

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

71. Jahrgang · 1./15. November 2018

**21/23-2018**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

Digitaler  
Sonderdruck

Michael Jünemann / Johannes Wirtz

ICO: Rechtliche  
Einordnung von Token

Michael Jünemann / Johannes Wirtz

## ICO: Rechtliche Einordnung von Token

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 Prospekttrichtlinie sein können. Dies gilt auch für die die Prospekttrichtlinie 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 denklösig 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-



Foto: Bird & Bird LLP



Dr. Michael Jünemann

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



Foto: Bird & Bird LLP



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 unterliegen. Dieser Beitrag untersucht die aufsichtsrechtliche Einordnung von Token, die im Wege eines Initial Coin Offering (ICO) beziehungsweise Initial Token Sale (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 erste Teil befasst sich mit der Einordnung und Ausgestaltung von Security Token, im zweiten Teil werden Currency Token und Utility Token näher untersucht. (Red.)

\* Die Autoren danken Timo Förster für dessen Unterstützung.

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 klassi-

sche Verständnis für eine kapitalmarkt-mäßige 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 unverbrieft 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 kapitalmarkt-mäßige 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 andiskutiert 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 ver-

bunden sei. Dies gebe eine ausreichende Sicherheit für einen kapitalmarkt-mäßigen 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 kapitalmarkt-mäßig 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>

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 Ab-



handengekommenem – § 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 Schuldverschreibungen. 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 ge-

poolt 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 werden die Currency Token und Utility Token näher untersucht.

Nachdem kurz auf die technische Ausgestaltung von Token und die rechtliche Einordnung von Security Token eingegangen wurde, sollen in Folgenden die Currency Token und Utility Token näher untersucht werden. Auf technische Entscheidungen (soweit überhaupt vorhanden) soll dabei nicht eingegangen werden.

### Currency Token

Den Ursprung der Diskussion um die Regulierung von Token und Coins legte der Bitcoin. Er ist zwar technisch ein Coin, rechtlich wird insoweit aber kein Unterschied gemacht, sodass wir ihn im Rahmen der Besprechung von Currency Token behandeln. Die anfänglich gebräuchlichste Form von Token waren die Currency Token<sup>67)</sup>, die den klassischen Begriff der Kryptowährung oder virtuelle Währung erfüllen. Zu dem rechtlichen

Begriff der Currency Token zählt man auch Ether<sup>68)</sup> und Ripple<sup>69)</sup>. Wesentliches Merkmal ist der Geldersatzcharakter. Sie sollen als dezentrale, das heißt nicht-staatliche, Ersatzwährung dienen.<sup>70)</sup> Es gibt keine zentrale Stelle, die den Token annimmt oder einlöst.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat sich bereits an verschiedenen Stellen zu Currency Token geäußert,<sup>71)</sup> sodass aus Verwaltungssicht jahrelang eine Art Rechtssicherheit bei der aufsichtsrechtlichen Einordnung bestand. Diese wurde jedoch durch ein Urteil des Kammergerichts Berlin im September 2018<sup>72)</sup> erschüttert. Seitdem hat sich die rechtliche Unsicherheit deutlich erhöht.

Die zivilrechtliche Einordnung bereitet bei Currency Token gewisse Schwierigkeiten, da ihnen kein Recht innewohnt. Nach der herrschenden Meinung handelt es sich bei Currency Token nicht um Geld.<sup>73)</sup>

Mangels Forderungsgegner handelt es sich nicht um Forderungen und mangels Körperlichkeit nicht um Sachen i.S.d. § 90 BGB.<sup>74)</sup> Ebenso handelt es sich nicht um eine urheberrechtlich geschützte Software oder persönliche geistige Schöpfung; es besteht auch kein anderes Recht am Currency Token; es besteht allein die faktische Möglichkeit des Zugriffs.<sup>75)</sup> Es wird aber diskutiert, ob es sich um ein Wirtschaftsgut handelt, das vom Eigentumsschutz des Art. 14 GG<sup>76)</sup> oder als sonstiges Recht durch § 823 Abs. 1 BGB<sup>77)</sup> geschützt wird. Der Eigentumsbegriff des Art. 14 GG ist weiter als der (Sach-)Eigentumsbegriff des BGB und erfasst unter anderem auch Forderungen.<sup>78)</sup> Letztendlich bleibt für das Zivilrecht nur die Einstufung als sonstiger Gegenstand.<sup>79)</sup>

### Zivil- und aufsichtsrechtliche Einordnung

Trotz der schwierigen zivilrechtlichen Erfassung von Token bestand nach den Verlautbarungen der BaFin Klarheit, dass es sich bei Bitcoin und damit wohl auch allgemein bei Currency Token aufsichtsrechtlich um Rechnungseinheiten und damit um Finanzinstrumente im Sinne

des KWG handelt. Von der Literatur wurde diese Ansicht – nach anfänglichen Diskussionen – lange Zeit anerkannt.

Rechnungseinheiten: Die rechtliche Einordnung in Deutschland hat die BaFin bereits recht früh vorgenommen. 2013 stellte sie fest, dass es sich bei Bitcoin um Rechnungseinheiten handelt.<sup>80)</sup> Rechnungseinheiten werden in § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 KWG neben Devisen als Finanzinstrumente qualifiziert, ohne selbst dort oder anderswo legaldefiniert zu werden.<sup>81)</sup>

Auch die Literatur tut sich mit einer Definition schwer; häufig wird auf eine Definition verzichtet.<sup>82)</sup> Es lässt sich sagen, dass Rechnungseinheiten mit Devisen vergleichbar sein müssen.<sup>83)</sup> Eine Vergleichbarkeit mit Devisen kann darin gesehen werden, dass es eine Akzeptanz als Zahlungsmittel am Markt gibt.<sup>84)</sup> Das klassische Beispiel für eine Rechnungseinheit ist das Sonderziehungsrecht des IWF,<sup>85)</sup> einer künstlichen Währungseinheit, die nicht an den Devisenmärkten gehandelt wird.<sup>86)</sup>

Die BaFin und weite Teile der Literatur folgern daraus, dass Currency Token unter den Begriff der Finanzinstrumente i.S.d. KWG<sup>87)</sup> fallen und ihr Handel dem Erlaubnisvorbehalt des § 32 KWG unterliegt.<sup>88)</sup> Die BaFin setzt ihre Verwaltungspraxis bisher konsequent um. Sie verfügte zum Beispiel im April 2017 und Ende Januar 2018 zwei verschiedenen Kryptobörsen die Einstellung der unerlaubt betriebenen Geschäfte.<sup>89)</sup>

Teilweise wird die Subsumtion von Bitcoin unter den Rechnungseinheitenbegriff abgelehnt.<sup>90)</sup> Der Begriff der Rechnungseinheit werde von der BaFin zu weit verstanden. Besonders harsch äußert das Kammergericht Berlin diese Kritik und spricht insoweit sogar von einer „Überspannung“ des Aufgabenbereichs der BaFin.<sup>91)</sup> Das Kammergericht lehnt die Einordnung des Bitcoin als Rechnungseinheit im Wesentlichen aufgrund der fehlenden „allgemeinen Anerkennung und der entsprechenden vorhersehbaren Wertbeständigkeit“ ab. Dies würde die Heranziehung von Bitcoin zur Vergleich-

barkeit verschiedener Waren oder Dienstleistungen unmöglich machen.<sup>92)</sup>

### Ablehnung der Einordnung als Rechnungseinheit

Als weitere Gründe für die Ablehnung der Einordnung als Rechnungseinheit wird in der Literatur aufgeführt, dass der Tatbestand nur Rechnungseinheiten i.e.S. erfasse. Für diese bedürfe es einer Forderung gegenüber einem Emittenten.<sup>93)</sup> Ob der Begriff nach dem Wunsch des Gesetzgebers aber tatsächlich an eine Forderung gegenüber einem Emittenten geknüpft ist, ist derzeit noch unklar. Zwar sind die typischen Beispiele zentralistisch (Sonderziehungsrechte des IWF und ECU); jedoch kann dies auch nur eine zufällige Gemeinsamkeit und kein hartes Tatbestandmerkmal sein.

Zentraler erscheint, dass Rechnungseinheiten i.e.S. bloße Rechengrößen sind, durch die der Wert von Gütern ausgedrückt werde.<sup>94)</sup> Die vom Kammergericht Berlin herangezogenen hohen Kursschwankungen des Bitcoin können hier aber als Argument gegen eine Rechnungseinheit nicht überzeugen. Auch eine Vielzahl von Devisen unterliegt Kursschwankungen.

Allerdings fehlt dem Bitcoin – und anderen Currency Token noch viel mehr – eine zentrale Stelle, die den Wert feststellt (bei Devisen werden Kurse etwa durch die EZB ermittelt und veröffentlicht).<sup>95)</sup> Es gibt verschiedene Handelsplattformen für Bitcoin, die jedoch unterschiedliche Bewertungen vornehmen und teilweise einen unklaren Regulierungszustand haben. Zudem haben die Schwankungen der Kurse virtueller Währungen in letzter Zeit eher abgenommen, was auch als Ende eines Preisfindungsprozesses für diese neue Einheit verstanden werden kann.

Richtigerweise muss man jedoch auch den Sinn der Regulierung von Rechnungseinheiten in die Auslegung miteinbeziehen. Diese münden in den allgemeinen Finanzmarktregulierungszielen. Betrachtet man diese (etwa Vertrauen in das Funktionieren der Märkte, Anleger-



schutz), so wird die Regulierung als Rechnungseinheit und die Vergleichbarkeit mit Devisen für Currency Token ersichtlich.<sup>96)</sup>

E-Geld: Breite Einigkeit besteht darüber, dass es sich bei Currency Token (meist im Rahmen der Betrachtung von Bitcoin) nicht um E-Geld i.S.d. § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG handelt.<sup>97)</sup> Es fehlt an einer Forderung gegen einen Emittenten.<sup>98)</sup> Hier zeigt sich, dass die genaue Ausgestaltung wichtig ist: Ein Token kann ohne Weiteres auch so ausgestaltet werden, dass er bei einem Emittenten in Zentralbankgeld (Fiatgeld<sup>99)</sup>) zurückgetauscht werden kann. Dies ist bei dezentralen Netzwerken wie dem Bitcoin nicht der Fall, bei einem emittentengetriebenen Token jedoch möglich.

### Genauere Ausgestaltung wichtig

Bei emittentengetriebenen Token kann die Einordnung als E-Geld auch daran scheitern, dass die Token nur durch den Emittenten angenommen oder nur gegen andere Token ausgegeben werden. Für E-Geld wäre aber die Annahme durch Dritte (sogenannte Drittakzeptanz)<sup>100)</sup> sowie die Ausgabe gegen Zahlung eines Geldbetrages erforderlich.<sup>101)</sup> So pauschal der Ausschluss der E-Geld-Eigenschaft bei Currency Token häufig gemacht wird, so genauer muss man bei einem ICO (Initial Coin Offering) hinsehen. Da anders als im dezentralen Netz des Bitcoin hier ein Emittent den Token ausgibt, können bereits Kleinigkeiten dazu führen, dass E-Geld emittiert wurde.

Wertpapier oder Vermögensanlage: Auch ein Token, bei dem es sich um eine Rechnungseinheit handelt, kann gleichzeitig ein Wertpapier sein.<sup>102)</sup> Currency Token sind jedoch als eine Art Zahlungsinstrument in der Regel vom Wertpapierbegriff ausgeschlossen.<sup>103)</sup> Zahlungsinstrumente erfassen insoweit Bargeld, Schecks und andere liquide Mittel, die üblicherweise als Zahlungsinstrumente verwendet werden.<sup>104)</sup>

Bitcoin zum Beispiel hat der EuGH (allerdings in einer Vorlage zur Umsatzsteuer-

pfligt) als „vertragliches Zahlungsmittel“ eingestuft.<sup>105)</sup> Zwar werden die meisten Bitcoin Transaktionen zu Spekulationszwecken vorgenommen,<sup>106)</sup> jedoch reicht die reine Gewinnerwartung durch einen Zweitmarkt nicht aus, um die Wertpapiereigenschaft zu begründen. Die BaFin hat Bitcoin bisher zu Recht nicht auch als Wertpapier eingestuft.

Da Currency Token in der Regel nicht verzinst werden oder sonstige Einnahmen generieren, handelt es sich auch nicht um eine Vermögensanlage. Außerdem handelt es sich bei Currency Token nicht um Wertpapiere.<sup>107)</sup> Auch gibt es bis auf Weiteres keine Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin. Untersagungen sind weiter zu erwarten. Die strafrechtliche Verfolgbarkeit ist allerdings infrage gestellt. Es bleibt spannend, wie die Verwaltungsgerichte entscheiden werden.

### Symbol für Rechte- und Pflichtenverhältnis

Bei Utility Token, auch Nutzungs-Token genannt,<sup>108)</sup> handelt es sich um eine Art digitaler Gutschein für Waren oder Dienstleistungen.<sup>109)</sup> Hierbei verspricht der Herausgeber eine Leistung oder die Lieferung einer Ware bei Einlösung des Token.

Auch der Utility Token stellt ein Symbol für ein Rechte- und Pflichtenverhältnis zwischen Herausgeber und Erwerber dar. Der Herausgeber verspricht dem Erwerber eine zukünftige Leistung, die im Whitepaper oder den Nutzungsbedingungen näher konkretisiert sein kann. Der klassische Papiergutschein wird als sogenannte kleines Inhaberpapier beziehungsweise Inhaberzeichen i.S.d. § 807 BGB angesehen.<sup>110)</sup> Diese Wertung wird auch auf Geschenkkarten (Gift Cards) übertragen, die elektronisch aufgeladen sind.<sup>111)</sup>

Bei Token hingegen ist eine Übertragung dieser Wertung schwierig, da es an einer Urkunde mangelt. Während die (Gutschein-)Daten bei Geschenkkarten auf diesen gespeichert werden und so Sachqualität entsteht,<sup>112)</sup> bleiben Token ohne Verkörperung. Entsprechend kommt dem

Token keine eigene Rechtsqualität zu, sondern er repräsentiert das unterliegende Recht.

Soweit der Utility Token nur vom Emittenten, nicht aber von Dritten, angenommen wird und nur der Emittent die versprochene Leistung erbringt, scheidet eine Einordnung als E-Geld aus.<sup>113)</sup>

Der reine Utility Token unterliegt auch keiner kapitalmarktrechtlichen Regulierung. Es handelt sich weder um ein Wertpapier noch um eine Vermögensanlage. Diese Auffassung deutet auch die BaFin in ihrem Hinweisschreiben<sup>114)</sup> an. Mit dem Hinweis, dass die reine Bezeichnung eines Token als „Utility Token“ für die rechtliche Einordnung nicht entscheidend ist,<sup>115)</sup> stellt sie implizit klar, dass ein als echter Utility Token ausgestalteter Token kein Wertpapier ist. Es verbleibt die Frage, wie ein echter Utility Token ausgestaltet sein muss, um weder Wertpapier noch Vermögensanlage zu sein.

Zwar hat der Utility Token für manche (gegebenenfalls auch für die meisten) Erwerber eine Investitionskomponente, denn die Erwerber hoffen, am Zweitmarkt den Token (gewinnbringend) zu handeln.<sup>116)</sup> Die Gewinnerwartung des Erwerbers ist jedoch für die Beurteilung, ob ein Wertpapier vorliegt, irrelevant. Es bleibt bei den bereits dargestellten Anforderungen. Auch bei dem Utility Token ist die Handelbarkeit an den Kapitalmärkten nicht in ausreichender Form gegeben.

### Utility Token als Gutschein

Utility Token sind als eine Art Gutschein nicht mit den in § 2 Nr. 1 WpPG beziehungsweise § 2 Abs. 1 WpHG beispielhaft aufgezählten Wertpapieren vergleichbar.<sup>117)</sup> Die Unvergleichbarkeit mit Aktien und Anleihen ist offensichtlich. Der Utility Token spiegelt zudem keine Geldforderung gegen den Herausgeber wider.<sup>118)</sup> Er dient als Gutschein, der gegen eine Ware oder Dienstleistung eingelöst werden kann. Damit entspricht auch seine Handelbarkeit an einer Kryptobörse dem Handeln mit einer Ware, nicht mit einem

Wertpapier. Das Kapitalmarktrecht dient aber mit seinen Offenlegungsvorschriften der Anlage-, nicht aber der Ge- und Verbrauchsentscheidung.<sup>119)</sup> Der für die Wertpapierdefinition offengehaltene Beispielkatalog des § 2 Abs. 1 WpHG beziehungsweise § 2 Nr. 1 WpPG dient zur Einordnung von Finanzinnovationen.<sup>120)</sup> Er soll das Gesetz zukunftsfähig und den Wertpapierbegriff nicht zu starr machen, aber nicht zu einem Übergreifen der Kapitalmarktregulierung in den Bereich des Waren- und Dienstleistungsaustausches oder des allgemeinen Verbraucherschutzes führen.

Unbeachtlich ist auch die Frage, ob der Token bereits einsetzbar ist oder die versprochene Leistung erst zu einem späteren Zeitpunkt angeboten wird.<sup>121)</sup> Denn durch diesen Umstand ändert er nicht seine eigentliche Bestimmung, gegen eine Ware oder Dienstleistung eingetauscht zu werden. Es kommt nicht dazu, dass er hierdurch ein vermögensmäßiges Recht schuldrechtlicher Natur verkörpert und/oder eine finanzielle Rendite versprochen wird. Entsprechend weicht er von dem der Einordnung von Finanzinnovationen dienenden Beispielkatalog des § 2 Abs. 1 WpHG beziehungsweise § 2 Nr. 1 WpPG in einem wesentlichen Punkt ab. Anderenfalls würde die Einordnung als Wertpapier der Beliebigkeit unterfallen. Jede Form der elektronisch erfassten Vorleistung könnte so zu einem für das Kapitalmarktrecht relevanten Vorgang werden, wenn Fungibilität hinzutritt.

### Verbraucherschutz und Gewinnerwartung

Auch unter Verbraucher- beziehungsweise „Anleger“-Schutzgesichtspunkten ist ein Utility Token nicht mit einem Wertpapier vergleichbar und somit eine Erfassung als Wertpapier nicht erforderlich.<sup>122)</sup> Schließlich investiert der Erwerber nicht in ein Instrument, das ihm eine von der ausgebenden Stelle zu leistende Rendite einbringen soll, sondern in einen Gutschein, den er für eine Ware oder einen Dienst einlösen kann. Jegliche Renditeerwartungen des Erwerbers beziehen sich auf die Hoffnung auf einen Zweitmarkt,

nicht aber auf die Eigenschaften des Utility Token.<sup>123)</sup> Schutz der Erwerber hinsichtlich ihrer Rechte und Ansprüche aus dem Nutzungsvertrag müssen zivilrechtlich Verbraucherschutzrechtliche Vorschriften und das AGB-Recht leisten.<sup>124)</sup>

Im Schrifttum findet sich eine Ansicht, nach der Utility Token dann unter die Wertpapierregulierung fallen sollen, wenn das maßgebliche Motiv eines vernünftigen Erwerbers des Token eine Gewinnerwartung ist<sup>125)</sup> oder auf die Gewinnerzielungsmöglichkeit hingewiesen wird.<sup>126)</sup> Es wird dem Herausgeber der Utility Token ein gewisser Gestaltungsspielraum bei der Ausgestaltung gegeben. Enthaltene das Whitepaper und die sonstigen Werbematerialien Aussagen, die eine Gewinnerwartung begründen, läge ein Wertpapier vor; würden keine Aussage in diese Richtung gemacht, läge kein Wertpapier vor.<sup>127)</sup> Teilweise soll ein Wertpapier vorliegen, wenn allgemein bekannt wäre, dass die Erwerber eine Gewinnerwartung haben.<sup>128)</sup>

Diesem Ergebnis ist entgegenzutreten. In der Schriftenreihe der BaFin wird ausgeführt, Token würden nicht nach „Marketingwägungen“ reguliert.<sup>129)</sup> Es mag sein, dass die US-Wertpapierbestimmungen durch die SEC (Securities and Exchange Commission) unter Anwendung des Howey-Tests<sup>130)</sup> die Gewinnerwartung als ein Kriterium für Wertpapiere ansehen. Dies entspricht jedoch nicht dem deutschen – und europäischen – Wertpapierbegriff. Dieser ist durch die drei Kriterien Standardisierung, (kapital-)marktmäßige Handelbarkeit und Übertragbarkeit abschließend definiert.

Hinzu kommt, gerade für die Einordnung von Finanzinnovationen, die Vergleichbarkeit mit den klassischen, beispielhaft im Gesetz genannten Wertpapieren:<sup>131)</sup> Aktien, mit Aktien vergleichbare Anteile an Unternehmen und Schuldtitel. Untersucht man diese drei Typen, so liegt keinem eine allein durch Kurssteigerungen begründete Gewinnerwartung des Erwerbers zugrunde. Aktien stellen Mitgliedschaftsrechte dar;<sup>132)</sup> mit Aktien vergleichbare Anteile versetzen den Erwerber in eine ähnliche wirtschaftliche Lage;<sup>133)</sup>

Schuldtitel gewähren Geldforderungen.<sup>134)</sup> Eine Rendite wird daher regelmäßig durch Zahlungen des Emittenten erwartet.

### Utility Token mit Gewinnerwartungen

Ein Utility Token, der mit (beworbenen) Gewinnerwartungen durch einen Verkauf am Zweitmarkt ausgestattet ist, ist mit diesen Typen nicht vergleichbar: Er gewährt kein Mitgliedschaftsrecht oder eine ähnliche wirtschaftliche Lage und begründet keine Geldforderung, er gewährt nur ein gutscheingleiches Recht auf eine Nichtgeldleistung. Der erwartete Gewinn stammt dabei nicht von dem Emittenten, sondern kann nur durch Dritte außerhalb des Verantwortungsbereiches des Emittenten geleistet werden.

Es kommt daher nicht wie bei Wertpapieren auf die Bonität des Emittenten an, sondern auf dessen Fähigkeit die im Gutschein wiedergegebene Leistung oder Ware zur Verfügung zu stellen und auf den Willen eines bis dahin unbeteiligten Dritten, einen gewissen Kaufpreis für den Utility Token zu zahlen. Dies ist daher keine Frage der Kapitalmarktregulierung, sondern gegebenenfalls des Vertragsrechts.<sup>135)</sup>

Eine direkte Beteiligung am Unternehmenserfolg enthält der Utility Token gerade nicht. Es ist daher mit einer Ware zu vergleichen, die nicht unter den Wertpapierbegriff fällt. Zudem wird auch der Bitcoin überwiegend auf spekulativer Basis gehandelt.<sup>136)</sup> Dennoch hat die BaFin ihn nicht als Wertpapier eingestuft. Auch andere Dinge werden mit Gewinnerwartung an einem Zweitmarkt gehandelt, ohne als Wertpapier qualifiziert zu werden.

Ein Utility Token, der keine Zinsen, Gewinnbeteiligung oder sonstigen Barausgleich verspricht, fällt auch nicht unter den Begriff der Vermögensanlage. Da die Auffangtatbestände des VermAnlG den Utility Token nicht erfassen, fällt der Utility Token aus dem Prospektrecht heraus. Ein echter Utility Token ist so ausgestal-



tet, dass er nicht vom Kapitalmarktrecht erfasst wird.

### Hybride Formen sind keine vierte Kategorie

In der Praxis kommen neben den Reinformen der behandelten Token hybride Formen vor.<sup>137)</sup> Ob und inwieweit ein Token der jeweiligen Kategorie noch entspricht und wann eine andere Behandlung erfolgen muss, muss am Einzelfall anhand der vorgestellten Kriterien geprüft werden. Hybride Formen sind daher keine vierte Kategorie von Token, sondern lediglich ein Hinweis auf die stets erforderliche rechtliche Abgrenzung der Anwendungsbereiche verschiedener gesetzlicher Regelungen. Allein der Umstand, dass ein Utility Token von einem Erwerber mit Gewinnerwartung erworben wird, macht ihn jedoch nicht zu einem hybriden Utility-Investment-Token<sup>138)</sup>; das durch den Token vermittelte Recht ist insoweit entscheidend.

Die Analyse der Tokenkategorien hat aufgezeigt, dass es Token in verschiedenen Formen gibt. Basierend auf den oben gefundenen Ergebnissen können Konsequenzen für die einzelnen Beteiligten (Kryptobörsen, Wallets, Emittenten, Erwerber) gezogen werden.<sup>139)</sup> Die sich an diese Darstellung anschließenden Fragen lauten insbesondere: Welche Tätigkeiten (Herausgabe, Verwahrung, Handel) sind in welcher Form erlaubnispflichtig? Wann greift das Geldwäscherecht ein?<sup>140)</sup> Welche Informationspflichten bestehen? Welche verbraucherschutzrechtlichen Regelungen sind zu beachten? Kommt AGB-Recht zur Anwendung?

Man kann abschließend feststellen, dass die klassischen Begrifflichkeiten und Kategorien ihre Gültigkeit auch im vermeintlich unregulierten Bereich des Einsatzes der Blockchain haben. Es bedarf nicht zwingend eines gesetzgeberischen Aktes, um Token regulatorisch und auch sonst rechtlich angemessen zu erfassen.

Kommt es zu einer gesetzgeberischen Regelung, ist davon auszugehen, dass sie die derzeitige Rechtsqualität von Token

aktiv ändert und eine gesetzliche Sonderregelung darstellen wird, die wahrscheinlich nicht ohne neue Abgrenzungsprobleme zum bisherigen dogmatisch bereits durchdrungenen System und zu den europäischen Richtlinien bleiben wird. Dies wird dann auch nicht ohne Übergangsregelungen erfolgen können.

Ob ein nationaler Alleingang (wie beispielsweise in Malta<sup>141)</sup>) sinnvoll ist, darf aufgrund der internationalen Perspektive von Token bezweifelt werden. Ungeachtet der rechtlichen Klarheit wäre dennoch eine über das Hinweisschreiben und über einen Beitrag in ihrer Schriftenreihe hinausgehende Klarstellung der BaFin zur Abgrenzung zwischen kapitalmarktrechtlich und verbraucherschutzrechtlich regulierten Rechten auf der Blockchain im Interesse einer höheren Rechtssicherheit bei den Beteiligten wünschenswert.

#### 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 Reglungskarakter (vgl. Fußwinkel/Kreiterling (Fn 6) S. 56), dem Betroffenen fehlt dann die Möglichkeit, seine Auffassung gerichtlich bestätigen 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 Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO am 18.1.2018, IOSCO/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/other/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 Aktienaussgabe 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 WpHG, Rn. 18; Keunecke, Prospekte im Kapitalmarktrecht, 2005, Rn 167; Groß, in: Groß, (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 sachenrechtliche 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, GesamHrsg: 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.

67) Teilweise auch als Cryptocurrency Token oder Zahlungs-Token bezeichnet.

68) Vgl. etwa ESMA Statement vom 13.11.2017, ESMA50-157-829.

69) Vgl. etwa BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC), geändert am 28.4.2016.

70) Vgl. BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC).

71) Vgl. BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC); BaFin, Bitcoins: Aufsichtliche Bewertung und Risiken für Nutzer, vom 19.12.2013; BaFin, Cryp Trade Capital Ltd.: BaFin untersagt unerlaubt betriebenes Bankgeschäft und ordnet Abwicklung an, vom 3.8.2017.

72) Kammergericht Berlin, Urteil vom 25. September 2018, Az.: (4) 161 Ss 28/18 (35/18).

73) Shmatenko/Möllenkamp, MMR 2018, 495, 496.

74) Vgl. Boehm/Pesch, MMR 2014, 75, 78; Lerch, ZBB 2015, 190, 193 f.; Schlund/Pongratz, DStR 2018, 598, 600; Shmatenko/Möllenkamp, MMR 2018, 495, 497.

75) Vgl. Lerch, ZBB 2015, 190, 196.

76) Vgl. Lerch, ZBB 2015, 190, 196.

77) Vgl. Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1363; Lerch, ZBB 2015, 190, 196; Shmatenko/Möllenkamp, MMR 2018, 495, 498.

78) Vgl. Fritzsche, in: BeckOK BGB, Bamberger/Roth/Hau/Poseck, 44. Edition, Stand: 1.11.2017, § 903 BGB, Rn. 14.

79) Siehe § 453 Abs. 1. Alt. 2 BGB; vgl. Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1360; Schlund/Pongratz, DStR 2018, 598, 600.

80) Vgl. BaFin, Bitcoins: Aufsichtliche Bewertung und Risiken für Nutzer, vom 19.12.2013; ebenso die Antwort des Parlamentarischen Staatssekretärs Hartmut Koschyk vom 7.8.2013 auf eine parlamentarische Anfrage des Abgeordneten Frank Schäffler, BT-Drs. 17/14530, S. 41.

81) Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Auflage 2016, § 1 KWG, Rn. 287; Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1361.

82) Vgl. Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1361.

83) Vgl. Schwennicke, in: Schwennicke/Auerbach, Kreditwesengesetz, 3. Auflage 2016, § 1 KWG, Rn. 249; Auffenberg, NVwZ 2015, 1184, 1187; Kammergericht Berlin, Urteil vom 25. September 2018, Az.: (4) 161 Ss 28/18 (35/18).

84) Vgl. Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1362; a.A. Auffenberg, NVwZ 2015, 1184, 1187.

85) Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Auflage 2016, § 1 KWG, Rn. 287; Sprengnether/Wächter, RdF 2014, 114, 116.

86) Vgl. Otte, in: Ferrari/Kieninger/Mankowski u.a., Internationales Vertragsrecht, 3. Auflage 2018, Art. 23 CMR, Rn. 28.

87) Das KWG und das WpHG verwenden unterschiedliche Begriffe von „Finanzinstrumenten“.

88) Vgl. BaFin, Bitcoins: Aufsichtliche Bewertung und Risiken für Nutzer, vom 19.12.2013; Lerch, ZBB 2015, 190, 200; Schwennicke, in: Schwennicke/Auerbach, Kreditwesengesetz, 3. Auflage 2016, § 1 KWG, Rn. 249; nach Schenk/Grieser (RdF 2015, 29, 33) bringt auch die EBA virtuelle Währungen in die Nähe zur Rechnungseinheit.

89) Vgl. BaFin, Cryp Trade Capital Ltd.: BaFin untersagt unerlaubt betriebenes Bankgeschäft und ord-

net Abwicklung an; BaFin, Crypto.exchange GmbH: BaFin ordnet Einstellung des Finanzkommissionsgeschäfts an, vom 29.1.2018.

90) In manchen Fällen wird die Einordnung als Rechnungseinheit zumindest nicht offensichtlich bestätigt; vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Auflage 2016, § 1 KWG, Rn. 287; Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1362; Sprengnether/Wächter, RdF 2014, 114, 116f.; Schenk/Grieser, RdF 2015, 29, 33ff.; Beck/König, JZ 2015, 130, 135ff.; Lerch, ZBB 2015, 190ff.; Beck, NJW 2015, 580, 581ff.; Auffenberg, NVwZ 2015, 1184; Kammergericht Berlin, Urteil vom 25. September 2018, Az.: (4) 161 Ss 28/18 (35/18); Hanten/Stump, RdF 2018, 189.

91) Kammergericht Berlin, Urteil vom 25. September 2018, Az.: (4) 161 Ss 28/18 (35/18).

92) Kammergericht Berlin, Urteil vom 25. September 2018, Az.: (4) 161 Ss 28/18 (35/18).

93) Vgl. Sprengnether/Wächter, RdF 2014, 114, 116.

94) Vgl. Sprengnether/Wächter, RdF 2014, 114, 116.

95) Vgl. Auffenberg, NVwZ 2015, 1184, 1187.

96) Vgl. auch Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1362.

97) Vgl. Terlau, in: Casper/Terlau, ZAG, 1. Aufl. 2014, § 1a ZAG aF, Rn. 40, 50; Schwennicke, in: Schwennicke/Auerbach, Kreditwesengesetz (KWG), 3. Auflage 2016, § 1a ZAG aF, Rn. 21; Findeisen, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe, Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, 2. Auflage 2013, § 1a ZAG aF, Rn. 53, 55; Zickgraf, AG 2018, 293, 307; BaFin Merkblatt-Hinweise zum ZAG, geändert am 29.11.2017; zustimmend auch Kammergericht Berlin, Urteil vom 25. September 2018, Az.: (4) 161 Ss 28/18 (35/18).

98) Vgl. Sprengnether/Wächter, RdF 2014, 114, 116; Shmatenko/Möllenkamp, MMR 2018, 495, 496

99) An mancher Stelle liest man, der Begriff Fiatgeld sei despektierlich gemeint. Er wird allerdings auch von der EU verwendet (vgl. 5. Geldwäscherichtlinie).

100) Vgl. Terlau, in: Casper/Terlau, ZAG, § 1a ZAG aF, Rn. 59; Fußwinkel/Kreiterling, Schriftenreihe BaFin Perspektiven, Ausgabe 1/2018 vom 1.8.2018, S. 54, 62.

101) Vgl. Terlau, in: Casper/Terlau, ZAG, § 1a ZAG aF, Rn. 50; Fußwinkel/Kreiterling, Schriftenreihe BaFin Perspektiven, Ausgabe 1/2018 vom 1.8.2018, S. 54, 62.

102) BaFin, Hinweisschreiben: Aufsichtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht vom 20.2.2018, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010.

103) Vgl. 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>, S. 29.

104) Vgl. BT-Drs. 16/4028, S. 54; Kumpan, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 2 WpHG, Rn. 12; Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 2016, § 2 WpHG, Rn. 10.

105) EuGH, Urt. v. 22.10.2015 – C-264/14 (Hedqvist), DStR 2015, 2433.

106) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 35.

107) Auch in anderen Jurisdiktionen werden Currency Token nicht als Wertpapier angesehen, bspw. Schweiz (vgl. FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16.2.2018) oder USA (vgl. Jay Clayton, SEC, Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings vom 11.12.2017).

108) FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16.2.2018.

109) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o, S. 14; vgl. auch Weitnauer, BKR 2018, 231, 232.

110) Vgl. Knöfel, in: WM 2017, 833, 836.

111) Vgl. Knöfel, in: WM 2017, 833, 836.

112) Vgl. Engelhardt/Klein, MMR 2014, 355, 357.

113) Vgl. Terlau, in: Casper/Terlau, ZAG, § 1a ZAG aF, Rn. 50, 59; Fußwinkel/Kreiterling, Schriftenreihe BaFin Perspektiven, Ausgabe 1/2018 vom 1.8.2018, S. 54, 62.

114) BaFin, Hinweisschreiben: Aufsichtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zu-



grunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht vom 20.2.2018, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010.

115) So neben der BaFin mit zutreffendem Ergebnis auch Klöhn/Parhofer/Resas, in: ZBB 2018, 89, 102; Weitnauer, BKR 2018, 231, 232.

116) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 13.

117) Vgl. auch Weitnauer, BKR 2018, 231, 233; siehe zu den Grundlagen der Wertpapierarten Aktien, Anleihe und Derivate: Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 100ff.

118) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 29.

119) Vgl. Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 101.

120) Vgl. Kumpan, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 2 WpHG, Rn. 13; ebenso Blockchain Bundesverband, Regulierung von Token, a.a.o., S. 16; Hacker/Thomale, a.a.o., S. 25.

121) Dies ist unter Schweizer Wertpapierrecht wohl anders, vgl. FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16.2.2018; a.A. für das deutsche Recht Zickgraf, AG 2018, 293, 304; Fußwinkel/Kreiterling, Schriftenreihe BaFin Perspektiven, Ausgabe 1/2018 vom 1.8.2018, S. 54, 61; Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 103.

122) Vgl. Blockchain Bundesverband, Regulierung von Token, Version 2.0 vom 6.4.2018, S. 14, ver-

fügbar unter [www.bundesblock.de](http://www.bundesblock.de) (abgerufen am 10.08.2018), S. 20f.; mit gleichem Ergebnis auch Zickgraf, AG 2018, 293, 304.

123) Vgl. Blockchain Bundesverband, Statement on Token Regulation with a focus on token sales, S. 11, verfügbar unter [www.bundesblock.de](http://www.bundesblock.de) (abgerufen am 12.2.2018).

124) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 29.

125) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 34; Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 102.

126) Vgl. Zickgraf AG 2018, 293, 305.

127) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 35; ähnlich Zickgraf, AG 2018, 293, 305.

128) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 35; dem widersprechend Zickgraf, AG 2018, 293, 306.

129) Fußwinkel/Kreiterling, Schriftenreihe BaFin Perspektiven, Ausgabe 1/2018 vom 1.8.2018, S. 54, 55.

130) Zurückgehend auf das Urteil des US Supreme Court: Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

131) Vgl. Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 2016, § 2 WpHG, Rn. 19.

132) Vgl. Kumpan, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 2 WpHG, Rn. 14; Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 2016, § 2WpHG, Rn. 20.

133) Vgl. Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 2016, § 2WpHG, Rn. 22.

134) Vgl. Kumpan, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage 2010, § 2 WpHG, Rn. 23; Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 2016, § 2WpHG, Rn. 27.

135) So richtigerweise auch: Zickgraf, AG 2018, 293, 306.

136) Vgl. Hacker/Thomale, a.a.o., S. 35.

137) 99% der Utility/Security Token dienen auch als Zahlungsmittel innerhalb ihres Netzwerkes, sind also auch Currency Token. Vgl. dazu Blockchain Bundesverband, Regulierung von Token, a.a.o., S. 11.

138) Vgl. zur Hybridität der Utility Token auch Hacker/Thomale, a.a.o., S. 13 und 33 f.; Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 102.

139) So auch Vize-Präsident Dombrowskis, Europäische Kommission, SPEECH/18/1242.

140) Hier sind die noch umzusetzenden Änderungen durch die Richtlinie (EU) 2018/843 zur Änderung der Geldwäscherichtlinie interessant, die den Begriff der virtuellen Währung definieren.

141) Siehe Virtual Financial Assets Bill (Bill No. 44 der 13. Legislaturperiode).

# Bird & Bird & wollen Sie auch zu den Gewinnern gehören?

*„Bird & Bird hat sich schon früh der Technologiebranche gewidmet.*

*Jetzt erntet sie die Früchte ihrer strategischen Weitsicht.*

*Eine beeindruckende Reihe von Top-Mandanten setzt in Zukunftsfragen auf dieses Know-how, [...].“*

JUVE Handbuch 2018/2019

**JUV** 2018  
**AWARDS**

Kanzlei des Jahres für  
Technologie und Medien

**JUV** 2018  
**AWARDS**

Kanzlei des Jahres  
für IT und Datenschutz

[twobirds.com](http://twobirds.com)

Düsseldorf & Frankfurt & Hamburg & München

Abu Dhabi & Amsterdam & Beijing & Bratislava & Brussels & Budapest & Copenhagen & Dubai & The Hague & Helsinki & Hong Kong & London & Luxembourg & Lyon & Madrid & Milan & Paris & Prague & Rome & San Francisco & Shanghai & Singapore & Stockholm & Sydney & Warsaw