



## ICO: Rechtliche Einordnung von Token – Teil 1

ICOs (Initial Coin Offering) sind eine Möglichkeit zur Finanzierung, die auf dem Gedanken des Crowdfunding basiert. Bei einem ICO werden Coins oder Token<sup>1)</sup> ausgegeben, die auf der Blockchain-Technologie basieren.<sup>2)</sup> Die technische Ausgestaltung ist flexibel, ebenso die Rechte, die damit verbunden sind. Sinnvollerweise können drei Kategorien gebildet werden: Currency Token, Security Token und Utility Token.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat sich durch Hinweisschreiben und ihre Schriftenreihe zu einer möglichen aufsichtsrechtlichen Bewertung von ICOs geäußert. Darin erkennt sie die flexible Ausgestaltung der mit Token verbundenen Rechte an. Die Aufsichtspflichtigkeit sei nur in einer Einzelfallprüfung<sup>3)</sup> feststellbar.<sup>4)</sup> Möglich sind die Einordnung als Wertpapier im Sinne des WpHG, Vermögensanlage im Sinne des VermAnlG oder Anteile an Investmentvermögen im Sinne des KAGB.<sup>5)</sup> Der Handel mit Token kann nach KWG erlaubnispflichtig sein, wenn diese Finanzinstrumente im Sinn des KWG<sup>6)</sup> darstellen.

Zuvor hatte die BaFin in einer Verbraucherwarnung<sup>7)</sup> und einem Fachartikel für Verbraucher<sup>8)</sup> klargestellt, dass nicht alle ICOs der Finanzmarktregulierung unterfallen. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat neben einer Verbraucherwarnung<sup>9)</sup> auch eine Warnung an Emittenten herausgegeben<sup>10)</sup> und darin hervorgehoben, dass es ICOs außerhalb des kapitalmarktrechtlich regulierten Rahmens gibt.

Die deutsche Politik hat das Thema des Rechtsrahmens für ICOs aufgegriffen. Im

Koalitionsvertrag der Großen Koalition ist vorgesehen, dass man „eine umfassende Blockchain-Strategie entwickeln“ und sich „für einen angemessenen Rechtsrahmen für den Handel mit Kryptowährungen und Token auf europäischer und internationaler Ebene einsetzen“ will.<sup>11)</sup>

### Technische Ausgestaltung

Bei einem ICO werden Token, die nur online angeboten werden, auf der Blockchain registriert.<sup>12)</sup> Der häufig verwendete Token-Standard ist ERC20. Bei Token selbst handelt es sich um Daten(pakete),<sup>13)</sup> die durch einen Begebungsvertrag, der auch ein Smart Contract<sup>14)</sup> sein kann, ausgegeben werden. Token werden bestimmten Teilnehmern zugeordnet. Dafür werden zwei separate Schlüssel hergestellt,<sup>15)</sup> ein Private Key und ein Public Key.

Während der Public Key eine Art Kontonummer darstellt, ist der Private Key, der Verfügungen über den Token ermöglicht, nur dem potenziellen Inhaber bekannt.<sup>16)</sup> Als Datenpakete sind Token keine körperlichen Gegenstände; es fehlt an Sachqualität im Sinne des § 90 BGB und es können keine dinglichen Rechte daran entstehen.<sup>17)</sup> Der vorgenannte Begebungsvertrag beinhaltet anders als im Wertpapierrecht also keine sachenrechtliche Einigung.

Der Token repräsentiert ein unterliegendes schuldrechtliches Rechte- und Pflichtenverhältnis.<sup>18)</sup> Dieses, das heißt den schuldrechtlichen Begebungsvertrag, muss man sich für eine rechtliche Einordnung des einzelnen Tokens ansehen.<sup>19)</sup>

Verspricht der Emittent eine Unternehmens- oder Gewinnbeteiligung, Zinsen oder Ähnliches, so spricht man von Security Token, auch Anlage-Token<sup>20)</sup>; häufig wird synonym der Begriff Equity Token oder Investment Token benutzt. Die Autoren plädieren für folgende Unterscheidung: Bei Equity Token erhält der Erwerber einen originären Gesellschaftsanteil am Emittenten; beim Debt Token erfolgt eine Verzinsung oder Gewinnbeteiligung ohne originäre Gesellschafterrechte.<sup>21)</sup> Security Token bildet den Oberbegriff.<sup>22)</sup>

### Rechtliche Einordnung

Der Emittent ist in der Entscheidung frei, mit welchen Rechten er die Token ausstattet. Originäre Gesellschaftsanteile sind in der Praxis selten<sup>23)</sup>, weil dann doch zwingendes Recht zu beachten ist,<sup>24)</sup> und bei einer GmbH wegen Formvorschriften besonders schwierig. Allerdings werden die meisten Token nicht in Deutschland herausgegeben.<sup>25)</sup>

**Zivilrechtliche Einordnung:** Bei Token handelt es sich um eine Art digitalen Schuldschein für das unterliegende Recht. Es kommt bei der Herausgabe der Token zu einem Vertragsschluss zwischen Emittent und Erwerber und ein unter diesem Vertrag entstehendes Recht soll durch den Token repräsentiert werden. Der Token soll bei Equity Token einen Gesellschaftsanteil, bei Debt Token das Versprechen einer Verzinsung oder sonstiger Rendite und die Inhaberschaft des Rechts beweisen.

**Aufsichtsrechtliche Einordnung:** Je nach Ausgestaltung kann es sich bei Security Token in Deutschland um Wertpapiere

(im Sinne des WpHG und WpPG) oder Vermögensanlagen (im Sinne des VermAnlG) handeln. In der seit 2018 aufkommenden Diskussion in der klassischen juristischen Literatur sehen manche Diskussionsteilnehmer Token als vom Wertpapierbegriff erfasst an.<sup>26)</sup>

Der Wertpapierbegriff des WpHG und WpPG ist europarechtlich geprägt und entstammt (direkt oder indirekt) der MiFID II. ESMA sowie BaFin haben bereits klargestellt, dass Token Wertpapiere im Sinne der Prospektrichtlinie sein können. Dies gilt auch für die die Prospektrichtlinie und damit das WpPG (schrittweise bis) zum 21. Juli 2019 ersetzende Prospektverordnung. Ein Wertpapier ist jede „Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können“,<sup>27)</sup> mit den Ausnahmen „Zahlungsinstrumenten“<sup>28)</sup> und, für das Prospektrecht, „Geldmarktinstrumenten mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten“.<sup>29)</sup>

### Merkmale eines Wertpapiers

Die wesentlichen Merkmale eines Wertpapiers sind vergleichsweise klar und eng auf den Kapitalmarkt zugeschnitten. Um den Wertpapierbegriff zu erfüllen, muss ein Token standardisiert, (kapital-)marktmäßig handelbar und übertragbar sein.<sup>30)</sup>

Ist der Token vergleichbar mit (regelmäßig verbrieften) Aktien, Schuldverschreibungen und Zertifikaten ausgestaltet, liegt es nahe, dass es sich um ein Wertpapier handelt. Eine Einschränkung der Handelbarkeit zum Beispiel durch Vinkulierung kann insoweit nichts an der Wertpapiereigenschaft ändern.<sup>31)</sup> Handelt es sich bei dem Equity Token um einen GmbH-Anteil, so scheidet die Wertpapiereigenschaft am Formerfordernis der notariellen Beurkundung.<sup>32)</sup>

Während für Equity Token die Wertpapiereigenschaft einfach nach den klassischen Kategorien festgestellt werden kann, ist dies für Debt Token nicht eindeutig. Hier muss man sich an den drei Wesensmerkmalen der Wertpapiere orientieren, wobei Debt Token in der Regel übertragbar ausgestaltet werden.

**Standardisierung:** Jeder Token eines ICOs muss die gleichen Merkmale enthalten, sodass allein durch die Nennung der Anzahl eine hinreichende Bestimmtheit eintritt. Es muss eine Austauschbarkeit, Vertretbarkeit, der einzelnen Token vorliegen; sie müssen fungibel sein.<sup>33)</sup> Der BaFin genügt, dass eine Mehrzahl von Anlageinstrumenten austauschbar und in den wesentlichen Eigenschaften (Verpflichteter, Laufzeit, Art und Umfang der damit verbundenen Rechte) identisch ist.<sup>34)</sup>

Das Erfordernis der Standardisierung zeigt, dass keine pauschale Aussage für Token getroffen werden kann; auch nicht für Security Token. Bietet der Emittent einmal abweichend von dem üblichen Basiswertmodell (häufig 100 Token = 1 US-Dollar) an, Laufzeit, Volumen oder Basispreis des jeweiligen Token nach Wunsch der Erwerber individuell anzupassen, so fehlt eine Standardisierung.<sup>35)</sup>

**Kapitalmarktmäßige Handelbarkeit:** Die Voraussetzung der Übertragbarkeit ist denklogisch notwendig für die kapitalmarktmäßige Handelbarkeit. Zwar gibt es ICOs bei denen nicht übertragbare Token herausgegeben werden; dies stellt allerdings die Ausnahme dar.

Security Token werden nicht an den klassischen Orten des Kapitalmarkts gehandelt. Hierzu zählen der organisierte Markt (§ 2 Abs. 5 WpHG) sowie der außerbörsliche Handel (nichtorganisierter Markt), das heißt Handel über multilaterale Handelssysteme (§ 2 Abs. 3 Nr. 8 WpHG) oder am OTC („Over The Counter“-Markt).<sup>36)</sup> Kann ein Titel am organisierten Markt oder über multilaterale Handelssysteme gehandelt werden, ist dies für die Europäische Kommission ein Indiz für eine Handelbarkeit. Der Handel mit Security Token, aber auch mit anderen Arten von Token, findet auf sogenannten Kryptobörsen („crypto exchange“) statt. Soweit ersichtlich gibt es bisher keinen gemeinsamen „Markt“, an dem sowohl klassische Wertpapiere als auch Token gehandelt werden.<sup>37)</sup>

Die BaFin nimmt ohne weitere Begründung an, Kryptobörsen könnten als „Finanzmärkte beziehungsweise Kapital-

märkte im Sinne der Wertpapier-Definition angesehen werden“.<sup>38)</sup> Dies trifft sicherlich zu, wenn dort Currency Token gehandelt werden, bei denen es sich um Finanzinstrumente handelt. Beschränkt sich der Handel allerdings auf Utility Token, welche keine Finanzinstrumente sind, so besteht keine Ähnlichkeit.

Die Handelbarkeit an einer Kryptobörse entspricht nicht der Handelbarkeit von klassischen Wertpapieren am Kapitalmarkt (unabhängig von der exakten Abgrenzung des Kapitalmarkts). Das klassische Verständnis für eine kapitalmarktmäßige Handelbarkeit basiert auf der Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs.<sup>39)</sup> Für die Funktionsfähigkeit des Markts ist es erforderlich, dass der Titel uneingeschränkt gehandelt werden kann. Eine uneingeschränkte Handelbarkeit am Markt setzt voraus, dass die Transaktionen sicher und einfach abgewickelt werden können und es keine Einwände Dritter geben kann.<sup>40)</sup>

### Qualifizierung als Wertpapier?

Der deutsche Gesetzgeber setzt dieses Grundverständnis voraus: Er fordert für Anteile an Personengesellschaften ausdrücklich eine Vergleichbarkeit mit Aktien, was bedeuten würde, dass eine gewisse Verkörperung der Anteile erfolgt, die einen gutgläubigen Erwerb ermöglicht. Dies ist bei einer Übertragung durch Abtretung nicht der Fall.<sup>41)</sup>

Fast einhellig teilt die Literatur die Ansicht, dass unter deutschem Recht eine Übertragbarkeit nur durch Abtretung mangels Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs eine Qualifizierung als Wertpapier ausschließt.<sup>42)</sup> Auch die BaFin betont diesen Umstand, wenn sie ausführt, der entscheidende Umstand für den Begriff der Fungibilität sei die Frage der Übertragung: Handelbare Wertpapiere müssen „rein sachenrechtlich übertragen“ werden können; eine schuldrechtliche Abtretung ist nicht ausreichend.<sup>43)</sup>

Die Ansicht, dass das Kapitalmarktrecht nicht die Übertragung von Rechten aus Wertpapieren regelt, sondern Prozesse

regulieren und Marktverhalten steuern solle, und daher keine Notwendigkeit für den Gutgläubenserwerb als Voraussetzung des Kapitalmarkts bestehe,<sup>44)</sup> verkennt den Zusammenhang. Wesentliches Element der Handelbarkeit am Kapitalmarkt ist der Gutgläubenserwerb. Dies dient als Abgrenzung zu anderen Märkten, beispielsweise dem Markt für unverbriefte standardisierte Kreditforderungen oder für Vermögensanlagen.

Auch durch das VermAnG regulierte Vermögensanlagen können übertragen werden. Sie werden aber nicht an den Kapitalmärkten gehandelt, da ihnen die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs nicht innewohnt. Der wesentliche Unterschied zwischen einem Wertpapier und einer Vermögensanlage ist die kapitalmarktmäßige Handelbarkeit.<sup>45)</sup>

### Der gutgläubige Erwerb

Der gutgläubigen Erwerbs für Inhaberpapiere ergibt sich aus §§ 793, 932 ff. BGB. Für andere klassische Wertpapiere, wie Orderpapiere, bestehen gesetzliche Sonderregelungen (vergleiche etwa Art. 16 Abs. 2 WG – gegebenenfalls i.V.m. § 68 Abs. 1 S. 2 AktG). Damit Debt Token ebenfalls ausreichend handelbar sind, müsste eine der vorgenannten Regelungen eingreifen oder eine besondere gesetzliche Regelung bestehen.

Allein aus der Eigenschaft als Datenpaket hat sich keine Anwendbarkeit von Gutgläubensgrundsätzen herausgebildet. Es bestehen keine Eigentumsrechte an Daten<sup>46)</sup> und ein gutgläubiger Erwerb nach §§ 932, 935 BGB ist nicht möglich.<sup>47)</sup> Datenpakete oder Token an sich können nicht gutgläubig erworben werden; der Blick muss auf das unterliegende Recht gerichtet werden. Wird dieses Recht (etwa ein Zinsanspruch oder eine Gewinnbeteiligung) durch Abtretung im Sinne des § 399 BGB oder Vertragsübernahme übertragen, so scheidet ein gutgläubiger Erwerb aus. Hier ist kein Raum für eine analoge Anwendung der sachenrechtlichen Übertragungsvorschriften, deren Anwendbarkeit teils angedeutet aber nicht entschieden wird.<sup>48)</sup> Die

absolute Geltungswirkung begrenzt die Analogiefähigkeit.<sup>49)</sup>

Im Schrifttum wird teilweise vertreten, dass soweit sich die Rechte des Token nicht auf (un)bewegliche Sachen beziehen, ein gutgläubiger Erwerb nicht möglich ist. Allerdings würde die Blockchain-Technologie Ersatz dafür bieten. Die kryptografische Wiedergabe der Eigentümerkette mache jede Übertragung so transparent, dass durch „Tokenization“ die Inhaberschaft des unterliegenden Rechts untrennbar mit dem Token verbunden sei. Dies gebe eine ausreichende Sicherheit für einen kapitalmarktmäßigen Handel gegen unwirksame Übertragungen der Token.<sup>50)</sup>

Diese Ansicht erhebt die „Tokenization“ und die auf der Blockchain geschriebenen Daten in einen Stand, dem ein öffentlicher Glaube zukäme, vergleichbar mit einem öffentlichen Register wie dem Grundbuch oder, mit Einschränkungen, dem Handelsregister. Dies ist jedoch de lege lata gerade nicht der Fall.

Auch eine Vergleichbarkeit mit kapitalmarktmäßig handelbaren Schuldverschreibungen fehlt. Bei Schuldverschreibungen ist ein gutgläubiger Erwerb (selbst bei abhandengekommenen Urkunden) möglich. Selbst bei einem unwirksamen Begebungsvertrag kann eine Forderung in Verbindung mit dem gutgläubigen Erwerb der Urkunde nach den Grundsätzen der Rechtsscheinhaftung entstehen.<sup>51)</sup>

Dies basiert auf der sehr starken und gesetzlich detailliert ausgeformten Stellung von Urkunden als Rechtsscheinträger im Verkehr. Daran fehlt es für Token. Werden Token aufgrund eines unwirksamen Begebungsvertrages ausgegeben, entsteht kein Anspruch gegen den vermeintlichen Emittenten. Dem einzelnen Token ist nicht anzusehen, was für Rechte er enthalten soll. Der Begebungsvertrag und dessen Bedingungen werden in der Regel nicht auf der Blockchain registriert. Selbst wenn dies, da technisch möglich, einmal der Fall ist, fehlt es den Token an einer Unterzeichnung (vgl. § 793 Abs. 2 BGB) oder einem vergleichbaren Skripturakt als Anknüpfung des Rechtsscheins.<sup>52)</sup>



Dr. Michael Jünemann

Partner, Head of Banking & Finance Germany, Bird & Bird LLP, Frankfurt am Main



Johannes Wirtz

Associate, Banking & Finance, Bird & Bird LLP, Frankfurt am Main

Die Ausgabe von Coins oder Token zur Unternehmens- und Projektfinanzierung im Wege des Crowdfunding wird derzeit vermehrt eingesetzt. Bekannte Beispiele mit Deutschlandbezug sind dabei die ICOs der savedroid AG (SVD Token) oder NAGA Group AG (NAGA Coin). Je nach Ausgestaltung kann ein Token als Wertpapier, Vermögensanlage, Anteil an Investmentvermögen oder Rechnungseinheit qualifiziert werden oder keiner Regulierung unterfallen. Dieser mehrteilige Beitrag untersucht die aufsichtsrechtliche Einordnung von Token, die im Wege eines Initial Coin Offerings (ICO) beziehungsweise Initial Token Sales (ITS) herausgegeben werden und in welchem Verhältnis die bisherigen Kategorien von Wertpapieren und Vermögensanlagen zu den neuen Erscheinungen von Security Token, Utility Token und Currency Token stehen. Der vorliegende erste Teil befasst sich mit der Einordnung und Ausgestaltung von Security Token. (Red.)

\* Die Autoren danken Timo Förster für dessen Unterstützung.

Wie aufgezeigt fehlt eine gesetzliche Sonderregelung, die Token einen einer Schuldverschreibung ähnlichen Rechtscharakter zukommen lässt; anders als Urkunden sind einfache Datenpakete keine ausreichenden Rechtsscheinträger.

Bleibt ein Private Key nicht geheim, kann ein Unberechtigter mit diesem über Token verfügen. Entgegen den Regelungen für Inhaberschuldverschreibungen, denen ein erweiterter Gutgläubenschutz zukommt (gutgläubiger Erwerb von Abhandengekommenem – § 935 Abs. 2

BGB),<sup>53)</sup> fehlen entsprechende Regelungen für Daten. Eine Urkunde kann stets nur eine Person im Besitz haben, Daten lassen sich kopieren, ohne dass ein Original feststellbar ist. Der Token müsste zurückübertragen werden,<sup>54)</sup> denn es muss auf das unterliegende Recht und dessen wirksame Übertragung geschaut werden. Das Argument, ein Erwerbsvorgang könne auf Grund der Anonymität nicht wieder rückgängig gemacht werden und daraus ergebe sich eine funktionale Gleichwertigkeit mit dem gutgläubigen Erwerb,<sup>55)</sup> ist nicht haltbar.

Zieht man als Beispiel für einen anonymen Vorgang einen Taschendiebstahl heran, zeigt sich eindringlich, dass aus dem Umstand der mutmaßlichen Finalität<sup>56)</sup> rechtlich keine Gleichwertigkeit mit einem gutgläubigen Erwerb einhergeht. Das Abhandenkommen schließt vielmehr grundsätzlich (mit Ausnahme von Inhaberpapieren) den Gutgläubenserwerb aus. Token können nur wirksam vom Berechtigten weiterübertragen werden. Die Abtretung erfolgt stets nur inter partes und führen nicht zu einer Gleichstellung mit dem inter omnes wirkenden Gutgläubenserwerb. Es bedürfte eines gesetzgeberischen Aktes, sollten Token in den Stand einer „digitalen Urkunde“ erhoben werden.<sup>57)</sup>

Die Rechtsfolge ist klar: Wurde der Token von einem an dem unterliegenden Recht Nichtberechtigten übertragen, so kann der eigentliche Forderungsinhaber auch die „Rückabwicklung“ verlangen; das heißt, das unterliegende Recht ist nie übertragen worden, aber das Datenpaket muss zurückgebucht werden.

### Bewertung der Security Token

Bei Equity Token kann man auf die klassischen Wertpapier- und Beteiligungskategorien zurückgreifen. Häufig handelt es sich bei deutschen Gesellschaften um eine Aktie, da andere Formen von Gesellschaftsbeteiligungen sich nicht für einen Token eignen.<sup>58)</sup> Bei Debt Token scheidet eine Einstufung als Wertpapier an der uneingeschränkten Handelbarkeit und fehlenden Vergleichbarkeit mit Schuld-

verschreibungen. Debt Token stellen daher in der Regel keine Wertpapiere dar.

Gerade bei Debt Token liegt seit Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes nahe, dass es sich um Vermögensanlagen handelt. Abhängig von der jeweiligen Ausgestaltung können die dem Token unterliegenden Rechte eine der in § 1 Abs. 2 VermAnlG genannten Anlagen darstellen.<sup>59)</sup> Dabei kommen grundsätzlich alle Vermögensanlageformen in Betracht; insbesondere müssen auch Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, nicht zwangsläufig eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung darstellen.<sup>60)</sup>

### Vermögensanlagen oder Investmentvermögen?

Soweit es sich bei den Token um Anteile an Investmentvermögen nach § 1 Abs. 1 KAGB handelt, wäre eine Einordnung als Vermögensanlage ausgeschlossen. Teilweise wird der Vorschlag gemacht, die Erwerber der Token seien eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR). Der Zweck der GbR sei dabei die Finanzierung des Emittenten und die GbR ein Investmentvermögen im Sinne des KAGB. Bei der typischen Ausgestaltung von Token liegt aber weder eine GbR zwischen den Erwerbern noch ein Investmentvermögen vor; gleichzeitig ließe sich aber ein ICO wohl auch als GbR oder Investmentvermögen ausgestalten.<sup>61)</sup>

Bei einem typischen ICO entsteht zwischen den Erwerbern keine GbR. Erforderlich wäre gemäß § 705 BGB eine Einigung („durch Gesellschaftsvertrag“) zwischen den Erwerbern über die Förderung eines gemeinsamen Zwecks.<sup>62)</sup> Eine Einigung setzt einen entsprechenden Rechtsbindungswillen voraus. Die Erwerber kennen sich jedoch in der Regel nicht.

Im Übrigen liegt bei den typischen Ausgestaltungen auch kein Investmentvermögen vor, das in den Emittenten der Token investiert hätte. Es fehlt an mehreren Merkmalen: So wird weder Vermögen gepoolt noch wird Kapital durch oder für das Investmentvermögen eingesammelt.

Die Erwerber legen ihre Gelder nicht gemeinsam an. Jeder erwirbt seine eigenen Token und damit seine Rechte gegen den Emittenten. Es kommt nicht zu einem gepoolten Vermögen.<sup>63)</sup> Zudem werden keine Anlageentscheidungen für die Erwerber getroffen. Diese entscheiden sich selbst gezielt für einen bestimmten Token.<sup>64)</sup>

Der Emittent ist in der Regel kein Investmentvermögen, da es sich um ein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors handelt. Zudem wäre das ICO prinzipiell verboten, da das KAGB in seinem Rechtsformzwang eine GbR ausschließt.<sup>65)</sup>

Security Token fallen entweder als Wertpapiere oder, mangels kapitalmarktmäßiger Handelbarkeit, Vermögensanlage in Deutschland (unabhängig vom Sitz des Herausgebers) unter eine Prospektpflicht, soweit nicht eine der Ausnahmeregelungen des WpPG oder des VermAnlG eingreift.<sup>66)</sup> Die Ausnahmen sind am konkreten Fall zu prüfen.

Im Teil 2 dieses Aufsatzes, der in einer der kommenden Ausgaben erscheinen wird, werden die Currency Token und Utility Token näher untersucht.

### Fußnoten

- 1) Nachfolgend „Token“. Coins haben eine eigene Blockchain, Token läuft auf einer bestehenden Blockchain (bspw. ERC20) (vgl. Schiemzik/Kübler, NWB 2018, 2038, 2042).
- 2) Vgl. Jünemann/Kast, ZfgK 2017, 531; Eschenbruch/Gerstberger (Fn 2), 8.
- 3) Die FINMA teilt die BaFin Ansicht für die Schweiz, vgl. FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16.2.2018.
- 4) Die BaFin erteilt Auskünfte als schlicht hoheitliches Handeln ohne Reglungsscharakter (vgl. Fußwinkel/Kreiterling (Fn 6) S. 56), dem Betroffenen fehlt dann die Möglichkeit, seine Auffassung gerichtlich beständigen zu lassen, sollte die BaFin davon abweichen.
- 5) Daneben besteht die Möglichkeit Token als Versicherungsgeschäft nach VAG auszugestalten (Insurance Token); dies soll hier nicht behandelt werden.
- 6) Der Begriff der Finanzinstrumente nach KWG ist weiter als der des WpHG, da er auch Devisen und Rechnungseinheiten umfasst.
- 7) BaFin, Verbraucherwarnung: Risiken von Initial Coin Offerings (ICOs) vom 9.11.2017.
- 8) BaFin, Initial Coin Offerings: Hohe Risiken für Verbraucher vom 15.11.2017.
- 9) ESMA Statement vom 13.11.2017, ESMA50-157-829; neben ESMA und BaFin haben weitere Aufsichtsbehörden Verbraucherwarnungen herausgegeben, so etwa der Gemeinsame Ausschuss der drei Europäischen Aufsichtsbehörden am 12.2.2018 und die Internationale Organisation der Wertpapierauf-



sichtsbehörden IOSCO am 18.1.2018, ICOSCO/MR/01/2018; weitere Warnungen und Stellungnahmen sind auf der Website der IOSCO einsehbar.

10) ESMA Statement vom 13.11.2017, ESMA50-157-828.

11) „Ein neuer Aufbruch für Europa, Eine neue Dynamik für Deutschland, Ein neuer Zusammenhalt für unser Land, Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD“ vom 7.2.2018, Zeile 1935 ff., 3211 ff.

12) Hacker/Thomale: Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, SSRN Electronic Journal, 10.2139/ssrn.3075820, verfügbar unter SSRN: <https://ssrn.com> oder <http://dx.doi.org>; Zickgraf (Fn 6), 294.

13) Vgl. auch: Keding, WM 2018, 64, 66.

14) Vgl. zu Smart Contracts auch: Jünemann/Kast, ZfGK 2017, 531; Heckelmann, NJW 2018, 504.

15) Vgl. Lerch, ZBB 2015, 190, 193; Schlund/Pongratz, DStR 2018, 598.

16) Vgl. Lerch, ZBB 2015, 190, 193.

17) Vgl. LG Konstanz, Urteil vom 10.05.1996, Az.: 1 S 292/95, NJW 1996, 2662; Engelhardt/Klein, MMR 2014, 355, 357; Lerch, ZBB 2015, 190, 195; Wagner, in: Münchener Kommentar zum BGB, 7. Auflage 2017, § 823 BGB, Rn. 294; Fritzsche, in: BeckOK BGB, Bamberger/Roth/Hau/Poseck, 44. Edition, Stand: 1.11.2017, § 903 BGB, Rn. 10.

18) Eschenbruch/Gerstberger (Fn 2) bezeichnen ihn als „digitales Äquivalent zu einem Schuldschein oder zu einem Investmentzertifikat/Anteilsschein“.

19) Vgl. IOSCO, 18.1.2018, IOSCO/MR/01/2018; Weitnauer (Fn 6), 232; Klöhn/Parhofer/Resas (Fn 6), 102. 20) FINMA, Wegleitung (Fn 9).

21) Vgl. auch Dietsch, MwStR 2018, 546, 547; oder Krüger/Lampert, BB 2018, 1154, 1155, die sich für den Oberbegriff „Investment Token“ und eine Unterscheidung in Debt Token und Equity/Trust Token aussprechen.

22) Eine neue Erscheinung ist das sog. Initial Loan Procurement (ILP), bei dem Darlehen als sog. Future Loan Access Token (FLAT) herausgegeben werden.

23) Beispiel für eine Aktienausgabe auf der Blockchain ist der US-Online-Händler Overstock.

24) BaFin, Initial Coin Offerings (Fn 14).

25) Deutsches Aufsichtsrecht ist trotzdem zu beachten, wenn der Token in Deutschland angeboten wird.

26) Vgl. etwa Tagungsbericht der Fachtagung „Blockchain: Chancen, Recht und Regulierung“ von Jean Louis Schiltz, MMR-Aktuell 2018, 400563.

27) Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II.

28) Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II.

29) § 2 Nr. 1 WpPG, Art. 2 Lit. a) Prospektverordnung.

30) Vgl. u.a.: Gesetzesbegründung zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/4028, S. 53; Kumpan, in: Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 37. Auflage 2016, § 2 WpHG, Rn. 2; Fuchs, in: Fuchs, (Fn 35), § 2 WpHG, Rn. 10.

31) Vgl. Fuchs, in: Fuchs, (Fn 35), § 2 WpHG, Rn. 15.

32) Vgl. Fuchs, in: Fuchs, (Fn 35), § 2 WpHG, Rn. 15.

33) Vgl. Kumpan, in: Baumbach/Hopt, (Fn 42), § 2 WpHG, Rn. 2; Kumpan, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 2 WpHG, Rn. 7; ebenso BaFin, Merkblatt Finanzinstrumente (Aktien, Vermögensanlagen, Schuldtitel, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Devisen und Rechnungseinheiten); geändert am 19.7.2013.

34) BaFin, Merkblatt Finanzinstrumente (Aktien, Vermögensanlagen, Schuldtitel, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Devisen und Rechnungseinheiten), (Fn 45).

35) Vgl. Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze, 217. EL Oktober 2017, § 2 WpPG, Rn 1; Zickgraf (Fn 6), 299f.

36) Vgl. Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Fn 45), § 2 WpHG, Rn 9; Fuchs, in: Fuchs (Fn 35), § 2 WpHG, Rn. 16.

37) Ebenso Hacker/Thomale (Fn 18), S. 21.

38) BaFin, Hinweisschreiben (Fn 7); ebenso ohne Begründung Fußwinkel/Kreiterling (Fn 6) S. 61; Weitnauer (Fn 6), 233.

39) Vgl. Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, (Fn 47), von Ammon, in: Siering/Izzo-Wagner, VermAnlG, 2017, § 1 VermAnlG, Rn. 32. § 2 WpHG, Rn. 2; a.A. Zickgraf (Fn 6), 301, der dem Zirkelschluss unterliegt, dass das Vorhandensein eines „Sekundärmarkts“ ohne rechtliche Absicherung durch die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs dazu führen würde, dass diese Möglichkeit für die Handelbarkeit am Kapitalmarkt nicht erforderlich sei. Es ist ja gerade die Frage, ob diese Sekundärmärkte zum Kapitalmarkt gehören.

40) Vgl. Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, (Fn 47), § 2 WpPG, Rn 2; Fuchs, in: Fuchs (Fn 35), § 2 WpHG, Rn. 18; Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Fn 45), § 2 WpHG, Rn. 9.

41) BT-Drs. 16/4028, S. 54; bereits zuvor auch BT-Drs. 12/6679, S. 39.

42) Vgl. Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, (Fn 47), § 2 WpHG Rn. 2 sowie § 2 WpPG, Rn. 2; Müller, in: Müller, Wertpapierprospektgesetz, 2. Online-Auflage 2017, § 2 WpPG, Rn. 2; Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Fn 45), § 2 WpHG, Rn. 9; Fuchs, in: Fuchs (Fn 35), § 2 WpPG, Rn. 3 (mit Verweis auf BT-Drs. 15/4999); Ritz, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, 2015, § 2 WpHG, Rn. 20; einzige abweichende Stimme: Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Auflage 2012, § 2 WpHG, Rn. 8.

43) Vgl. Internetseite der BaFin, Prospektpflicht, zuletzt geändert am 1.11.2013, abrufbar unter: [www.bafin.de](http://www.bafin.de)

44) So Zickgraf (Fn 6), 301f.

45) Vgl. von Ammon, in: Siering/Izzo-Wagner, (Fn 53), § 1, Rn. 30ff.

46) Vgl. LG Konstanz, Urteil vom 10.05.1996, Az.: 1 S 292/95, NJW 1996, 2662; Engelhardt/Klein (Fn 24), 357; Lerch, ZBB 2015, 190, 195; Wagner, in: Münchener Kommentar zum BGB, 7. Auflage 2017, § 823 BGB, Rn. 294; Fritzsche, in: BeckOK BGB, Bamberger/Roth/Hau/Poseck, 44. Edition, Stand: 1.11.2017, § 903 BGB, Rn. 10.

47) Vgl. für Bitcoins Lerch, ZBB 2015, 190, 195 f.

48) Vgl. Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1363.

49) Shmatenko/Möllenkamp, MMR 2018, 495, 497.

50) Vgl. Hacker/Thomale (Fn 18), S. 22; so versteht Zickgraf ((Fn 6), 298) auch das Hinweisschreiben der BaFin vom 20.2.2018; wobei dieser Auslegung nicht gefolgt wird. Die BaFin führt aus, dass die Verbriefung in einer Urkunde nicht erforderlich sei, sondern eine Dokumentation auf der Blockchain reicht. Einen Bezug zur Handelbarkeit stellt die BaFin nicht her. Daraus leitet Zickgraf ab, die BaFin verzichte auf das Erfordernis des Gutgläubenserwerbs. Dies ist nicht der Fall; die BaFin stellt klar, dass eine sachrechtliche Übertragung und nicht nur eine schuldrechtliche Abtretung erforderlich ist (vgl. BaFin, Prospektpflicht (Fn 57)). Die BaFin wiederholt hier nur, dass eine Verbriefung nicht erforderlich ist. Andere Rechtsordnungen setzen nicht zwingend

eine Verbriefung für einen Gutgläubensschutz voraus, was aber nicht zur Unanwendbarkeit der (deutschen) Wertpapierregularien führen darf. Zickgraf bemüht als weiteres Argument widersprüchlich eine „größtmögliche Publizität“ und gleichzeitig eine „Anonymität“ zur Begründung der Sicherheit der Blockchain (AG 2018, 293, 301).

51) Vgl. Habersack, in: Münchener Kommentar zum BGB, 7. Auflage 2017, § 793 BGB, Rn. 27 f.

52) A.A. Krüger/Lampert, BB 2018, 1154, die wohl eine analoge Anwendung der §§ 793 ff BGB befürworten, ohne auf das Erfordernis einer Unterschrift einzugehen.

53) Vgl. Vogel, in: beck-online.GROSSKOMMENTAR, GesamtHrsg: Gsell/Krüger/Lorenz/Reymann, Hrsg: Köndgen, Stand: 1.11.2017, § 793 BGB Rn. 1.

54) A.A. Zickgraf (Fn 6), 301, der auf Grund der Anonymität eine faktische Finalität der unberechtigten Übertragung annimmt.

55) So Zickgraf (Fn 6), 301.

56) 2017 wurden nur ca. 6,3 % der Taschendiebstähle aufgeklärt, siehe Polizeiliche Kriminalstatistik (PKS 2017).

57) Vgl. Oppenheim/Romba, Initial Coin Offering (ICO) aus rechtlicher Sicht: Der Token als digitale Urkunde?, vom 12.2.2018, [www.it-finanzmagazin.de](http://www.it-finanzmagazin.de) (abgerufen am 8.10.2018)

58) Krüger/Lampert, BB 2018, 1154, 1156 bringen Treuhandlösungen ins Spiel.

59) Vgl. BaFin, Hinweisschreiben (Fn 7).

60) Vgl. von Ammon, in: Siering/Izzo-Wagner, (Fn 53), § 1, Rn. 59.

61) Beispielsweise ähnlich zu „The DAO“, welche als Art Beteiligungsgesellschaft fungierte und für die Erwerber in Blockchain-basierte Anlageobjekte investierte; vgl. zu „The DAO“ etwa Simmchen, MMR 2017, 162, 164; Hacker/Thomale (Fn 18).

62) Vgl. Servatius, in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 3. Auflage 2016, § 705 BGB, Rn. 18; Schöne, in: BeckOK BGB, Bamberger/Roth/Hau/Poseck, 44. Edition, Stand: 1.11.2017, § 705 BGB, Rn. 8 ff.; Schlund/Pongratz, DStR 2018, 598, 600.

63) Für das Erfordernis eines gepoolten Vermögens vgl. Volhard/Jang, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 2. Auflage 2017, § 1 KAGB, Rn. 5.

64) Für das Erfordernis der Abgabe der Kontrollbefugnis vgl. Volhard/Jang, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 2. Auflage 2017, § 1 KAGB, Rn. 9; BaFin, Schreiben an den Business Angel Netzwerk Deutschland e.V. vom 8.4.2016 ([www.business-angels.de](http://www.business-angels.de)).

65) Vgl. Servatius, in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 3. Auflage 2016, Anhang HGB

66) Sollte es sich daneben auch um eine Rechnungseinheit nach § 1 Abs. 11 Nr. 7 KWG handeln (vgl. BaFin, Hinweisschreiben (Fn 7)) ergeben sich keine weiteren Besonderheiten, da bereits Wertpapiere als Finanzinstrumente von § 1 Abs. 11 KWG erfasst werden.

## Bleiben Sie immer auf dem neuesten Stand!

Ihre Kreditwesen-Redaktion informiert nun auch täglich in der Rubrik „Tagesmeldungen“.

Folgen Sie uns auf



oder besuchen Sie uns unter

[www.kreditwesen.de/tagesmeldungen](http://www.kreditwesen.de/tagesmeldungen)