ist für viele Manager attraktiv. Corporate Investors möchten dieser Praxis gerne folgen, um Manager zu gewinnen. Bei der Umsetzung solcher Managementbeteiligungen sind aber einige Besonderheiten zu beachten. Die Standards der Finanzinvestoren lassen sich nicht eins zu eins übertragen.

I. Einleitung

Die Beteiligung des Managements am eigenen Unternehmen ist ein wesentlicher Bestandteil von Private Equity- und Venture Capital-Investments. Als reine Finanzinvestoren sind Private Equity- und Venture Capital-Fonds auf ein ambitioniertes und motiviertes Management angewiesen. Anders als strategische Investoren verfügen sie nicht über das vertiefte operative Know-how und das entsprechende Personal zur Führung des erworbenen Unternehmens, sondern stellen Kapital und ein beratendes Netzwerk zur Verfügung.

Hinzu kommt, dass die meisten Finanzinvestoren Gesellschafter auf Zeit sind. Sie beabsichtigen, das Unternehmen mittelfristig wieder zu verkaufen und dabei einen Gewinn zu realisieren. Als Angestellte haben Manager per se kein Eigeninteresse am Verkauf des Unternehmens. Ein Verkaufsinteresse hat nur der Gesellschafter.¹ Insofern ist es konsequent, dass Finanzinvestoren beim Erwerb eines Unternehmens dem Management die Möglichkeit geben, sich an „ihrem“ Unternehmen zu beteiligen. Als Mitgesellschafter teilen die Manager das Interesse der Finanzinvestoren am erfolgreichen Verkauf des Unternehmens, es entsteht ein Gleichlauf der Interessen. Bei Start-ups dient das Angebot von Gesellschaftsanteilen auch dem Zweck, später eintretende Manager zu Mitgründern zu machen. Mitarbeiter und Manager sollen Teil der Gründungsgeschichte sein und vom Wertzuwachs des jungen Unternehmens profitieren können.

Während „klassische“ Private Equity- und Venture Capital-Fonds an einem mittelfristigen Verkauf des Unternehmens interessiert sind, gilt dies nicht unbedingt für Corporates als Investoren.² Sie sind eher an der langfristigen Entwicklung und ggf. Integration des Unternehmens in die eigene Unternehmensgruppe interessiert. Allerdings ist die Möglichkeit,

¹ Sog. Principal-Agent-Konflikt, der durch die Beteiligung des Managements am Kapital aufgelöst wird. Siehe hierzu u.a. Christoph Weber, Transaktionsboni für Vorstandsmitglieder: Zwischen Gewinnchance und Interessenkonflikt.

² Das gleiche Problem stellt sich häufig auch für langfristig investierende Family Offices.

sich am Unternehmen beteiligen zu können, für viele Manager mittlerweile ein Grund, um bei von Finanzinvestoren gehaltenen Unternehmen anzuheuern. Zur Vermeidung von Wettbewerbsnachteilen im Recruiting von Führungskräften sehen sich daher auch Corporate Venture Capital-Investoren veranlasst, Managementbeteiligungen anzubieten. Bei der Strukturierung solcher Beteiligungen stellt aber der fehlende Exit des Investments ein Problem dar. Es fehlt am natürlichen Ende und Ziel der Beteiligung.

Der folgende Beitrag beschäftigt sich mit marktüblichen Gestaltungsalternativen für Managementbeteiligungen sowie den Schwierigkeiten für die Übernahme dieser Strukturen durch Corporate VCs, und erläutert Lösungsmöglichkeiten für Corporate VCs.

II. Marktübliche Gestaltungen für Managementbeteiligungen

Managementbeteiligungen werden zumeist in Form von Eigenkapitalbeteiligungen angeboten. Der Manager stellt eigenes Geld ins Risiko und erhält dafür eine Beteiligung an „seinem“ Unternehmen. Aufgrund der damit verbundenen Risikobeteiligung, aber auch durch die Tatsache, dass der Manager damit Gesellschafter wird, stellt die Eigenkapitalbeteiligung die Beteiligungsform mit dem stärksten motivierenden Effekt dar. Demensprechend ist sie im Bereich von Private Equity-Investments die am meisten verwendete Managementbeteiligungsform, auch wenn sie in der Strukturierung und Verwaltung komplex ist.

Fremdkapitalbeteiligungen beinhalten ebenfalls ein Risikoelement, da auch hier Kapital eingesetzt werden muss, um sie zu erwerben. Aber sie haben ohne die Gesellschafterposition und die damit verbundenen Rechte keine vergleichbare Wirkung. Genussrechte und partiarische Darlehen werden in der Praxis zwar ebenfalls als Beteiligungsinstrument verwendet, dies aber eher im Bereich der breiteren Mitarbeiterbeteiligung und weniger auf Managementebene.³

Stock Options sind vor allem in den USA eine für die Mitarbeiter- und Management-Incentivierung sehr verbreitetes Instrument. In Deutschland steht das Steuersystem dem Einsatz von Optionen im Wege. Zwar können Optionen unentgeltlich zugeteilt werden und erlauben auch in Deutschland bei Ausübung den Erwerb echter Kapitalanteile. Bei der Ausübung der Option, d.h. beim Erwerb von Aktien, fällt jedoch ESt in voller Höhe auf den Verkehrswert der erworbenen Aktien an. Da die Aktien im Anschluss in der Regel nicht frei verkauft werden können, hat der Mitarbeiter die Steuerlast aus seinem sonstigen Vermögen zu tragen (sog. Dry Income).

³ Fremdkapitalbeteiligungen erlauben auch nur für Fremdkapital übliche Renditen, jedenfalls wenn eine Besteuerung als Kapitaleinkommen angestrebt wird.

Die steuerliche Situation hat dazu geführt, dass Aktienoptionen in Deutschland nur in wenigen Fällen, z.B. als Vergütungsbestandteil für Vorstände von börsennotierten AG, Anwendung finden.

Aufgrund der steuerlichen Problematik finden sich auch bei deutschen Start-ups eher selten echte Stock Options, obwohl sie z.B. bei angelsächsischen Start-ups sehr häufig vorkommen. Das sog. Fondsstandortgesetz soll seit 01.07.2021 Abhilfe für das steuerliche Problem schaffen. Darin ist geregelt, dass die anfallende Steuer für bis zu zwölf Jahre gestundet werden kann. Der Anwendungsbereich des Gesetzes ist jedoch auf kleine und mittlere Unternehmen mit Sitz in Deutschland beschränkt. Schon jetzt zeigt die Praxis, dass der Anwendungsbereich der Norm überschaubar ist. Viele Unternehmen erfüllen die Voraussetzungen für die Anwendung des Gesetzes nicht oder sehen wegen der nach wie vor gegebenen gesellschaftsrechtlichen Komplexität⁴ bei der Begebung von Optionen von der Ausgabe ab.

Als Alternative zur Ausgabe von echten Stock Options hat sich bei jungen Unternehmen daher die Ausgabe von sog. Virtual Options etabliert.⁵ Hierbei handelt es sich, technisch gesehen, um reine Bonusvereinbarungen. Der Mitarbeiter wird wirtschaftlich so gestellt, als wären echte Optionen zugeteilt worden, die bei Verwirklichung des vereinbarten Liquiditätsereignisses in bar durch Zahlung eines entsprechenden Betrages abgerechnet werden. Eine günstige Besteuerung lässt sich dadurch nicht erreichen.

1. Managementeigenkapitalbeteiligungen

Für den Erwerb einer Eigenkapitalbeteiligung investiert der Manager i.d.R. ein bis zwei Bruttojahresgehälter. Das Angebot zum Erwerb der Beteiligung macht der Gesellschafter zumeist nur der Geschäftsleitung und der zweiten oder dritten Führungsebene. Eine weitere Streuung ist aufgrund des hohen administrativen Aufwands solcher Beteiligungen, aber auch aufgrund der sinkenden Akzeptanz für den Einsatz eigenen Kapitals bei unteren Hierarchiestufen nicht üblich. Bei größeren Private Equity-Investments erwirbt der Investor das Unternehmen i.d.R. über mehrere Holdinggesellschaften. Die Managementbeteiligung wird regelmäßig auf einer der oberen Holdinggesellschaften aufgesetzt.

a) Beteiligung über eine Poolinggesellschaft

Zur einfacheren Verwaltung der Beteiligung vieler Einzelpersonen an der Holdinggesellschaft, wird die Managementbeteiligung i.d.R. über eine Poolinggesellschaft aufgesetzt. In Deutschland hat sich hierfür eine GmbH & Co. KG als Rechtsform etabliert. Sie hat den Vorteil, dass sie steuerlich transparent ausgestaltet und gleichzeitig aufgrund der Handelsregisterpublizität besser verwaltet werden kann. Die Manager erwerben insofern einen Kommanditanteil, der ihre Beteiligung an der Holdinggesellschaft vermittelt.

⁴ Optionen erfordern die Begebung von genehmigtem oder bedingtem Kapital und sind bei GmbHs außerdem beurkundungspflichtig.

⁵ Die Begriffe für solche Beteiligungen sind sehr verschieden. Man spricht von Phantom Shares, Virtual Options, Virtual Shares, Performance Share Units und Long Term Incentive-Programmen. Nicht immer sind mit den unterschiedlichen Bezeichnungen auch unterschiedliche Regelungen gemeint.

b) Kapitalstruktur und Sweet Equity

Das Kapital der Holdinggesellschaft entspricht bei Private Equity-Akquisitionen dem Nettokaufpreis für das Target (abzüglich Bankfinanzierung) zzgl. Transaktionskosten. Ein Teil des Kapitals, der größere mit 85 bis 95%⁶, wird als Gesellschafterdarlehen oder Vorzugskapital zur Verfügung gestellt. Er ist vorrangig zu bedienen, ist aber nur begrenzt am Wertzuwachs beteiligt, nämlich nur in Höhe eines festen Prozentsatzes. Eine weitere Beteiligung an den stillen Reserven ist ausgeschlossen. Die übrige Finanzierung besteht aus Stammkapital, das voll an den stillen Reserven beteiligt ist, aber eben im Rang nach den Gesellschafterdarlehen und/oder dem Vorzugskapital steht.

Die Poolinggesellschaft erwirbt in der Regel einen Teil des Stammkapitals und teilweise auch einen unterproportionalen Anteil an den Gesellschafterdarlehen bzw. am Vorzugskapital. Zum Teil werden aber auch Investments mit demselben Split von Vorzugskapital und Stammkapital vom Management (indirekt) gezeichnet. Im Falle einer überproportionalen Beteiligung am Stammkapital (im Vergleich zur Kapitalstruktur des Gesamtunternehmens) steht das Investment höher im Risiko, da im Rahmen der Gewinnverteilung zunächst die Gesellschafterdarlehen bzw. das Vorzugskapital bedient werden muss. Im Falle einer sehr positiven Wertentwicklung ist aber auch der Gewinn im Verhältnis zum eingesetzten Kapital höher als derjenige des Investors (sog. Sweet Equity).

c) Vertragliche Regelungen: Exit und Leaver Scheme

Der Investor, die Poolinggesellschaft und die beteiligten Manager schließen in der Regel eine Gesellschaftervereinbarung, in welcher die wesentlichen Bedingungen der Beteiligung geregelt sind. Dazu gehören vor allem Mitverkaufsrechte und -pflichten im Falle eines Unternehmensverkaufs (sog. Exit). Denn grundsätzlich kann der Investor als Mehrheitsgesellschafter über Form, Zeitpunkt und Bedingungen des Exits entscheiden. Die Manager sind dann aber verpflichtet, auf Anfordern des Investors ihre Beteiligung zu denselben Bedingungen mit zu verkaufen, oder haben das Recht, den Investor zum Mitverkauf zu zwingen. Außerdem sind bestimmte Kooperationspflichten geregelt, aber auch die Bedingungen für Umstrukturierungen und die Voraussetzungen für die Durchführung von Kapitalerhöhungen.

Einen weiteren wesentlichen Regelungskomplex betrifft das Ankaufsrecht des Investors für den Fall, dass der Manager das Unternehmen verlässt oder in anderen Fällen, wenn z.B. in das Investment vollstreckt wird oder der Manager gegen vertragliche Vereinbarungen verstößt. Bei Beendigung des Anstellungsverhältnisses hat der Investor oder eine unter seiner Kontrolle befindliche Gesellschaft das Recht, innerhalb einer Frist von zwischen drei und zwölf Monaten das Investment zurückzukaufen. Der Kaufpreis bemisst sich danach, ob das Anstellungsverhältnis aus Gründen endet, für die der Manager verantwortlich ist (sog. Bad Leaver), oder aus anderen Gründen (sog. Good Leaver). Der Good Leaver erhält in der Regel den Verkehrswert als Kaufpreis, der Bad Leaver den niedrigeren Wert von Anschaffungskosten und Verkehrs-

⁶ In der Vergangenheit sah man auch Anteile von bis zu 99%, was aber kaum noch vorkommt, da eine so starke Hebelung z.B. in Luxemburg steuerlich nicht mehr anerkannt wird.

wert. Beim Good Leaver hängt der Anteil des Verkehrswertes am Gesamtkaufpreis teilweise auch davon ab, wie lange der Manager bereits im Unternehmen ist: je länger, desto höher ist der Verkehrswertanteil (sog. Vesting).

d) Besteuerung

Aufgrund der steuerlichen Transparenz der Poolinggesellschaft werden die beteiligten Manager in der Regel so besteuert, als wären sie direkt an der Holdinggesellschaft, also einer KapGes. beteiligt. Einkünfte aus einem Kapitalinvestment unterliegen in Deutschland grundsätzlich der sog. Abgeltungssteuer von 25% (zzgl. SolZ und evtl. KiSt). Wenn die Beteiligung jedoch zu stark mit dem Arbeitsverhältnis verknüpft ist, droht eine Umqualifizierung in Arbeitslohn, also eine Mehrbelastung mit ESt von 20 Prozentpunkten, sowie eine LSt-pflicht für den Arbeitgeber. Zwar hat der Bundesfinanzhof in den letzten Jahren in einigen Entscheidungen für typische Private Equity-Investments die Besteuerung als Kapitaleinkommen bestätigt, die Finanzverwaltung erkennt diese Rechtsprechung aber noch nicht vollumfänglich an.⁷

Beim Erwerb einer Managementbeteiligung ist darauf zu achten, dass die Beteiligung zum Verkehrswert erworben wird. Der Verkehrswert entspricht u.a. dem Marktpreis für den Erwerb der Beteiligung, wenn diese Transaktion nicht länger als zwölf Monate zurückliegt (§ 11 Abs. 2 BewG). Derzeit wird diskutiert, ob das besondere Risikoprofil von Sweet Equity Auswirkungen auf die Einstiegsbewertung solcher Investments hat.⁸

2. Virtuelle Beteiligungen und Exit Boni

Virtuelle Beteiligungen sind zweiseitige, rein schuldrechtliche Vergütungsabreden. Sie begründen lediglich Zahlungsansprüche des Managers, vermitteln aber keine Gesellschafterrechte. Sie können sehr flexibel ausgestaltet werden: z.B. ist der Nachbau einer echten Eigenkapitalbeteiligung möglich, sodass der Manager wirtschaftlich so gestellt wird, als ob er echte Anteile an einer Gesellschaft halten würde. Aber auch optionsähnliche Gestaltungen oder reine Exit Boni, die in Abhängigkeit vom Erreichen bestimmter Ziele (IRR, Hurdle o.Ä.) gezahlt werden, kommen in der Praxis vor.

Der Grund für die Vereinbarung einer virtuellen Beteiligung liegt häufig darin, dass der Manager echtes Eigenkapital nicht erwerben kann bzw. ein solcher Erwerb wirtschaftlich nicht sinnvoll ist. Das ist z.B. dann der Fall, wenn der Manager nicht über das erforderliche Kapital verfügt, die Gesellschafterstruktur eine solche Beteiligung nicht zulässt⁹ oder ein Investment wirtschaftlich nicht attraktiv ist, weil nur geringe Wertsteigerungen zu erwarten sind oder kein Verkauf des Arbeitgeberunternehmens vorgesehen ist.

7 Siehe dazu z.B. BFH vom 14.10.2016, IX R 43/15, BStBl. II 2017, 790; vom 01.12.2020, VIII R 21/17, BStBl. II 2021, 609. Dazu Koch-Schulte/de Toma, BB 2021 S. 215, 2839. BFH vom 01.12.2020, VIII R 40/18, BFH/NV 2021, 970 wird derzeit von der Finanzverwaltung nicht angewendet.

8 Siehe BFH vom 01.12.2020, VIII R 40/18, BFH/NV 2021, 970; vom 01.12.2020, VIII R 21/17, BStBl. II 2021, 609. Dazu Koch-Schulte/de Toma, BB 2021 S. 215, 2839.

9 Bei PersGes. ist eine Eigenkapitalbeteiligung häufig schwierig, da die Position der Gesellschafter nicht nur kapitalmäßig bestimmt wird, d.h. der einzelne Gesellschafter sehr starke Rechte hat.

a) Inhalt der Vereinbarung

Da es sich bei virtuellen Beteiligungen um schuldrechtliche Vereinbarungen handelt, ist jedes Detail vertraglich festzulegen. Es kann ja nicht an die gesellschaftsrechtlichen Vorgaben von Anteilen angeknüpft werden. In der Vereinbarung müssen die Parteien insbesondere die Voraussetzungen für die Entstehung der Zahlung regeln. Soll es eine Einmalzahlung sein oder soll es, z.B. mit jeder Dividendenausschüttung, laufende Auszahlungen geben? Wie ermittelt sich der Bonusbetrag? Wann wird er fällig? Ist bei einem Einmalbetrag eine Auszahlung in Raten vorzusehen? Bei einer Phantom Share-Vereinbarung, die wirtschaftlich eine echte Beteiligung nachbaut, kann für die Bonusberechtigung darauf verwiesen werden, was ein echter Gesellschafter auf seine Anteile erhält. Aber auch hier muss z.B. für den Fall von Kapitalerhöhungen geregelt werden, ob die Beteiligung virtuell verwässert wird, oder ob der Manager so gestellt wird, als hätte er sein Bezugsrecht ausgeübt. Auch eine Beteiligung an laufenden „Ausschüttungen“ und die Ermittlung eines eventuellen „Veräußerungsgewinns“ sind genau zu definieren.

Zu regeln ist auch, was mit der Beteiligung passiert, wenn der Manager das Unternehmen verlässt. Ist die Entstehung des Anspruchs von einem zukünftigen Ereignis abhängig, ist der Bonus also keine Gegenleistung für die aktuelle Erbringung der Arbeit, lässt sich ggf. ein Wegfall des Anspruchs rechtfertigen. Hier setzt aber das Arbeitsrecht Grenzen für den Wegfall von Ansprüchen. In der Regel wird auch bei virtuellen Beteiligungen ein Leaver Scheme geregelt, der, je nach Grund für die Beendigung des Dienstverhältnisses, unterschiedlich hohe Abfindungsansprüche für Good und Bad Leaver vorsieht.

Da es sich um eine schuldrechtliche Nebenvereinbarung zum Arbeitsvertrag handelt, sind auch Auswirkungen auf Pensionsansprüche und andere Zahlungen zu regeln, eine betriebliche Übung sollte ausgeschlossen werden und die Laufzeit der Vereinbarung muss festgelegt werden.

b) Vertragsparteien

Bei der Bestimmung der Vertragsparteien sind zwei Szenarien denkbar: der Manager schließt (1) den Vertrag mit seinem Arbeitgeber oder (2) mit dem Gesellschafter seines Arbeitgebers.

Szenario (1) ist zunächst das nächstliegende, da es sich bei der virtuellen Beteiligung um eine Nebenvereinbarung zum Arbeitsvertrag handelt. Zahlungen aus dieser Beteiligung sind zunächst einmal Personalaufwand und können damit bei der Arbeitgebergesellschaft als Betriebsausgabe berücksichtigt werden. Auch Rückstellungen sind grundsätzlich nach den allgemeinen Grundsätzen zu bilden, wobei für rein exitabhängige Zahlungen die Bildung von Rückstellungen nach HGB unzulässig ist.¹⁰

Bei virtuellen Beteiligungen oder Exit Boni, die allein an die Steigerung des Anteilswertes geknüpft sind bzw. einen möglichst hohen Veräußerungserlös des Gesellschafters honorieren, wird z.T. vertreten, dass solche Zahlungen verdeckte Gewinnausschüttungen (vGA) sein könnten und damit steuerlich nicht abzugsfähig wären. Dies ist aber nicht zwingend, da der Wertzuwachs der Anteile letztlich vom

10 Siehe BFH vom 15.03.2017, I R 11/15, BStBl. II 2017, 1043.

Gewinn der Gesellschaft abhängig ist.¹¹ Zur Vermeidung des vGA-Risikos, aber auch aus praktischen Gründen (im Verkaufsfall kommt die Liquidität ja bei den Gesellschaftern an), werden daher virtuelle Beteiligungen auch mit den Gesellschaftern geschlossen.

c) Besteuerung

Einkünfte aus virtuellen Beteiligungen sind für Manager Einkünfte aus nichtselbstständiger Tätigkeit und damit voll (lohn-) steuerpflichtig. Es gibt keine Möglichkeit einer steuergünstigen Gestaltung ohne Kapitalüberlassung im Gegenzug. Die Arbeitgebergesellschaft ist damit lohnsteuereinbehaltungspflichtig. Dies gilt in der Regel auch, wenn der Gesellschafter zahlungsverpflichtet ist. Denn sog. Drittvergütungen unterliegen dem LSt-einbehalt, wenn der Arbeitgeber weiß oder wissen könnte, dass solche Zahlungen stattfinden (§ 38 Abs. 1 Satz 3 EStG). Im Falle von Managementbeteiligungen ist davon regelmäßig auszugehen.

3. Probleme von Corporate VCs bei der Strukturierung von Managementbeteiligungen

Wenn Corporate VCs ihren Managern ähnliche Beteiligungen anbieten wollen, wie „klassische“ Private Equity- oder Venture Capital-Investoren, stehen sie i.d.R. vor mehreren Schwierigkeiten. So fehlt es insbesondere an einem Exit, über den die Beteiligung abgerechnet werden kann und durch den die erforderliche Liquidität für die Zahlung zufließt. Insofern stellt sich die Frage, wie den Managern eine Realisation des Wertzuwachses ermöglicht werden kann. Aber bereits bei der Strukturierung einer Eigenkapitalbeteiligung steht der Corporate VC vor dem Problem, eine vergleichbare Kapitalstruktur für die Schaffung von Sweet Equity darstellen zu können. Ohne Sweet Equity kann der Manager einen wirtschaftlich attraktiven Anteil am Unternehmen häufig nicht erwerben. Insofern müssen für den Corporate VC eigene Strukturierungsansätze für Managementbeteiligungen entwickelt werden, um vergleichbare Angebote machen zu können.

Vorab muss sich aber jeder Corporate VC zunächst die Frage stellen, ob eine Exit-getriebene Managementbeteiligung für ihn eigentlich die richtige Form der Management-Incentivierung ist. Denn die Ziele des Corporate VCs sind zwar ebenfalls auf die Wertsteigerung des Unternehmens gerichtet, können aber durch andere operative Ziele überlagert oder ergänzt werden. So kann es vielleicht eher darum gehen, das erworbene Unternehmen langfristig in die Muttergesellschaft des Corporates zu integrieren oder ein Produkt zu entwickeln, das für die Nutzung durch den Corporate VC bestimmt ist. Diese Erwägungen müssen Teil der Überlegungen zur Strukturierung einer attraktiven Managementbeteiligung sein.

III. Gestaltungsalternativen für Corporate VCs

Grundsätzlich stehen dem Corporate VC beim Erwerb eines Unternehmens dieselben Strukturierungsmöglichkeiten für Managementbeteiligungen offen wie dem Private Equity- oder Venture Capital-Fonds. Das fehlende Exit-Szenario erfordert jedoch Anpassungen.

1. Eigenkapitalbeteiligung mit Optionsrechten

Anders als bei einem bereits bestehenden Familienunternehmen steht es dem Corporate VC grundsätzlich frei, die Akquisition ebenfalls über einen Split von Stammkapital und Gesellschafterdarlehen bzw. Vorzugskapital zu finanzieren. Aufgrund der längeren Laufzeit des Investments ist der Gegenfinanzierung des Zinses bzw. der Vorzugsdividende jedoch mehr Aufmerksamkeit zu schenken. Es darf nicht dazu kommen, dass diese die Wertsteigerung des Unternehmens auf Dauer vollständig absorbieren, sodass auf das Stammkapital kein Wert mehr allokiert werden kann.

Aufgrund des fehlenden Exits muss eine andere Realisationsmöglichkeit für die Beteiligung geschaffen werden. Dies geschieht in der Regel durch die Vereinbarung von An- und Verkaufsoptionen ab einem bestimmten Zeitpunkt. Dadurch kann der Manager verlangen, dass er die Beteiligung zu einem bestimmten Zeitpunkt an den Gesellschafter zum Verkehrswert verkaufen kann. Übt er diese Option in einem bestimmten Zeitfenster nicht aus, so erhält der Gesellschafter das Recht, die Beteiligung zum Verkehrswert zurückzukaufen. Die Optionen dürfen nicht zeitgleich zu gleichen Bedingungen vereinbart werden, da eine solche Doppeloption steuerlich den Übergang des wirtschaftlichen Eigentums der Beteiligung auf den Manager verhindert.¹²

Für die Finanzierung des Kaufpreises muss der Corporate VC Vorkehrungen treffen. Zum einen fließt, anders als bei einem Exit, bei einer „technischen“ Abrechnung der Beteiligung dem Investor kein Geld von außen zu, um das Programm zu bedienen. Zum anderen ist der Corporate VC in seiner Finanzierung nicht von den Capital Calls seiner Investoren abhängig, sondern ihm steht aus dem Betrieb Liquidität zur Verfügung. Zur Vermeidung eines einmaligen hohen Mittelabflusses bietet sich die Vereinbarung von ratierlichen Zahlungen an, z.B. Jahresraten über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren.

Die zeitliche „Befristung“ der Beteiligung kann für den Corporate VC ein Problem darstellen, wenn er eine langfristige Bindung des Managements an das Unternehmen wünscht. Zwar müssen die Optionen nicht ausgeübt werden. Sie beinhalten aber ein Risiko, dem nur durch rechtzeitige Gespräche begegnet werden kann.

2. Virtuelle Beteiligungen und Long Term Incentives

Eine einfache Alternative der Management-Incentivierung stellt für Corporate VCs die virtuelle Beteiligung dar. Da es sich um eine rein schuldrechtliche Vereinbarung handelt, lässt sie sich flexibel an die Bedürfnisse des Corporate VCs anpassen. Sie kann eigenkapitalähnlich ausgestaltet werden, aber auch Variationen enthalten, die den besonderen Interessen des Corporate VCs entsprechen. Dies betrifft insbesondere die zusätzliche Vereinbarung von operativen Zielen oder eine Beteiligung an laufenden Gewinnausschüttungen. Werden andere Ziele oder Referenzgrößen aufgenommen, spricht man in der Regel von Long Term Incentives.

Da ein Exit als Abrechnungsereignis fehlt, ist die Beteiligung zu befristen. Um eine langfristige Bindung zu erreichen, können in Zeitabständen neue Tranchen der Beteiligung ausgegeben werden. In diesem Zusammenhang muss sich der Corporate VC außerdem Gedanken darüber machen, wie er die Bemessungsgrundlage für eine solche virtuelle Beteiligung ermittelt. Es fehlt ja am durch den Exit bestimmten Marktpreis. Hier bietet

¹¹ So auch FG Münster vom 01.10.2014, 9 K 4169/10 K, DStRE 2017 641.

¹² BFH vom 11.07.2006, VIII R 32/04, BStBl. II 2007, 296.

sich die Verwendung von Formelbewertungen an, wie sie auch der Bestimmung von Kaufpreisen im Exit-Fall zugrunde liegen (EBITDA x Markt-Multiple – Nettofinanzverbindlichkeiten). Für den Markt-Multiple ist vorab entweder ein Wert zu vereinbaren oder eine Peer Group zu bestimmen, aus der man einen Median als Markt-Multiple ableiten kann. Alternativ kann auch ein Bewertungsgutachten zugrunde gelegt werden. Diese Alternative ist verursacht jedoch erhebliche Kosten. Ebenfalls zu regeln ist die Auszahlung des Programms, die, je nach Volumen, wie bei der Eigenkapitalbeteiligung in Raten erfolgen kann. Diese Ratenzahlungen können noch einmal mit Retention-Elementen und Wohlverhaltensauflagen verbunden werden, wenn gewünscht.

Insofern bietet die virtuelle Beteiligung dem Corporate VC eine Vielzahl von Gestaltungsmöglichkeiten. Je weiter er sich jedoch von der Ausrichtung an einer echten Kapitalbeteiligung entfernt, desto eher besteht die Gefahr, dass die virtuelle Beteiligung wirtschaftlich nicht als vergleichbar mit einer Beteiligung am Target eines Private Equity- oder klassischen Venture Capital-Investors gesehen wird. Je individueller die Ausgestaltung, desto mehr Erklärungsbedarf besteht im Einzelfall, sodass die gewünschte Attraktivität im „War of Talents“ mit Private Equity nicht erreicht wird.

3. Kombinationsmodelle: Matching Stocks und ähnliche Konzepte

Denkbar ist aber auch eine Kombination aus Eigenkapitalbeteiligung und Bonuskomponente. Ist z.B. die Gestaltung von Sweet Equity nicht möglich, so kann dem Manager dennoch die Möglichkeit einer Eigenkapitalbeteiligung gegeben werden. Um einen attraktiven Ertrag in darzustellen, kann in Abhängigkeit z.B. von der Erreichung eines bestimmten EBITDA nach mehreren Jahren eine der echten Beteiligungsquote entsprechende Vergütung in Form eines Bonus vereinbart werden. Diese Zahlung kann, nach Abzug der darauf entfallenden LSt, wieder für den Erwerb weiterer Kapitalanteile genutzt werden (sog. Matching Stocks).

Die zusätzliche Bonuskomponente muss aber nicht nur an die Unternehmenswertsteigerung anknüpfen, sondern auch hier können weitere Ziele individuell passend in die Bonuskomponente integriert werden. Wichtig ist, dass diese Ziele langfristig angelegt sind. Für die Erreichung kurzfristiger Ziele ist die Tantieme als Jahresbonus besser geeignet.

Eigenkapitalanteil und Bonus werden also wirtschaftlich kombiniert, bleiben aber eigenständige Konzepte, die auch separat voneinander zu vereinbaren und zu besteuern sind. Von einer zu engen Verbindung, z.B. über die Vereinbarung überproportionaler Gewinnanteile in einer Gesellschaftervereinbarung, ist aus steuerlichen Gründen abzuraten. Überproportionale Gewinnanteile, die nicht im Kapitalanteil ihren Grund haben, also nicht in der Satzung als Teil des Kapitalanteils festgeschrieben sind, tragen das Risiko in sich, dass sie als Vergütung zwischen den Gesellschaftern qualifiziert werden. Besteht ein Arbeitsverhältnis kann es zu einer Umqualifizierung des gesamten Anteilserlöses des Managers in Arbeitslohn führen.

IV. Zusammenfassung

Managementbeteiligungen sind regelmäßiger Bestandteil von Private Equity- und Venture Capital-Investments. Sie dienen der Herstellung eines Interessengleichlaufs zwischen Investor und Manager.

In der Praxis kommen vor allem Managementeigenkapitalbeteiligungen und virtuelle Beteiligungskonzepte vor. Für sie haben sich gewisse Regelungsstandards entwickelt, die jedoch für jede Beteiligung neu verhandelt und im Einzelnen angepasst werden.

Corporate VCs haben ebenfalls ein Interesse an der Steigerung des Unternehmenswertes eines erworbenen Unternehmens. Je nach Zielrichtung des betreffenden Investors ist es aber nicht immer unbedingt das einzige Interesse, das mit dem Investment verfolgt wird. Sie stehen aber im Wettbewerb mit Private Equity- und Venture Capital-Investoren um die besten Managementtalente, die immer öfter aktiv Beteiligungsmöglichkeiten anfragen.

Ohne Exit-Szenario fehlt es Corporate VCs an einem natürlichen Ziel und einem Liquiditätsereignis für die Gestaltung einer Managementeigenkapitalbeteiligung. Insofern können marktübliche Beteiligungskonzepte nicht ohne Weiteres auf Corporate-Beteiligungen übertragen werden. Es gibt aber Varianten der klassischen Beteiligungskonzepte, die eine ähnliche Gestaltung zulassen, aber Abweichungen beim Liquiditätsereignis und bei der Finanzierung der Abrechnung vorsehen.

In jedem Fall muss sich der Corporate VC vor der Strukturierung einer Managementbeteiligung fragen, ob das damit verfolgte Ziel einer mittelfristigen Unternehmenswertsteigerung tatsächlich auch mit seinen Zielen übereinstimmt oder ob auch insofern eine andere Ausrichtung verfolgt werden soll. Diese Überlegung sollte am Anfang jeder Diskussion über Management-Incentivierung stehen.

ERKENNTNISSE

- Managementbeteiligungen sind Teil der meisten Investments von Private Equity- und Venture Capital-Investoren. Das Management der Target-Gesellschaften beteiligt sich im Rahmen bestimmter vertraglicher Bedingungen durch Erwerb von Anteilen am „eigenen“ Unternehmen, die bei Exit verkauft werden.
- Auch viele Corporate Venture Capital-Investoren möchten solche Beteiligungen anbieten. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass Corporate VCs in der Regel nicht nach 4-5 Jahren einen Exit anstreben bzw. die Kapitalstruktur oder andere Elemente des Investments von einem reinen Finanzinvestment abweichen. Insofern können Corporate VCs die klassische Form der Managementbeteiligung häufig nicht implementieren.
- Daher sind entweder Anpassungen erforderlich, die einen Exit nachbilden, oder es sind virtuelle Beteiligungen in Betracht zu ziehen. Auch eine Kombination aus echtem Investment und Bonuskomponente ist denkbar. Wichtig ist, dass sich der Corporate VC vorab über seine Ziele im Klaren ist und die Richtung des Incentives entsprechend setzt.

Nina Jüntgen, B.A., Cam-Duc Au, MBA, beide Frankfurt/M., Prof. Dr. Alexander Zureck, Düsseldorf

Security Token Offerings – Erfolgsfaktoren für Token-Verkäufe

Nina Jüntgen, B.A., arbeitet als Referentin Konzernkreditüberwachung bei der DZ BANK AG. **Cam-Duc Au, MBA**, arbeitet als Dozent am FOM Hochschulzentrum Frankfurt/M. und als Manager Beteiligungen bei der P. Keppler Verlag GmbH & Co. KG. **Prof. Dr. Alexander Zureck** ist Professor für Banking & Finance am FOM Hochschulzentrum Düsseldorf.

Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Der Beitrag untersucht die Faktoren, die die Erfolgswahrscheinlichkeit von Security Token Offerings (STO) positiv beeinflussen. Da Security Token regulierte Finanzinstrumente sind, sollten sie weniger Einfluss auf den Finanzierungsprozess haben. Die Ergebnisse zeigen jedoch, dass die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen STO mit Signalen zusammenhängt, die die finanziellen, technischen und ökonomischen Merkmale des Tokens prägen und mit Signalen, die die externen Faktoren beeinflussen.

I. Einleitung

Obwohl innovative Unternehmen über hochqualifizierte Mitarbeiter verfügen, werden ihre Wachstumschancen durch den eingeschränkten Zugang zu den Kapitalmärkten behindert.¹ In den Jahren 2017 und 2018 haben Unternehmen durch blockchain-basierte Initial Coin Offerings (ICO) beträchtliches Kapital aufgenommen. Aus dem ICO-Markt sind Security Token Offerings (STO) hervorgegangen. STOs versprechen wie ICOs, eine neue Finanzierungsquelle für Unternehmen zu schaffen.² Bei dieser alternativen Finanzierungsform wird Kapital mit großer Reichweite und ohne Beteiligung von Zwischenhändlern aufgenommen. Im Gegensatz zu ICOs haben STOs einen Basiswert (bspw. Aktien oder Anleihen). Sie sind auch sicherer als ICOs, da sie bei den erforderlichen Aufsichtsbehörden registriert sind und bestimmte gesetzliche Anforderungen erfüllen müssen. Die meisten ICOs bieten Utility Token an, um eine Regulierung zu umgehen.³ Während bei ICOs auf den Token spekuliert wird, geht es bei Security Token um den dahinterliegenden Zweck, den der Token verkörpert.⁴ Den Startschuss und somit Grundstein für diese neue Finanzierungsform legte das deutsche Start-up Bitbond im Jahr 2019. Das Berliner Unternehmen konzipierte ein regulatorisch konformes Wertpapierprospekt, welches von der Finanzaufsicht Bafin gebilligt wurde. Laut eigenen Angaben kostete die Entwicklung des Dokuments ca. 120.000 €, was allerdings zu einem Funding i.H.v. 100 Mio. € führen sollte.⁵ In den darauffolgenden Jahren folgten weitere Unternehmen dem Beispiel von Bitbond. So emittierte das FinTech-Unternehmen Auto1 FT digitale Wertpapiere i.H.v. 4 Mio. €. Dies wurde durch die Zusammenarbeit mit dem STO-Plattformbetreiber „iVE.

1 Hall, European Investment Bank 14/2009 S. 9 f.

2 Miglo, STO vs ICO: A Theory of Token Issues Under Moral Hazard and Demand Uncertainty, 2019, S. 1 f.

3 Lambert/Liebau/Roosenboom, Security Token Offerings, 2020, S. 2.

4 Rohde/Beinke, CF 2020 S. 328.

5 Kirsch, Bitbond STO: Das erste Wertpapier in der Blockchain, WiWo online vom 22.0.2019, <https://hbfm.link/12004> (Abruf: 17.10.2021).

ONE“ ermöglicht, welches die technische Infrastruktur für die digitale Abwicklung bereitgestellt hatte. Das Beispiel zeigt eindrucksvoll, dass STOs sich nicht nur auf die Finanzindustrie beschränken, sondern industrieübergreifend als Funding-Alternative genutzt werden kann.⁶

Diese Art der Finanzierung ist besonders für Unternehmen in der Frühphase interessant. Nicht alle Informationen über Start-ups sind immer verfügbar, was möglicherweise zu einer großen Informationsasymmetrie zwischen dem Token-Emittenten und dem potenziellen Investor führt. Um die Informationsasymmetrie so gering wie möglich zu halten, kann der Token-Emittent geeignete Signale an den Investor senden.⁷ Die Studie beabsichtigt somit herauszufinden, welche Faktoren die Wahrscheinlichkeit beeinflussen, dass STOs erfolgreich sind.

II. Definition und Funktionalität von Security Token

Durch die zugrunde liegende Distributed-Ledger-Technologie (DLT) auf Basis der Blockchain können die Token verkauft und somit erhebliche Kapitalbeträge eingesammelt werden.⁸ Es gibt verschiedene Token-Arten, die grundlegend unterschiedlichen Funktionen haben.⁹

1. Einordnung von Security Token

Token können jeden Wert darstellen und die Literatur unterscheidet zwischen vier Arten. Utility Token ermöglichen den Zugang zu bestimmten Produkten oder Dienstleistungen und ähneln somit einer Eintrittskarte oder einen Gutschein. Diese Art von Token wird zumindest in Deutschland weder als Wertpapier noch als Vermögenswert eingestuft.¹⁰ Einen rechtlichen Anlegerschutz gibt es derzeit kaum.¹¹

Asset Token stellen Vermögenswerte dar und versprechen bspw. einen Anteil an zukünftigen Unternehmensgewinnen oder zukünftigen Kapitalflüssen. In wirtschaftlicher Hinsicht sind Asset Token analog zu Aktien, Anleihen oder Derivaten zu betrachten.¹² Der Begriff umfasst auch physische Vermögenswerte, die auf der Blockchain gehandelt werden.¹³

Currency Token (auch Zahlungstoken genannt) sind Kryptowährungen, die als Zahlungsmittel für den Kauf von Produkten oder Dienstleistungen verwendet werden. Die Token dienen auch als Wertaufbewahrungsmittel. Reine Währungstoken, bei denen es sich um Zahlungsinstrumente handelt, sind ausdrücklich von der Richtlinie über Märkte für Finanz-

6 Auto1 FT, Pressemitteilung vom 24.06.2021, abrufbar unter: <https://hbfm.link/11974> (Abruf: 17.10.2021).

7 Fisch, Journal of Business Venturing 34/2019 S. 5.

8 Fisch, Journal of Business Venturing 34/2019 S. 5.

9 Lambert/Liebau/Roosenboom, a.a.O. (Fn. 3), S. 6.

10 BaFin, Guidance Notice. Second advisory letter on prospectus and authorisation requirements in connection with the issuance of crypto tokens, 2019, S. 5.

11 Momtaz/Rennerteder/Schröder, Journal of Financial Transformation 49/2019 S. 37.

12 Ante/Fiedler, Quantitative Finance and Economics 4/2019 S. 610.

13 FINMA, Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs), 2018, S. 3.

instrumente (MiFID II) ausgenommen.¹⁴ Im Gegensatz zu Utility Token haben Currency Token eine breitere Reichweite, da der Token-Emittent nicht unbedingt involviert sein muss.¹⁵ Security Token unterliegen in den meisten Rechtsordnungen den Wertpapiergesetzen, da der Wert des Tokens auf der Wertentwicklung des zugrunde liegenden Vermögenswerts basiert. Im Falle einer positiven Entwicklung des Vermögenswerts steigt der Wert des Tokens und umgekehrt. Dennoch impliziert der Besitz eines Security Tokens nicht unbedingt ein Eigentumsrecht an dem Vermögenswert. In den meisten Fällen verbrieft der Token jedoch Genussrechte.¹⁶

Einige Token können auch in mehrere Kategorien eingeteilt werden, wie bspw. Asset Token, die zusätzlich eine Zahlungsfunktion haben können. Diese werden als Hybrid Token klassifiziert.¹⁷ Die Form der Security Token ermöglicht es, reale Assets digital darzustellen (Tokenisierung). Handelbare, traditionale Finanzinstrumente wie Aktien, Schuldtitel oder Beteiligungsrechte werden somit ohne Urkunde oder Handelsregistereintrag als digitale Vermögenswerte auf der Blockchain abgebildet.¹⁸ Security Token stellen das Recht auf Eigentum an einem Vermögenswert (Asset Backed), Eigenkapital (Equity) oder Schuldtitel (Debt) eines Emittenten dar. Equity Token zielten ursprünglich darauf ab, Start-ups und Wachstumsunternehmen eine frühe Möglichkeit zu geben, Kapital zu beschaffen. Diese Anlageklasse repräsentiert digital Unternehmensanteile, sodass die Tokenbesitzer kollektiv die Eigentümer des Unternehmens sind.¹⁹ Durch manche Token erwerben Investoren Kontrollrechte und können mit Stammaktien abstimmen, z.B. über die Zusammensetzung des Aufsichtsrats oder bei M&A-Transaktionen.²⁰ In 75% der Fälle wird Eigenkapital tokenisiert.²¹ Asset Backed Token sind mit einem realen, wirtschaftlichen Vermögenswert wie Immobilien oder Rohstoffe verknüpft. 15% der Security Token sind Asset Backed.²² Debt Token sind Schuldtitel, einschließlich Immobilienhypotheken und Unternehmensanleihen. Die Token sind vergleichbar mit einem Kredit. Grundsätzlich haben Tokenbesitzer Anspruch auf Rückzahlung des Kapitals inkl. Zinsen. Mit einem Anteil von 10% stellen Debt Token die am wenigsten verbreitete tokenisierte Anlageklasse dar.²³

Ein Vorteil von Security Token ist, dass sie im Vergleich zu herkömmlichen Wertpapieren sofort übertragbar sind und jederzeit an Sekundärmärkten gehandelt werden können. Auch Clearing und Settlement erfolgen innerhalb weniger Minuten. Da keine Zwischenhändler beteiligt sind, haben STOs im Vergleich zu herkömmlichen Finanztransaktionen niedrigere Transaktionskosten. Zudem sind die Transaktionen aufgrund der zugrunde liegenden Blockchain transparent.²⁴

2. Ablauf eines STOs

In STOs werden Security Token von Unternehmen angeboten und verkauft. Die Wertpapiere gewähren Anlegern verschiedene Rechte. Der STO-Prozess dauert durchschnittlich 150 bis 300 Tage und ist

in vier Stufen unterteilt: Vorbereitung, pre-STO, STO und post-STO.²⁵ Als erstes ist eine Geschäftsidee notwendig, um Investoren anzulocken. Die Geschäftsidee wird im Businessplan festgehalten. Zudem bietet es sich an, Anlegerinformationen in Form eines Pitch Decks bereitzustellen. Neben dem Businessplan beinhaltet das Pitch Deck in der Regel den Kapitalbedarf und die Gewinnprognose.²⁶ Da Security Token in verschiedenen Ländern unterschiedlich reguliert sind, ist es notwendig, sich mit den Anforderungen an die Dokumentationspflicht vertraut zu machen. Oft wird zur Unterstützung ein Team von (Rechts-)Beratern hinzugezogen, um Fragen zur Art des Wertpapiers, der Dauer des Angebots, der Bewertung der Token und der Wertpapierstruktur zu beantworten. Das Whitepaper dient der Vermarktung der Security Token und beschäftigt sich mit Themen wie Produktdetails, Geschäftsmodell, technische Architektur, Token-Nutzung, Teammitglieder und den Beratern. Normalerweise wird zu diesem Zeitpunkt eine Website eingerichtet, auf die Security Token vermarktet werden.²⁷

Die pre-STO Phase dient dazu, den Security Token auf den Markt zu bringen. Dies beinhaltet in der Regel die Auflistung des STO auf Websites und das Starten von Social-Media-Kampagnen. Im besten Fall gibt es einen Hauptinvestor, der als Aushängeschild für die breitere Masse dient. In der pre-STO-Phase können Anleger Token oft zu einem niedrigen Preis erhalten, da es nur wenige Investoren gibt und somit ein höheres Risiko besteht. Der nächste Schritt besteht darin, eine Partnerbörse auszuwählen. Regulierte Börsen für Security Token sind bspw. Polymath, Swarm und tZERO.²⁸ Zudem müssen die Token-Emittenten definieren, wo die Security Token genau gespeichert und somit aufbewahrt werden. Als nächstes werden die Token erstellt, inkl. der Registrierung einer Abkürzung für das Wertpapier und das Whitelisting der Investoren. Die Gebühren für die STO-Notierung beginnen bei 200 USD. Typischerweise werden nun Marketingkampagnen gestartet, sei es über E-Mails, Social-Media-Kanäle oder Foren.²⁹

Der Crowd Sale (STO) findet in der dritten Phase statt. In der Hauptphase verkauft das Unternehmen seine Token öffentlich und die Investoren überweisen ihr Geld an den Emittenten. Sind alle Klauseln in der Angebotsdokumentation erfüllt (bspw. Auszahlung nur bei Erreichen des Soft Caps), werden die Token in die Wallets der Anleger transferiert.³⁰

Das versprochene Produkt bzw. die Dienstleistung wird im Anschluss eines erfolgreichen STOs im post-STO bereitgestellt. Der Grund dafür ist, dass der Emittent in der Regel ein Start-up ist, das auf Geld aus dem STO angewiesen ist, um das Produkt herzustellen. Es ist auch möglich, dass der Dienst (z.B. eine Börse für Kryptowährungen) nun erstellt wird. Sobald das Produkt oder die Dienstleistung auf dem Markt ist, erfolgt die Einführung eines technischen Support-Service.³¹ Smart Contracts (Programme auf der Blockchain) können viele Aufgaben nach dem Angebot automatisieren, bspw. die Zahlung von Dividenden.³² Nach einem erfolgreichen STO ist es möglich, den Token an einer geeigneten Börse zu platzieren. Sekundärmarktplattformen, die Security Token anbieten, sind bspw. tZERO in

14 ThinkBLOCKtank, The Regulation of Token in Europe, 2019, S. 14.

15 FINMA, a.a.O. (Fn. 13), S. 3.

16 Momtaz/Rennertseeder/Schröder, Journal of Financial Transformation 49/2019 S. 37.

17 Deloitte, Are token assets the securities of tomorrow?, 2019, S. 7.

18 Sandner/Groß/Impekoven/Labetzsch, GoingPublic Magazin 1/2019 S. 34.

19 Pazos, Journal of The British Blockchain Association 2/2019 S. 1.

20 Lambert/Liebau/Roosenboom, a.a.O. (Fn. 3), S. 7.

21 BlockState, Global STO Study vom 03.07.2019, <https://fmos.link/11760> (Abruf: 17.10.2021).

22 BlockState, a.a.O. (Fn. 21), o. S.

23 Smith/Vora/Benedetti/Yoshida/Vogel, Tokenized Securities and Commercial Real Estate, 2019, S. 5.

24 Ante/Fiedler, Quantitative Finance and Economics 4/2019 S. 609.

25 Lambert/Liebau/Roosenboom, a.a.O. (Fn. 3), S. 10 ff.

26 Deloitte, Security token offerings: The next phase of financial market evolution?, 2020, S. 13 f.

27 Takyar, How to Launch Security Token Offering?, LeewayHertz, <https://fmos.link/11761> (Abruf: 17.10.2021).

28 Takyar, a.a.O. (Fn. 27), o.S.

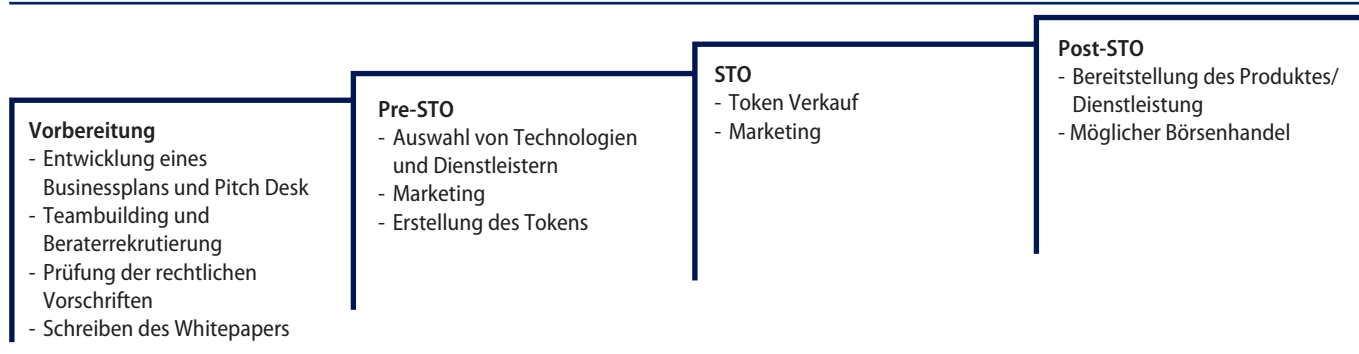
29 Lambert/Liebau/Roosenboom, a.a.O. (Fn. 3), S. 10 f.

30 Lambert/Liebau/Roosenboom, a.a.O. (Fn. 3), S. 11 f.

31 Takyar, a.a.O. (Fn. 27), o.S.

32 Kreston RS, STO to finance growth!, 2020, S. 18.

Abb. 1: Prozess des STO



den USA und MERJ Exchange auf den Seychellen.³³ Abb. 1 zeigt eine Zusammenfassung der vier Phasen des STO-Prozesses.³⁴

III. Überblick über den Security Token Offering Markt

Die erste STO fand 2017 statt.³⁵ Seitdem ist das Volumen der STOs deutlich angewachsen. Das Handelsvolumen ist zwischen Januar 2020 (USD 193.796) und Dezember 2020 (USD 2.695.419) um fast 1.300% gestiegen.³⁶ Laut Chain Partners Research ist die STO-Marktprognose positiv: Der Markt wird bis 2030 auf 2.000 Mrd. USD wachsen.³⁷ Nichtsdestotrotz gibt es einige Herausforderungen für STOs, die es zu beachten gilt.

1. Herausforderungen beim Security Token Verkauf

Informationsasymmetrie ist eine zentrale Herausforderung beim Token-Verkauf. Zum einen sind die Unternehmen, die Token verkaufen oftmals Start-ups. Dementsprechend existiert selten ein entwickeltes Produkt bzw. Dienstleistung und eine Erfolgsbilanz kann nicht präsentiert werden. Neben der Unsicherheit über die Qualität des Produkts besteht auch Unsicherheit über die Qualität des unternehmerischen Teams und der Geschäftsidee.³⁸ Darüber hinaus gibt es ein allgemeines Marktrisiko hinsichtlich der Zukunft von DLT.³⁹

Weiterhin werden Token-Verkäufe hauptsächlich von DLT-basierten Unternehmen durchgeführt. Investoren müssen bspw. über technologisches Know-how verfügen, um ihr Wallet zu benutzen, Token zu kaufen und die Zukunftsaussichten des Unternehmens zu verstehen.⁴⁰ Da sich sowohl die DLT- als auch die Token-Entwicklung noch in einem frühen Stadium befinden, ist es für Investoren schwierig, technisches Wissen zu erwerben.⁴¹ Hinzu kommt die fehlende Standardisierung (z.B. bei der Definition von Security Token und deren Regulierung), sodass der Zugang zu technischem Wissen erschwert wird.⁴² Disintermediation erhöht die Informationsasymmetrie bei Token-Angeboten weiter: Die Anreize des STO-Unternehmens, Token-Investoren zufrieden zu stellen sind geringer als bei IPO-Unterneh-

men, da Investoren nicht erneut um zusätzliches Kapital gebeten werden können.⁴³ In Smart Contracts wird neben dem Nennwert der Token auch die Anzahl der Token geregelt. Eine Kapitalerhöhung, wie bei Börsengängen, ist daher nicht möglich. Somit haben die Emittenten nur die Möglichkeit, einen neuen STO mit komplett neuen Token zu erstellen, um zusätzliches Kapital zu sammeln. Die begrenzte Möglichkeit, Kapital zu beschaffen, erhöht den Druck auf das Unternehmen, genug Geld für die Realisierung des STOs aufzubringen.⁴⁴ Zwischenhändler hingegen haben einen großen Anreiz, Investoren zufrieden zu stellen, da sie hoffen, dadurch eine langfristige Geschäftsbeziehung aufzubauen. Diese Vermittler existieren in einem STO jedoch nicht.⁴⁵ Somit ist die Informationsasymmetrie bei Token-Verkäufen größer als bei anderen Finanzierungsformen mit Zwischenhändlern wie bei IPOs.

Die Unternehmen, die Security Token anbieten (und eine hohe Qualität vorweisen), haben ein Interesse an der Offenlegung von Informationen. Die Offenlegung ermöglicht es dem Unternehmen, die Token-Preise besser zu beeinflussen. Ohne eine effektive Informationsverteilung durch das Unternehmen werden betrügerische Investoren Fehlinformationen verbreiten.⁴⁶ Zusammenfassend ist die Informationsasymmetrie eine zentrale Herausforderung in STO, da die Investoren weniger Informationen über die Security Token haben als der Token-Emittent. Es werden mehr Token verkauft, wenn der Token-Emittent den potenziellen Investoren Informationen zur Verfügung stellt, die den Wert des Tokens signalisieren.

2. Beschreibung des Marktes für Security Token Offerings

Bei der Betrachtung der STO-Emittenten kann zwischen zwei verschiedenen Arten von Unternehmen unterschieden werden, die Security Token anbieten. Zum einen werden die Security Token zur Start-up-Finanzierung eingesetzt und zum anderen gibt es „Asset Backed Securities“ für tokenisierte Vermögenswerte am traditionellen Kapitalmarkt.⁴⁷ Ein Beispiel dafür ist die digitale Anleihe der L'Osteria SE und die Ausgabe neuer stimmrechtsfreier Vorzugsaktien der Enercom AG.⁴⁸ Damit der STO-Markt wächst, muss es Vorteile für die Investoren geben, die es an traditionellen Kapitalmärkten nicht gibt.

33 Lambert/Liebau/Roosenboom, a.a.O. (Fn. 3), S. 13.

34 Eigene Darstellung in Anlehnung an Deloitte, a.a.O. (Fn. 26), S. 10ff.; Lambert/Liebau/Roosenboom, a.a.O. (Fn. 3), S. 10 ff.; Takyar, a.a.O. (Fn. 27), o.S.

35 Blockstate, a.a.O. (Fn. 21), o. S.

36 Security Token Market, Security Token Market Report: January 2020, <https://fmos.link/11762> (Abruf: 17.10.2021); Security Token Market, Security Token Market Report: January 2021, <https://fmos.link/11763> (Abruf: 17.10.2021).

37 Han/Han/Lee, Security token (STO) analysis, 2019, S. 26.

38 Fisch, Journal of Business Venturing 34/2019 S. 5 f.

39 Natarajan/Krause/Gradstein, Distributed Ledger Technology and Blockchain, 2017, S.19 f.

40 Momtaz, Journal of Business Venturing 2020 S. 4.

41 Cohny/Hoffman/Sklaroff/Wishnick, Columbia Law Review 119/2018 S. 652 ff.

42 Vgl. Fisch, Journal of Business Venturing 34/2019 S. 5.

43 Benveniste/Spindt, Journal of Financial Economics 24/1989 S. 357.

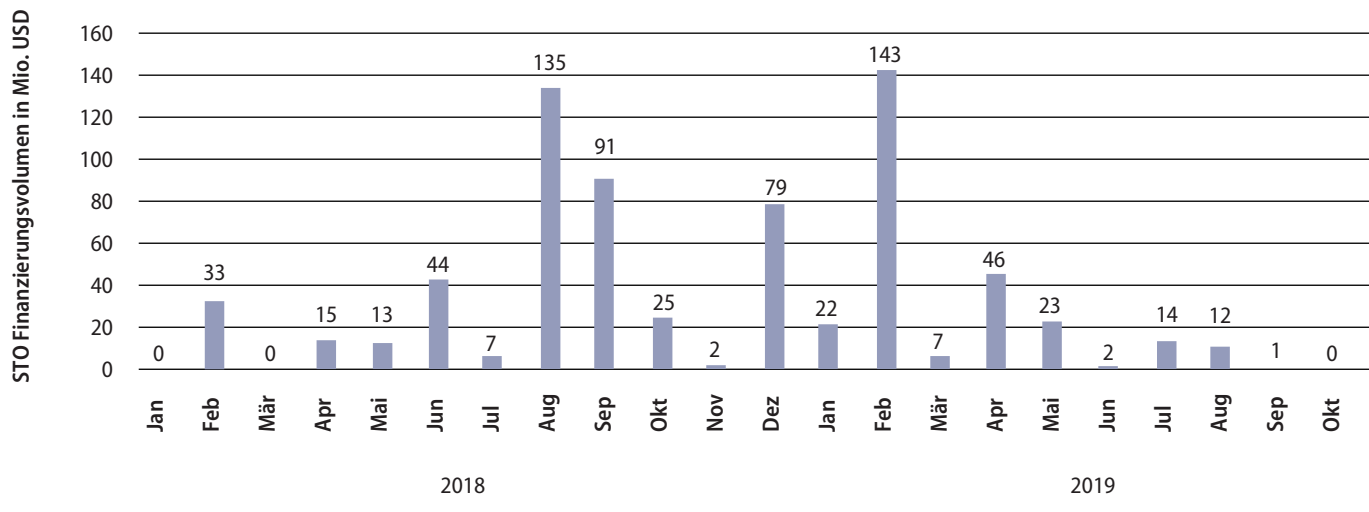
44 Momtaz, Journal of Business Venturing 2020 S. 4.

45 Ljungqvist, in: Eckbo (Hrsg.), Handbook of corporate finance, 2007, S. 388.

46 Rodriguez, About Disclosures and Information Asymmetry in Security Tokens, <https://fmos.link/11764> (Abruf: 17.10.2021).

47 Vgl. Han/Han/Lee, Security token (STO) analysis, 2019, S. 26.

48 Enercom, EEA GROWTH PROSPECTUS, 2019, S. 9; FR L'Osteria, Wertpapier- Informationsblatt nach § 4 Wertpapierprospektgesetz (WpPG), 2019, S. 1.

Abb. 2: Monatliche Entwicklung des Finanzierungsvolumens für die einzelnen Monate in 2018 und 2019 in Mio. USD

Einer der Hauptvorteile von STOs sind die geringen Kosten und die geringe Komplexität. Obwohl STOs, wie IPOs, die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Durchführung von Token-Verkäufen einhalten müssen, verursachen IPOs aufgrund der Gebühren für Banken und Broker viel höhere Kosten als STOs. Auch die Verwaltung im post-STO ist billiger und der Zugang zur Investorenbasis ist direkter und transparenter, da es keine Zwischenhändler gibt. Insbesondere die niedrigen Gebühren sind für Investoren attraktiv.⁴⁹

Nach dem ersten STO-Launch im Jahr 2017 stieg das Gesamtfinanzierungsvolumen bis Dezember 2018 auf rd. 464 Mio. USD an.⁵⁰ Während im Jahr 2018 insgesamt 444 Mio. USD für STOs eingeworben wurden, wurden zwischen Januar und Oktober 2019 nur 270 Mio. USD aufgebracht. Im direkten Vergleich des Zeitraums 2019 mit 2018 stellt diese Situation einen Rückgang des Refinanzierungsvolumens um ein Viertel dar. Das hohe Finanzierungsvolumen im Jahr 2018 war vor allem auf den STO „BoltonCoin“ zurückzuführen, der allein 68 Mio. USD eingeworben hatte. Bei Betrachtung des Finanzierungsvolumens und der Anzahl der abgeschlossenen STOs zeigt sich, dass es in der zweiten Jahreshälfte 2019 kein signifikantes Wachstum bei den STOs gab. Dennoch wurde die Relevanz von STOs im globalen Krypto-Umfeld weiter gestärkt. Wenn es viele tokenisierte Unternehmen gibt, deutet dies auf ein gut etabliertes Tokenisierungssystem hin.⁵¹ Abb. 2 zeigt die monatliche Entwicklung der STOs gemessen an dem Finanzierungsvolumen.⁵²

Im Jahr 2017 wurden die meisten STOs von Unternehmen aus dem Finanzsektor durchgeführt. Insgesamt wurden 5 STOs gezählt. Im Jahr 2018 gab es bereits 35 STOs, überwiegend aus dem Finanzsektor. Aber auch STOs aus der Freizeit- und Technologiebranche wurden ausgeführt. In 2019 ist die Anzahl der durchgeführten STOs mit 55 Stück stark angestiegen. Der Großteil der STOs (28) im Jahr 2018 stammte aus dem Technologiebereich.⁵³

Die STO-Tracking-Website STOCheck.com hatte bis April 2020 88 STOs auf ihrer Website identifiziert. Die USA verzeichnen nicht nur die meisten STOs, sondern sind auch das Land, in dem das

meiste Kapital eingesammelt wurde. Mit 61% des gesamt aufgenommenen Kapitals stehen die USA mit 580 Mio. USD an erster Stelle. An zweiter Stelle folgt Westeuropa mit 149 Mio. USD (16%). Der Mittlere Osten hat 79 Mio. USD (8%) der Summe aufgebracht.⁵⁴ Bei der Marktkapitalisierung von Security Token im vergangenen Jahr, lässt sich vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2020 ein deutliches Wachstum erkennen. Im Juli 2020 stieg die aggregierte Marktkapitalisierung um 170%. Das aggregierte Handelsvolumen stieg sogar um 3.700%. Diese Entwicklung resultierte vor allem daraus, dass im Juni 2020 20 Token auf der stomarket.com-Website live waren. Das Handelsvolumen erreichte im August 2020 mit knapp 22 Mio. USD ein Allzeithoch. Im direkten Vergleich mit Januar 2020 wuchs das Handelsvolumen um 11.235%. Darüber hinaus erreichte die Marktkapitalisierung der Security Token einen Monat später, im September (Stand Dezember 2020), den höchsten Stand aller Zeiten mit 529 Mio. USD. Das dritte Quartal 2020 zeigte eine Verlangsamung des Wachstums des Handelsvolumens, was auf die Reifung des Marktes und eine sich abzeichnende „Bodenbildung“ hindeutet. Bemerkenswert ist auch, dass im September die Marktkapitalisierung gestiegen ist, obwohl das Handelsvolumen zurückgegangen ist. Dieses Ergebnis zeigt, dass das Marktwachstum nicht vom Handelsvolumen abhängt.⁵⁵

Abb. 3 zeigt in Balkendiagrammen (blau) die Marktkapitalisierung in den jeweiligen Monaten in Mio. USD. Der Graph (grau) zeigt das Handelsvolumen in USD Tausend.⁵⁶

Beim Vergleich der Zielfinanzierung mit dem tatsächlich eingesammelten Kapital fällt auf, dass 2017 nur 25% des Zielbetrags eingesammelt wurden. Im Jahr 2018 wurde 69% weniger Kapital durch die Token-Emittenten aufgenommen als eigentlich geplant. Die große Differenz zwischen dem erhobenen Betrag und dem Zielbetrag blieb 2019 konstant.⁵⁷ Zur Verdeutlichung wird die Abweichung zwischen dem eingesammelten Betrag und dem Zielbetrag grafisch in Abb. 4 dargestellt.⁵⁸

54 Kreston RS, a.a.O. (Fn. 32), S. 28.

55 Security Token Market, Security Token Market Report: July 2020, <https://fmos.link/11766> (Abruf: 17.10.2021); Security Token Market, Security Token Market Report: August 2020, <https://fmos.link/11767> (Abruf: 17.10.2021); Security Token Market, Security Token Market Report: September 2020, <https://fmos.link/11768> (Abruf: 17.10.2021).

56 Eigene Darstellung in Anlehnung an die zwölf verschiedenen monatlichen Berichte von Security Token Market von Januar bis Dezember 2020, <https://fmos.link/11769> (Abruf: 17.10.2021).

57 Blockstate, a.a.O. (Fn. 21), o. S.

58 Eigene Darstellung in Anlehnung an Blockstate, a.a.O. (Fn. 21), o. S.

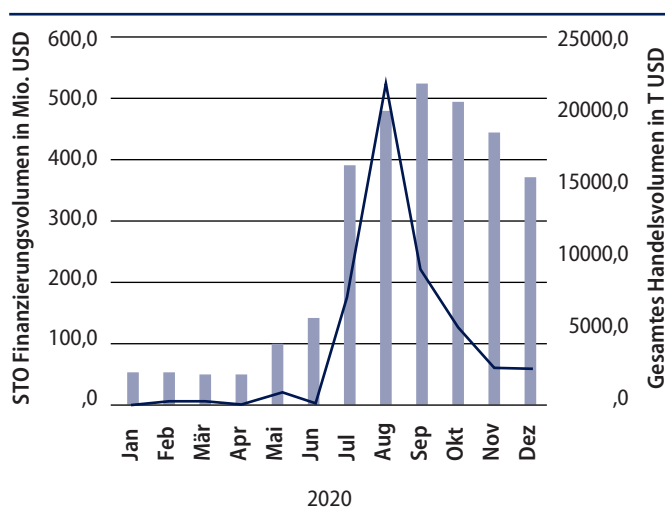
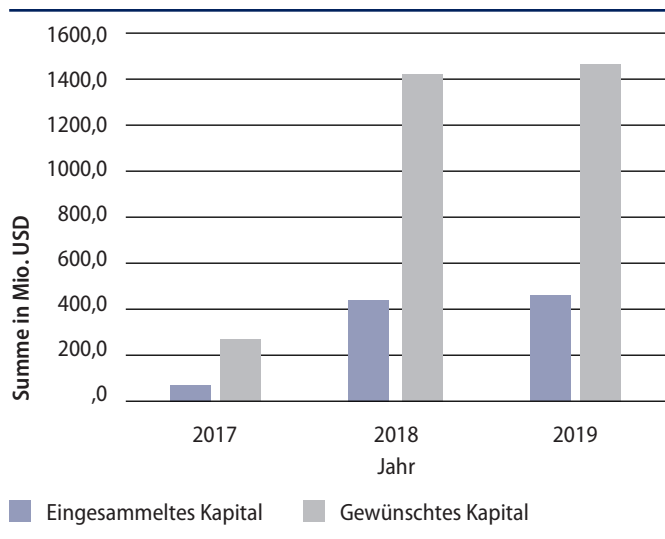
49 Comistar Global, Security Token Offerings (STO) VS IPOs (IPO), <https://fmos.link/11765> (Abruf: 17.10.2021).

50 PwC, 4th ICO / STO Report, 2019, S. 6.

51 PwC, 6th ICO / STO Report, 2020, S. 1 ff.

52 Eigene Darstellung in Anlehnung an PwC, a.a.O. (Fn. 51), S. 6.

53 Blockstate, a.a.O. (Fn. 21), o. S.

Abb. 3: Security Token Marktkapitalisierung und Handelsvolumen in 2020**Abb. 4: Vergleich zwischen Zielfinanzierung und Ist-Finanzierung**

Die Tatsache, dass Unternehmen im Durchschnitt nur 30% von dem, was sie planen an Kapital zu beschaffen, tatsächlich beschaffen, ist auf die Unsicherheit der Investoren über das STO und den fehlenden Informationen über dieses zurückzuführen.

IV. Untersuchung der Erfolgsfaktoren in Security Token Offerings

Die allgemeine Annahme ist, dass die Wahrscheinlichkeit, dass ein STO erfolgreicher sein wird, höher ist, wenn die Informationsasymmetrie zwischen dem Token-Emittenten und den Investoren so gering wie möglich ist. Deshalb sollte der Token-Emittent Signale an die Investoren senden, die Rückschlüsse auf verschiedene Aspekte des Security Token und dessen Emittenten zulassen. Denkbar sind dazu das Humankapital, die Projektarbeit, soziale Medien und die finanziellen, technischen und ökonomischen Eigenschaften des Tokens sowie externe Faktoren.

1. Kurzübersicht Methodik

Der Erfolg eines STO wurde durch das aufgenommene Kapital gemessen. Da die meisten STOs nicht ihren gewünschten maximalen Zielbetrag (Hardcap) einnehmen können, wurde der Mindestbetrag, den die Emittenten einsammeln möchten, als Maßstab genommen (Softcap). Wenn das aufgenommene

Kapital gleich hoch oder höher als der Softcap ist, wurde das STO als Erfolg eingestuft. Ansonsten gilt das STO als fehlgeschlagen. Um die Beziehung zwischen den Erfolgsfaktoren und dem Erfolg bzw. Misserfolg des STOs zu identifizieren, wurde eine logistische Regression angewandt.

2. Ergebnisse und kritische Diskussion

Die Ergebnisse zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit erfolgreicher STOs in keinem Zusammenhang mit Signalen des Humankapitals stehen. Überdurchschnittlich viele Teammitglieder haben keinen Einfluss auf die Erfolgswahrscheinlichkeit. Die Erfolgswahrscheinlichkeit ist auch unabhängig von Projektausarbeitungssignalen. Sowohl das Vorhandensein eines Whitepapers als auch eine überdurchschnittliche Seitenanzahl des Whitepapers hat keinen wesentlichen Einfluss auf den Erfolg. Daneben ist die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen STO unabhängig von Projekt-Social-Media-Signalen. Die Social-Media-Aktivitäten der STOs auf Twitter, LinkedIn, Telegramm und Instagram zeigen keinen signifikanten Einfluss auf den Erfolg.

a) Finanzielle Eigenschaften des Tokens

Hingegen zeigen die finanziellen Eigenschaften eines Security Tokens negativen Einfluss auf den Erfolg. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein STO erfolgreich ist, ist etwa 0,3 mal geringer, wenn mehr als 100 Mio. Tokens ausgegeben werden, als die Wahrscheinlichkeit, dass weniger als 100 Mio. Token ausgegeben werden. Mit anderen Worten, ein STO scheitert eher, wenn eine überdurchschnittlich hohe Anzahl an Token emittiert wird.

Daher ist es für den Token-Emittenten sinnvoller, weniger Token auszugeben (aber dafür mit einem höheren Preis), um mehr Kapital einzusammeln. Der Grund könnte auf psychologische Effekte zurückzuführen sein. Während sich viele Kleinanleger an unregulierten ICOs beteiligen, gibt es je nach Staat und angewandter Regulierung unterschiedliche Mindestinvestitionsbeträge in STOs. Akkreditierte Investoren ziehen es möglicherweise vor, wenige, aber dafür wertvolle Token zu besitzen, anstatt Token mit Ramschpreisen zu kaufen.

Ob die Security Token mit Fiatwährung (meist USD oder €) erworben werden können und ob es vor dem eigentlichen STO einen Presale gibt, hat keinen Einfluss auf den Erfolg des STOs.

b) Technische und ökonomische Eigenschaften des Tokens

Die Erfolgswahrscheinlichkeit sinkt, wenn der Security Token Stimmrechte verspricht. Präziser formuliert ist die Erfolgswahrscheinlichkeit bei der Gewährung eines Stimmrechts 0,25 mal geringer als bei anderen STOs, die kein Stimmrecht anbieten.

Ein genauerer Blick auf den Datensatz zeigt, dass mehr als drei Viertel der STOs, die Stimmrechte garantieren, auch Dividenden versprechen. Die Token-Emittenten werben im Whitepaper des Security Tokens „Liqio“ damit, dass Token-Käufer Dividenden erhalten. Dass es auch Stimmrechte gibt, wird im Whitepaper nur in einem einzigen Satz erwähnt. Zudem werden keine Angaben zu den Themengebieten gemacht, auf die sich die Stimmrechte beziehen.⁵⁹ Gleiches gilt für den Token „Digitorney“. Auch das Whitepaper erwähnt Stimmrechte in nur einem einzigen Satz.⁶⁰

59 LIQIO, Cryptocurrency exchange: Buy LQO tokens and receive dividends, Whitepaper 2020, S. 7, <https://hbfm.link/12005> (Abruf: 17.10.2021).

60 Digitorney Group, Security Token Offering, Whitepaper 2018, S. 42, <https://hbfm.link/12006> (Abruf: 17.10.2021).

Welches genaue Mitspracherecht das Stimmrecht beinhaltet, wird nicht als Signal an den Investor gesendet. Der Investor muss jedoch wissen, in welchen Bereichen er an der Entscheidungsfindung teilnehmen kann, da die für die Mitentscheidung relevanten Themen nicht gesetzlich geregelt sind. Dabei macht es bspw. einen Unterschied, ob der Anleger Stimmrechte für Angelegenheiten im Kryptobereich (z.B. Börsennotierung) oder Stimmrechte im Zusammenhang mit Corporate-Governance-Entscheidungen (z.B. Dividendenzahlung) erhält.

Trotz der geringen Informationen sind die Stimmrechte in der Preisgestaltung des Tokens enthalten. Dies führt zu der Annahme, dass Anleger oft nicht wissen, welche konkreten Stimmrechte sie haben und dadurch keinen Mehrwert in den Stimmrechten sehen. Die Token-Käufer haben kein grundsätzliches Desinteresse an den Stimmrechten, sondern sehen aufgrund der fehlenden Informationen des Token-Emittenten keinen Mehrwert. Daher investieren Anleger lieber in andere STOs, die stattdessen bspw. nur Dividenden anbieten, dafür aber weniger kosten.

Bei Betrachtung der Anlageklassen, haben Equity Token einen positiven Einfluss auf den Erfolg. Innerhalb der Token in der Kategorie Equity haben diejenigen, die ihren Token als Equity Token klassifizieren, eine 3,3 mal höhere Wahrscheinlichkeit, dass der Token-Verkauf ein Erfolg wird als diejenigen, die eine andere Anlageklasse gewählt haben.

Ein möglicher Grund dafür kann sein, dass Anleger Aktien anderen Vermögenswerten vorziehen. Schuldverschreibungen sind in Schuldscheinen verkörpert.⁶¹ Die Anlage in Schuldverschreibungen ist aufgrund regulatorischer Hürden rechtlich unsicherer als bspw. bei einem Equity Token. Dass Equity Token die Erfolgswahrscheinlichkeit erhöhen, kann auch mit den damit verbundenen Rechten zusammenhängen. Auch wenn Stimmrechte sich nicht als Erfolgsfaktor erwiesen haben, ist noch ungeklärt, ob Gewinnbeteiligungen oder Dividenden der eigentliche Grund dafür sind, dass Equity Token die Erfolgswahrscheinlichkeit erhöhen.

c) Externe Faktoren

Die Ergebnisse zeigen, dass STOs, die aus der Finanzbranche stammen, einen positiven Einfluss auf die Erfolgswahrscheinlichkeit haben. Gehört der Token-Emittent zur Finanzbranche, hat das STO eine 2,2 mal höhere Erfolgswahrscheinlichkeit als ein STO eines Token-Emittenten einer anderen Branche. Umgekehrt bedeutet dieses Ergebnis, dass sich Unternehmen aus anderen Branchen nach anderen Finanzierungsformen umsehen sollten, da die Wahrscheinlichkeit eines Misserfolgs höher ist.

Eine mögliche Erklärung ist, dass STOs noch neu sind und tendenziell mit Skepsis betrachtet werden. Wenn Investoren ihr Geld investieren, wollen sie ein Unternehmen, das ein Experte auf dem Gebiet der Finanzen ist. Investoren vertrauen ihr Geld eher einem FinTech an, von dem angenommen wird, dass es mehr Erfahrung mit innovativen Finanzierungsformen hat als bspw. einem Spielzeughersteller, der keine Erfahrung mit Börsengängen oder anderen komplexen Finanzierungsformen besitzt.

3. Handlungsempfehlungen

Zur Maximierung der Erfolgswahrscheinlichkeit von STOs sollten die Token-Emittenten zum einen die Gesamtzahl der ausgegebenen Token so niedrig wie möglich halten. Token, die weniger als einen Cent kosten könnten zu billig erscheinen.

Zweitens steigt die Erfolgswahrscheinlichkeit, wenn das Unternehmen mit der Finanzbranche in Verbindung gebracht werden kann. Darüber hinaus wirken sich Equity Token positiv auf STOs aus. Die Emittenten sollten beachten, dass Token, die Stimmrechte implizieren, weniger erfolgreich sind als Token, die andere Rechte versprechen. Daher sollte der Token-Emittent entweder die genauen Bereiche angeben, in denen der Anleger eine Stimme hat oder erst überhaupt keine Stimmrechte anbieten.

4. Ausblick

Für die nächsten Jahre wird von einem Anstieg der Angebote für Security Token ausgegangen. Das Wachstum wird aufgrund weiterer Infrastrukturentwicklungen erwartet, einschließlich der Errichtung von neuen Token-Börsen, die den Sekundärmarkt erleichtern. Diese Entwicklung rückt die Vorteile von Security Token (niedrige Kosten, Transparenz und schnelles Clearing und Settlement) gegenüber alternativen Finanzierungsformen wie IPOs oder Crowdfunding in den Vordergrund. Außerdem beschäftigen sich immer mehr Länder mit der Regulierung von Security Token, was Anlegern zusätzlichen Schutz bietet.

Aufgrund der steigenden Relevanz von ICOs befasst sich das Bundesministerium der Finanzen (BMF) aktuell mit möglichen Risiken respektive Sorgfaltspflichten. In der sog. Verordnung über verstärkte Sorgfaltspflichten bei dem Transfer von Kryptowerten (Kryptowertetransferverordnung – KryptoWTransferV) wird ein Rahmenwerk geschaffen, um mögliche Risiken zu adressieren. So kann die neue Finanzierungsform z.B. Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung begünstigen, da es sich hier um ein neuartiges Geschäftsfeld handelt und Regulierung noch nicht ausreichend ausgeprägt ist. Der RefE des BMF unterstreicht somit erneut die notwendige regulatorische Auseinandersetzung mit der neuen Blockchain-Innovation.⁶²

V. Zusammenfassung

Die Forschung gibt einen Überblick über Security Token und STOs, die zur Unternehmensfinanzierung eingesetzt werden. Diese Arbeit ergänzt die bestehende Forschung durch die Untersuchung der Erfolgswahrscheinlichkeit von Signalen, die Token-Emittenten an potenzielle Investoren senden können. Diese Studie analysierte die Erfolgsfaktoren von 183 STOs, die zwischen 2017 und 2020 Kapital aufbrachten.

Wenn Token-Emittenten Equity Token für die Anlageklasse wählen, ist die Wahrscheinlichkeit, dass das STO ein Erfolg wird, 3,3 mal wahrscheinlicher als bei anderen Anlageklassen. Wird das STO-Projekt der Finanzbranche zugeordnet, ist die Erfolgswahrscheinlichkeit 2,2 mal höher als bei anderen Branchen. Hinsichtlich der Anzahl der ausgegebenen Token ist die Erfolgswahrscheinlichkeit 0,3 mal geringer, wenn überdurchschnittlich viele Token ausgegeben werden. Stimmrechte wirken sich negativ auf die Erfolgswahrscheinlichkeit aus: Bietet der Security Token Stimmrechte an, ist die Erfolgswahrscheinlichkeit 0,25 mal geringer als bei STOs, die kein Stimmrecht bieten.

Abschließend lässt sich sagen, dass die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen STO mit Signalen zusammenhängt, die die finanziellen, technischen und ökonomischen Eigenschaften des Tokens prägen und mit Signalen, die die externen Faktoren beeinflussen.

⁶¹ Jünemann/Wirtz, ZfgK 71/2018 S. 5.

⁶² BMF, KryptoWTransferV, 2021, abrufbar unter: <https://hbfn.link/11973> (Abruf: 17.10.2021),