

IM GESPRÄCH: MICHAEL DUTTLINGER, CASHLINK

„Wir digitalisieren den GmbH-Anteil“

Plattform für Emission von tokenisierten Wertpapieren
aufgebaut – Investoren erhalten Genussrechte

Von Björn Godenrath, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 9.7.2019

Bevor Start-ups die Gründung einer Aktiengesellschaft ins Auge fassen, erfolgt in der Regel eine Bündelung der Eigentümeranteile in einer GmbH. Insbesondere in der Phase direkt nach einer Gründung, wo der Geschäftsaufbau aus den Eigenmitteln der Gründer („Bootstrapping“) erfolgt, wird die Rechtsform einer „Gesellschaft mit beschränkter Haftung“ gewählt. Sobald es aber an die externe Kapitalaufnahme geht, sind GmbH-Anteile aufgrund ihrer Illiquidität alles andere als optimal. Ohnehin sind die Anteile mit hohen Nebenkosten verbunden, denn Eintragungen ins Handelsregister müssen über einen Notar erfolgen.

Anteile liquide machen

Diesen Investment-Prozess hat das in Frankfurt ansässige Fintech Cashlink jetzt renoviert – und zwar mit Hilfe der Blockchain. „Aktien sind technisch schon gut handelbar, GmbH-Anteile aber noch nicht. Deshalb haben wir einen virtuellen GmbH-Anteil generiert, den man einfach übertragen kann“, so Cashlink-Mitgründer Michael Duttlinger im Gespräch mit der Börsen-Zeitung. Dafür stellt Cashlink die technologische Infrastruktur bereit – und die ersten Projekte werden bereits in Zusammenarbeit mit dem Gründernetzwerk „Startplatz“ aus Köln umgesetzt. Drei der dort vertretenen Start-ups geben über die Cashlink-Plattform digitale Wertpapiere aus.

Diese Wertpapiere sind als Genussrechte mit Eigenkapitalcharakter ohne Stimmrechte definiert. „Damit halten wir uns komplett an deutsche Wertpapiergesetze“, versichert Duttlinger. „Wir haben das von Anfang so strukturiert, dass wir uns nur an professionelle Investoren wenden und keinen Wertpapierprospekt benötigen.“ Das Genussrecht gewähre das Recht auf eine Dividende sowie den Anspruch auf einen Erlös, wenn das Unternehmen verkauft wird. „Das ist vergleichbar mit einer Investition in eine GmbH und spiegelt eine virtuelle Beteiligung wider.“

Dabei adressieren die von Cashlink kreierten digitalen Wertpapiere

ausschließlich private Platzierungen, was keinen Prospekt erfordert und den klassischen Venture-Capital-Runden (VC-Runden) ähnelt. Im Prinzip findet damit ein Parallelprozess zur klassischen Wagniskapitalfinanzierung statt: Denn für Gründer wird eine zusätzliche Möglichkeit geschaffen, Kapital aufzunehmen, die auch Investoren Vorteile bringen kann. Für die digitalen („tokenisierten“) Wertpapiere spricht, dass die Transaktionskosten geringer sind und sich ohne feste Fristen eines klassischen VC-Prozesses schnell Gelder einwerben lassen, während der Investor einen flexibleren Anteil erhält, den er jederzeit liquidieren kann, wenn er auf einem Sekundärmarkt einen Käufer findet. Ein solcher Zweitmarkt, also eine Funktion zum Übertragen der digitalen Anteile, der Tokens, wird bei Cashlink gerade entwickelt.

Duttlinger rechnet damit, dass in diesem frühen Stadium Hybridmodelle entstehen, also auf beiden Wegen Kapital aufgenommen wird. Dann steht wieder ein Eintrag im Handelsregister an, während Plattformen wie Cashlink zugleich digitale Wertpapiere emittieren.

Rechtlich basieren die Anteile auf sogenannten „Virtual Stock Options“, die in Programmen zur Mitarbeiterbeteiligung verwendet werden. Da es sich um stimmrechtslose Anteile handelt, werden die über Cashlink vermittelten Investoren keine Gesellschafter und es findet nur eine ökonomische Verwässerung statt. Im Venture-Capital-Jargon heißt das, sie landen nicht im Cap Table – man braucht also nur Business Angels und Investoren, die sich darauf einlassen, ohne Eigentümerrechte und ohne Anspruch auf Verzinsung solche digitalen Wertpapiere zu zeichnen.

Auf Infrastruktur beschränkt

Das Risikomanagement liegt vollständig bei den potenziellen Investoren. „Die Bewertung der Start-ups sehen wir nicht als unsere Rolle an, da wird es andere Marktteilnehmer zur Unterstützung geben“, sagt Duttlinger. „Jeder Investor trifft seine Entscheidung für sich, und zwar auf derselben Grundlage wie heute im klassischen VC-Prozess. Nur der Weg des Geldes ist ein anderer.“

Cashlink nimmt jedenfalls keine Anteile von den Start-ups, „da wir als Emissions-Plattform unabhängig bleiben und nur die Infrastruktur stellen wollen“. Das junge Unternehmen setze nur Mindestkriterien an, um sicherzustellen, dass das digitale Wertpapier für den Emittenten strukturell sinnvoll ist. Cashlink finanziert sich über eine prozentuale Summe des Investitionsvolumens – derzeit ist eine Gebühr von 3,5% vorgesehen, die mit Zeichnung der digitalen Wertpapiere anfällt.

Ob Cashlink auch Token ausgeben wird, die Aktien repräsentieren, will Duttlinger nicht zusagen. „Das liegt noch in der Zukunft. Aber die ganze Szene ist in Bewegung.“ So entstünden bereits heute Anwendungen mit Aktien und Immobilienanteilen, und auch Gold-Anteile würden bereits tokenisiert. Die Bandbreite sei also heute schon sehr groß, „Cashlink fängt mit dem GmbH-Anteil an, diesen zu digitalisieren.“

Blockchain im Hintergrund

Im jetzigen Stadium des Marktes sei noch viel Aufklärung erforderlich. Massentauglich werde die Technologie, „wenn der Kunde gar nicht mehr weiß, dass es über eine Blockchain läuft“, prognostiziert Duttlinger. Was es für Token aber braucht, sind Verwahrlosungen, und da übernimmt Cashlink selbst derzeit noch keinen Service. Die Gesellschaft könne aber mit Upvest aus Berlin einen Partner vermitteln, der bei der Verwahrung der Anteile unterstützt. Weitere Lösungen für die Verwahrung dürfen nach Einschätzung des Unternehmers in den kommenden Monaten entstehen. Der Nutzer habe die Wahl, ob er selbst die Verwahrung verantwortet, auf Partner zurückgreift oder später weitere Lösungen nutzt.

Für Duttlinger ist der Markt in einem so frühen Stadium, dass die Branche noch lernen müsse, ehe sich die Entwicklung einer Tokenisierung von Wertpapieren abzeichne. „Es ist viel Bewegung im Markt und immer mehr Marktteilnehmer beschäftigen sich damit, was wir gut finden, denn es bereichert das Ökosystem.“ Cashlink habe da bereits eine „klare Nische“ besetzt, um virtuelle Unternehmensanteile als Eigenkapital automatisiert und standardisiert abzu-

bilden. Mit dem digitalen Wertpapier wolle sich das Unternehmen von anderen Verfahren wie STOs (Security Token Offerings) und ICOs (Initial Coin Offerings) abheben.