

STO 101

Security Token Offerings: Anatomie & Kontext

Teil 1: Leitfaden zur Strukturierung

Juni 2021





Bernhard Thalhammer ist ein unternehmerischer und hands-on Fintech-Executive an der Schnittstelle von Marketing, Compliance, Produktentwicklung, Operations und Business Modeling. Mit einem starken Hintergrund in VC, M&A, Innovationsmanagement, dem Aufbau von Plattformen, Security Token Offerings (STO), Blockchain, DLT und Finanzprodukten ist Bernhard Thalhammer als Head of Issuer Relations bei der 21finance AG ständig bestrebt, einen robusten Mehrwert für Kunden und Nutzer zu liefern.

area2invest

area2invest ist Europas erster Marktplatz für Wertpapier- und Token-Emissionen und vernetzt dabei natürliche und juristische Personen, nicht-professionelle und professionelle Anleger mit Emittenten aus unterschiedlichen Asset- und Produktklassen. Auf area2invest erhalten Anleger Zugang zu einem 360-Grad-Produktportfolio. Über den „Onlineshop für Finanzprodukte“ investieren sie 100% digital, eigenständig und kostenlos. Emittenten profitieren von einer One-Stop-Lösung von der Tokenisierung bis zur Platzierung und dem Vertrieb. Mit area2invest erweitern sie international ihre Platzierung Reichweite und-Kraft durch Zugang zu einem breiten Investorennetzwerk.

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

Liebe Freunde der Tokenisierung,

Wie kaum eine Technologie zuvor hat die Blockchain die Finanzbranche drastisch verändert und wird sie auch weiterhin verändern. Während die größten Anwendungen dieser Technologie -Kryptowährungen - bereits große Verbreitung gefunden haben, stehen andere Verwendungen wie z.B. Security Token dagegen erst kurz vor dem Durchbruch. Dennoch schreitet die Tokenisation of Everything mit großen Schritten voran. Vollkommen zu Recht möchte man anmerken, überwiegen doch die Vorteile für Emittenten und Investorenklar.

Die Tokenisierung, also das Verpacken von Sach- und Vermögenswerten in digitale Einheiten, und die damit einhergehende Fraktionalisierung dieser Werte bietet ungeahnte Möglichkeiten. War es früher fast unmöglich z.B. Gemälde, Oldtimer oder Lizenz-, Nutzungs- und Genussrechte zu teilen und für eine große Anzahl von Personen investier- und handelbar zu machen, ist das mittlerweile aufbauend auf der Blockchain-Technologie sehr gut und nachvollziehbar durchzuführen. Dieses riesige Potential spiegelt sich einerseits auch in den Marktprognosen zum Transaktionsvolumen für Security Token wider, und andererseits in der Vielzahl und Vielfalt der Anfragen, die uns täglich erreichen. Dabei haben wir wahrgenommen, dass es zwischen dem Marktpotenzial und den konkreten Anfragen eine Lücke gibt, die wir mit unserer Whitepaper-Serie *Security Token Offerings: Anatomie und Kontext* schließen wollen.

Die zentralen Themen und Fragestellungen unserer Whitepaper-Serie lauten wie folgt:

- Welche Schritte sind bei der Durchführung eines Security Token Offerings zu beachten?
- Welche Faktoren beeinflussen den Erfolg eines Security Token Offerings?
- Werden Security Token Offerings bald auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden?
- Ist ein verstärkter Eintritt von institutionellen Investoren zu erwarten?
- Welche Bedingungen müssen erfüllt werden, um Security Token Offerings massentauglich zu machen?
Was kostet es dem Investor in ein STO zu investieren im Vergleich zur
- Welche Kosten entstehen für Investoren, welche in ein STO zu investieren im Vergleich zur Investition in ein klassisches Wertpapier? Welche Kosten entstehen für Emittenten?

Das vorliegende Whitepaper soll nun keine theoretische Abhandlung über die Vorteile der Tokenisierung sein, außerdem geht es auch nicht-darum bestimmte Protokolle und Tokenstandards zu empfehlen oder zu vergleichen. Darüber hinaus handelt es sich hier nicht um ein rechtliches oder steuerrechtliches Traktat zur Tokenisierung. Für all diese Themen gibt es einerseits bereits eine Vielzahl von Veröffentlichungen und andererseits verweisen wir in diesen Belangen sehr gerne auf bestens ausgebildete und erfahrene Spezialisten. Viele von diesen Spezialisten haben uns bei der Erstellung der vorliegenden Serie mit ihrem großartigen Know-How unterstützt. Vielen Dank an dieser Stelle dafür!

Der Anspruch des vorliegenden Whitepapers ist es, dem interessierten Emittenten ein Handbuch zur Verfügung zu stellen, in dem sämtliche Schritte eines erfolgreichen Security Token Offerings pragmatisch beschrieben sind - von der Idee über die Strukturierung bis hin zur Platzierung und Asset Servicing. Nach der Lektüre des vorliegenden Werkes soll dem geeigneten Praktiker somit bewusst sein, welche Fragen im Rahmen eines STO zu stellen und und schließlich auch zu beantworten sind.

Wir freuen uns über Feedback, Anregungen, Fragen. Darüber hinaus unterstützen wir Sie gerne bei Ihrem Security Token Offering. Kontaktieren Sie uns unter: sto-report@area2invest.com.

Bernhard Thalhammer
Head of Issuer Relations bei der 21.finance AG & area2invest



Partner der Serie

21finance



TEN31^{BANK}

CRYPTO VALLEY
JOURNAL
— CVJ.CH —



DR. SPÄTH & PARTNER
RECHTSANWÄLTE mbB
BERLIN – HAMBURG



AMAZINGBLOCKS

STADLER VÖLKEL
RECHTSANWÄLTE · ATTORNEYS AT LAW



VALK

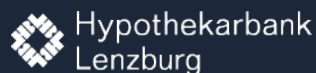


Bitbond



NÄGELE

lindenpartners
PARTNERSCHAFT VON
RECHTSANWÄLTEN mbB



BLOCKROCKET
European Blockchain Labs

BLOCKCAP
CONNECTING IDEAS AND CAPITAL



LHD:
FUTURIZING INSURANCE

Exkurs

Dr. Späth & Partner Rechtsanwälte mbB: Elektronische Wertpapiere, Security Token Offerings (STO): Rechtliche Anforderungen

Einleitung

Das Finanzierungsmodell der „elektronischen Wertpapiere“ bzw. der „Security Token Offerings“ (STOs), bei dem Unternehmen Interessenten sog. „Krypto-Token“ zum Kauf anbieten, könnte sich zum Finanzierungs- und Investmenttrend der nächsten Jahre entwickeln.

Security Token stellen in der Regel Wertpapiere im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes und des Wertpapierhandelsgesetzes und der neuen EU-Prospektverordnung dar, außerdem sollte der Emittent eines Security Token Offerings weitere Erlaubnis-Erfordernisse im Einzelfall prüfen, z.B. gem. § 32 KWG.

In der nächsten Zeit werden noch weitere rechtliche Konkretisierungen vorgenommen, in Deutschland vor allem durch das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWPG) vom 03. Juni 2021 (BGBl. I S. 1423). In einem ersten Schritt soll die Regelung auf Inhaber-Schuldverschreibungen beschränkt bleiben sowie teilweise auf Inhaber-Anteilsscheine,

die Öffnung für weitere Inhaberpapiere (wie z.B. Aktien) soll zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen. Dabei soll laut eWPG bei elektronisch begebenen Wertpapieren die Wertpapier-Urkunde durch eine Eintragung in einem elektronischen Wertpapierregister ersetzt werden, hierbei soll es ein zentrales elektronisches Wertpapierregister geben, das von einer zugelassenen Wertpapiersammelbank oder ggf. einer Depotbank geführt werden soll (§ 12 eWPG). Bei Nutzung der Blockchain-Technologie oder vergleichbarer Technologien emittierten Wertpapieren soll auch eine Eintragung auf einem dezentralen Kryptowertpapierregister möglich sein (§ 16 eWPG).

In dem eWPG wird dabei ausgeführt, dass ein Wertpapier auch als elektronisches Wertpapier begeben werden kann (§ 2 Abs. 1 eWPG), und, dass ein elektronisches Wertpapier dieselbe Rechtswirkung entfalten soll wie ein Wertpapier, das mittels Urkunde begeben worden ist, eine wichtige Klarstellung.

Anwendbare rechtliche Vorschriften beim Security Token Offering

Wertpapierprospekt gemäß der EU-Prospektverordnung

Emittenten von Security Token Offerings müssen die wertpapierrechtlichen Vorschriften beachten: So ist gem. Art. 3 Abs. 1 der EU-ProspektVO 2017/1129 vor dem öffentlichen Angebot

von Wertpapieren in Deutschland grundsätzlich ein von der BaFin gebilligter Prospekt zu veröffentlichen, sofern keine gesetzliche Ausnahme von dieser Pflicht gilt.

Gem. Art. 2 a) EU-ProspektVO 2017 sind „Wertpapiere“ im Sinne dieser Verordnung „übertragbare“ Wertpapiere im Sinne des Art. 4 Absatz 1 Nummer 44 der Richtlinie 2014/65/EU.

Das dürfte bei Security Token Offerings meistens der Fall sein, d.h., grundsätzlich dürfte gem. Art. 3 Abs. 1 der EU-Prospektverordnung für die Emission eines Security Token die Pflicht zur Veröffentlichung eines

Wertpapierprospektes gegeben sein.

Gem. Art. 6 Abs. 1 EU-ProspektVO müssen im Wertpapierprospekt mindestens die wesentlichen Informationen über die Wertpapiere, den Anbieter, den Emittenten und etwaige Garantiegeber in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise enthalten sein und es wird dabei festgelegt, dass ein Prospekt die erforderlichen Informationen enthalten muss, die für den Anleger wesentlich sind.

Teilweise Wertpapierinformationsblatt ausreichend

Teilweise kommen Emittenten aber auch ohne umfangreichen Wertpapierprospekt aus (denn dieser hat oftmals hundert und mehr Seiten und seine Erstellung ist oftmals mit hohen Kosten verbunden), hier sind z.B. die Ausnahmen der Art. 1 und 3 EU-Prospektverordnung zu beachten:

Wichtig ist hier z.B. die Ausnahmevorschrift des Art. 3 Abs. 2 b) EU-Prospektverordnung, wonach ein Mitgliedstaat beschließen kann, öffentliche Angebote von Wertpapieren von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospektes gemäß Abs. 1 EU-Prospekt-VO auszunehmen, sofern der Gesamtgegenwert eines solchen Angebots in der Union über einen Zeitraum von 12 Monaten 8.000.000 EUR (in Worten: Acht Millionen Euro) nicht überschreitet. Deutschland z.B. hat von dieser 8 Mio. €-Grenze Gebrauch gemacht, d.h., dass Anbieter eines Security Token Offerings, bei denen der Gesamtgegenwert über einen Zeitraum von 12 Monaten 8 Mio. € Emissionsvolumen nicht überschreitet, von der Prospektspflicht ausgenommen sind.

Somit müssen Emittenten, die unter diese 8 Mio. € Grenze Emissionsvolumen im Zeitraum von 12 Monaten fallen, keinen aufwändigen Wertpapierprospekt erstellen. Stattdessen muss bei diesen Emissionen gemäß § 4 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz neuer Form (WpPG n.F.) lediglich ein sog.

„Wertpapier-Informationsblatt“ (WIB) erstellt werden, das bei der BaFin hinterlegt und veröffentlicht werden muss (Ein Angebot von Wertpapieren bis zu einem Gesamtgegenwert von weniger als 100.000,- € ist übrigens gem. § 4 Abs. 1 WpPG n.F. komplett prospekt- und WIB-frei).

Ein Wertpapier-Informationsblatt ist mit wesentlich geringerem Aufwand zu erstellen als ein (oftmals hundert oder mehr Seiten umfassender) Wertpapierprospekt, denn gem. § 4 Abs. 3 WpPG n.F. darf ein Wertpapier-Informationsblatt nicht mehr als 3 DIN-A4-Seiten umfassen, was selbstverständlich eine erhebliche Erleichterung für kleinere Emissionen darstellt (nach dem Entwurf des eWPG sollen Wertpapier-Informationsblätter zu elektronischen Wertpapieren nach dem Gesetzesentwurf zukünftig teilweise 4 statt drei Seiten umfassen dürfen, z.B., um auch Informationen zur technischen Ausgestaltung des Wertpapiers, zu den dem Wertpapier zugrunde liegenden Technologien oder zur Übertragbarkeit und Handelbarkeit an den Finanzmärkten zu beinhalten, siehe § 4 Abs. 3a neu WpPG).

Allerdings ist dann vom Emittenten zu beachten, dass diese Wertpapiere bei Angeboten zwischen 1 Million und weniger als 8 Millionen Euro gem. § 6 WpPG n.F. -soweit sie sich an „nicht-qualifizierte“

Anleger richten- dann ausschließlich per Anlageberatung oder -vermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden dürfen, das auch dazu verpflichtet ist zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die ein nicht qualifizierter Anleger erwerben kann, bestimmte Höchstanlagebeträge nicht überschreitet.

Auch das WIB muss gem. § 4 Abs. 4 WpPG n.F. den drucktechnisch hervorgehobenen Warnhinweis „Der Erwerb dieses Wertpapiers ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen“ auf der ersten Seite, unmittelbar unterhalb der ersten Überschrift, enthalten.

Zulassung bei der BaFin/EU-Passporting

In Art. 20 Abs. 1 EU-ProspektVO wird festgelegt, dass ein Prospekt erst veröffentlicht werden darf, wenn die jeweils zuständige Behörde (also in Deutschland die BaFin) ihn oder alle seine Bestandteile gebilligt hat (ebenso für das WIB gem. § 4 Abs. 1 und 2 WpPG n.F.).

Interessant ist für Emittenten auch die grenzüberschreitende Billigung des Prospektes, die in Art. 24 EU-ProspektVO normiert wird, hier wird festgelegt, dass, sofern Wertpapiere in einem oder mehreren Mitgliedstaaten oder in einem anderen Mitgliedstaat als dem Herkunftsmitgliedstaat öffentlich angeboten oder zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden sollen, unbeschadet des Artikels 37 EU-ProspektVO der vom Herkunftsmitgliedstaat gebilligte Prospekt

einschließlich etwaiger Nachträge in beliebig vielen Aufnahmemitgliedstaaten für ein öffentliches Angebot oder für die Zulassung zum Handel gültig ist, sofern die ESMA (die europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) und die zuständige Behörde jedes Aufnahmemitgliedstaates gemäß Art. 25 EU-ProspektVO unterrichtet werden. Die zuständigen Behörden der Aufnahmemitgliedstaaten führen für die von den zuständigen Behörden anderer Mitgliedstaaten gebilligten Prospekte und Nachträge sowie für die entgeltlichen Bedingungen keine Billigungs- oder Verwaltungsverfahren mehr durch.

Emittenten, die einen Security Token Offering durchführen wollen, können ihren einmal gebilligten STO-Prospekt also auch in anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraumes nutzen.

Elektronische Wertpapiere/ Security Token Offerings als wegweisendes Finanzierungsmodell der Zukunft

Elektronische Wertpapiere/ Security Token Offerings dürften sich in den nächsten Jahren als neues Finanzierungsmodell etablieren, sie bieten für Emittenten viele Vorteile:

- Oftmals sind sie mit wesentlich geringeren Kosten als ein Börsengang-IPO-durchführbar
- Es können oftmals recht schnell und über Landesgrenzen hinweg größere Geldbeträge für die Unternehmensfinanzierung eingesammelt werden
- Vertrauensbildung- der Emittent geht den regulierten Weg der Finanzierung
- Weitere diverse Vorteile wie schnellere Abwicklung (die Blockchain hat, im Gegensatz zur Börse, immer geöffnet), Transparenz, Kostengünstigkeit, Effizienz

Hindernisse wie die, dass es bisher noch keinen „echten“ Sekundärmarkt für den Handel mit Security Token in Deutschland gibt und somit Anleger ihre Security Token noch nicht frei handeln können (auch international gibt es bisher nur wenige Tauschhandelsplattformen), sollten demnächst überwunden werden, denn es ist zu erwarten, dass in Deutschland an ersten Börsen in der nächsten Zeit ein derartiger Zweitmarkthandelsplatz etabliert wird.

Mit dem Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren vom 3. Juni 2021 wird der Weg weiter frei gemacht und es wird ausgeführt, dass die Berechtigten elektronischer Wertpapiere den gleichen umfassenden Schutz genießen sollen wie Eigentümer verbriefter Wertpapiere und auch, dass elektronische Wertpapiere als Sachen gelten sollen und ein umfassender Eigentumsschutz gewährt werden soll, eine wichtige Klarstellung, mit dem sich Deutschland günstigstenfalls sogar an die Spitze in dem Bereich setzen könnte.

Mit dem aktuellen Finanzierungsmodell der elektronischen Wertpapiere/ Security Token Offerings steht ein neues, spannendes Finanzierungsinstrument zur Verfügung, das sich in naher Zukunft durchsetzen dürfte und es ist davon auszugehen, dass demnächst zahlreiche Emittenten ein elektronisches Wertpapier ausgeben wollen bzw. ein Security Token Offering durchführen werden.

Über den Autor



Dr. Walter Späth, MSc (NTU), Studium in München, Kiel, Frankfurt/Oder, sowie an der Nottingham Trent University/UK, wurde 1972 in Prien am Chiemsee geboren. Promotion Selbständiger Rechtsanwalt seit 2002 (Kanzlei Dr. Späth & Partner Rechtsanwälte mbB, www.dr-spaeth.com), Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht seit 2011. Dr. Späth vertritt mit seiner Kanzlei „Dr. Späth & Partner“ Anleger und Emittenten in allen Bereichen des Bank- und Kapitalmarkt- und Kryptorechts. Er veröffentlichte zahlreiche Publikationen zum Bank- und Kapitalmarktrecht sowie dem Recht der digitalen Assets, aktuell z.B. das Buch „Achtung, Geld weg! Faule Investments, Anlagebetrug und Finanzkrisen“ (Cherry Media Verlag). Außerdem wirkte er am Buch "Security Token Crowdfunding (von Dino Heinert und Tim Stockschläger).

Über das Unternehmen



Die Kanzlei Dr. Späth & Partner Rechtsanwälte mbB mit Sitz in Berlin und Hamburg ist seit dem Jahr 2002 schwerpunktmäßig im Bank- und Kapitalmarktrecht tätig. Hierbei werden Anleger und Emittenten in allen Bereichen des Kapitalmarktrechts vertreten. Seit dem

Jahr 2017 beschäftigt sich die Kanzlei Dr. Späth & Partner mit den Bereichen Blockchain, Kryptowährungen, neue Finanzierungsmöglichkeiten wie Security Token Offerings/ elektronische Wertpapiere und seit kurzem auch Decentralized Finance.