

BKR

Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgeber:

Paul H. Assies

Dr. Heiko Beck

Dr. Helmut Bruchner

Prof. Dr. Petra Buck-Heeb

Prof. Dr. Jürgen Ellenberger

Dr. Markus Escher

Prof. Dr. Dr. Stefan Grundmann

Prof. Dr. Mathias Habersack

Dr. Uwe Jahn

Ralf Josten

Prof. Dr. Jens Koch

Prof. Dr. Hans-Michael Krepold

Dr. Volker Lang

Prof. Dr. Katja Langenbacher

Klaus M. Löber

Dr. Rainer Metz

Dr. h. c. Gerd Nobbe

Prof. Dr. Andreas Pfingsten

Dr. Patrick Rösler

Prof. Dr. Frank A. Schäfer

Hartmut Strube

Dr. Hanno Teuber

Dr. Jürgen Vortmann

Dr. Wolfgang Weitnauer

Dr. Stefan Werner

bkr.beck.de
BKR
 Bank- und
 Kapitalmarktrecht

Prof. Dr. rer. pol. habil. Klaus Wehrt, Diplom-Volkswirt

**Das Gesetz zur Umsetzung der Wohn-
immobilienkreditrichtlinie – Was ändert sich
bei der Vorfälligkeitsentschädigung?** **221**

RA Dr. Wolfgang Weitnauer, M.C.L.

**Initial Coin Offerings (ICOs): Rechtliche Rahmen-
bedingungen und regulatorische Grenzen** **231**

Prof. Dr. Florian Möslin/Prof. Dr. Sebastian Omlor

**Die europäische Agenda für innovative
Finanztechnologien (FinTech)** **236**

Jakob Lohmann/RA Dr. Stefan Gebauer

**Der Zielmarkt nach MiFID II:
Wer muss Was für Wen?** **244**

LG Stuttgart, Urt. v. 12.4.2018 – 12 O 335/17

**Kein Anspruch auf Wertersatz für die Bereitstel-
lung des Darlehens bei wirksamem Widerruf der
Willenserklärung durch den Darlehensnehmer
mit Anmerkung von RA Dr. Tobias B. Lühmann** **254**

OLG Brandenburg Urt. v. 14.2.2018 – 4 U 37/17

**Folgen einer widerrufsbedingten Rück-
abwicklung von Darlehensverträgen** **257**

BGH, Beschl. v. 7.12.2017 – III ZR 542/16

**Fehlerhaftigkeit eines Fondsprospekts durch
Verschleierung des wesentlichen Risikos
im Zusammenhang mit der Begebung einer
Inhaberschuldverschreibung** **267**
6/2018

18. Jahrgang

Seite 221 bis 268, 20. Juni 2018



K150201806

RA Dr. Wolfgang Weitnauer, M.C.L., München¹

Initial Coin Offerings (ICOs): Rechtliche Rahmenbedingungen und regulatorische Grenzen

I. Ausgangslage

1. ICOs als neue Kapitalquelle

Bei ICOs handelt es sich um eine neuartige Möglichkeit der Kapitalaufnahme durch eine Schwarmfinanzierung auch von Start-ups, die auf der *Blockchain-* bzw. *Distributed-Ledger-Technologie (DLT)* basiert². Die Blockchain-Technologie erlaubt die Dokumentation sämtlicher Transaktionen in einem dezentralen Register und ermöglicht damit eine rasche und selbstvollziehende Rechtsausübung mit entsprechender Transaktionssicherheit. Dabei bilden sog. Token als digitale Wertmarken die Vermögenswerte oder vermittelten Rechte in einem Code der Blockchain ab. ICOs haben sich in jüngster Zeit schlagartig zu einer ernst zu nehmenden Finanzierungsquelle entwickelt. So wurden in 2017 weltweit durch ICOs über 3,7 Mrd. US\$ (umgerechnet etwa 3 Mrd. €) aufgenommen³.

2. Ablauf

Bei einem ICO werden die sog. *Token*, die zuvor üblicherweise auf Basis der Ethereum-Blockchain erzeugt worden sind, in einem öffentlichen Bieterverfahren an interessierte Teilnehmer veräußert (*Token Sale*)⁴. Der Kaufpreis wird i. d. R. in virtueller kryptographischer Währung (z. B. *Bitcoin*, *Ether*, *Litecoin* u. a.) oder auch in gesetzlicher (Fiat-)Währung, etwa in EUR, bezahlt. Erfolgt die Zahlung im Voraus, erhalten Teilnehmer zunächst Optionen, die sie zu einem späteren Zeitpunkt gegen Token eintauschen können (*Pre-Sale*). Der Preis und das weitere Preisbildungsverfahren werden durch den Initiator durch das ICO vorgegeben und auf einer „Take it or Leave it“-Basis, häufig verbunden mit einem Frühzeichnerrabatt, angeboten⁵; sodann erfolgt die Preisbildung durch Angebot und Nachfrage auf kapitalmarktähnlichen Krypto-Börsen, etwa *Bitfinex* oder *Poloniex*⁶.

Der Initiator stellt das zu finanzierende Projekt üblicherweise in einem sog. *White Paper* dar, etwa die Technik, den betreffenden Markt und die Entwicklung des Projekts. Das White Paper beschreibt i. d. R. ferner die mitwirkenden Teammitglieder, Berater oder auch

bereits gewonnene Investoren und deren Geschäftserfahrung, den derzeitigen Entwicklungsstand und die Entwicklungsroadmap mit samt einem Finanzplan. Die rechtlichen Rahmenbedingungen des jeweiligen Vorhabens werden darüber hinaus in sog. „*Terms and Conditions*“ beschrieben. In den Terms and Conditions, bei denen es sich um allgemeine Geschäftsbedingungen handelt, wird i. d. R. die auf den Vertrag anzuwendende Rechtsordnung bestimmt, meist das lokale Recht des Emittenten; ferner werden die Inhalte, Funktionen und ggf. die Erstattungsfähigkeit der Token geregelt und unter Hinweis auf die mit dem ICO verbundenen Investitionsrisiken weitreichende Haftungsausschlüsse vorgesehen, die sich allerdings dann an §§ 307 ff, 309 Nr. 7 b BGB messen lassen müssen⁷.

Der ICO wird über sog. *Smart Contracts*⁸ digital abgebildet und automatisch ausgeführt. Ein Smart Contract ist eine in einem Blockchain hinterlegte Software, die zum einen den Abschluss von

1) Der Autor ist Partner von Weitnauer Rechtsanwälte PartG mbB, München/Berlin/Hamburg/Mannheim

2) Zum technischen Hintergrund *Hoche/Lerp*, in: Kunschke/Schaffelhuber, FinTech, 2018, Teil VI. RdNr. 2 f.; *Sandner/Voigt/Fries*, in: Breidenbach/Glatz, Rechtshandbuch LegalTech, 2018, Teil V.4.

3) Antwort der Bundesregierung v. 21.2.2018 auf eine Anfrage der FDP-Fraktion, BT-Drs. 19/851. Dies stellt eine dramatische Steigerung gegenüber dem vorangegangenen Jahr 2016 dar, in dem insgesamt nur 100 Mio. US\$ eingeworben wurden, so die Erhebung des Finanzdienstleisters *Smith & Crown*, abrufbar unter www.smithandcrown.com/2017-year-review-part. Die fünf größten Projekte (Filecoin, Tezos, EOS Stage 1, Paragon, Bancor), sammelten jeweils zwischen US\$ 153 und 257 Mio. ein. *Hoche/Lerp*, a. a. O., Teil VI. RdNr. 1.

4) Dabei wird die Anzahl der Token von vornherein begrenzt (capped sale), um durch diese Verknappung bei erhöhter Nachfrage den Wert der Token zu erhöhen; *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2018, 89, 93. Vgl. dort die illustrativen Beispiele Munchee, The DAO und Ethereum. Ferner *Hoche/Lerp*, a. a. O., Teil VI, RdNr. 5.

5) *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2018, 89, 95.

6) <https://www.bitfinex.com> sowie <https://www.poloniex.com>

7) Zur Nichtausschließbarkeit der Prospekthaftung vgl. unten Ziff. 2 a, bb (i).

8) Weiterführend *Glatz*, in: Breidenbach/Glatz, a. a. O., Teil V.3.

Rechtsbeziehungen zwischen den Parteien koordiniert und zum anderen selbstständig auf die Einhaltung der so geschlossenen Vereinbarungen hinwirkt⁹. Gegenstand dieser Vereinbarung sind die in der Blockchain als Vermögenswerte registrierten Token. Smart Contracts vollziehen sich selbst über eine „Wenn-Dann-Logik“, indem eine vorab definierte Aktion erfolgt, wenn eine bestimmte Bedingung erfüllt ist¹⁰. Die Transaktionslogik kann in einem Smart Contract beliebig ausgestaltet werden.

3. Für und Wider

Aufgrund der Verwendung der Blockchain-Technologie sollen ICOs, im Gegensatz zu IPOs, zügig, einfach und kostengünstig durchführbar sein. Dies kann so aber nur behaupten, wer dies allein aus technologischer Sicht betrachtet und dabei die nachfolgend noch darzustellenden regulatorischen Vorgaben ausblendet. Auch wird der Vorteil der Handelbarkeit gegenüber dem klassischen Crowd Investment betont; auch insoweit gilt aber das aufsichtsrechtliche „caveat“. Ferner sind Token durch die individuelle Programmierung frei gestaltbar und scheinen daher auch einen Vorteil gegenüber den eingeschränkten rechtlichen Strukturen eines Crowd Investment zu besitzen; allerdings führt jede individuelle Gestaltbarkeit dazu, dass eine verallgemeinernde aufsichtsrechtliche Beurteilung nicht möglich ist, was zugleich rechtliche Unsicherheiten für den Initiator mit sich bringt. Dadurch, dass Token über das Internet angeboten werden, kann überdies ein fast unbegrenzter Kreis potentieller Investoren angesprochen werden; dies führt andererseits aber dazu, dass auch unerfahrene Investoren angesprochen werden und das ICO-Investment im Hinblick auf die Volatilität des Kryptomarkts mit einem extrem hohen Verlustrisiko verbunden ist¹¹. Die erhöhte Anonymität der Blockchain-Technologie begründet überdies die Gefahr einer möglichen Umgehung insbesondere geldwäscherechtlicher Bestimmungen. Daher hat etwa die People's Bank of China ICOs in 2017 für alle Firmen und Privatpersonen vollständig verboten; auch Südkorea ist dem im September 2017 gefolgt. Die US-amerikanische Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) hat im Juli 2017 eine Pressemitteilung herausgegeben, wonach auf ICOs möglicherweise die amerikanische Wertpapiergesetzgebung Anwendung finden könnte, und hat eine einzelfallbezogene Bewertungspraxis angekündigt. Dabei stellt sie maßgeblich darauf ab, ob der Token auf die Teilhabe an einem künftigen Unternehmenserfolg abstellt¹². Die bloße Bezeichnung eines Token ist für die rechtliche Einordnung nicht maßgeblich. Es gilt der Grundsatz „*substance over form*“.

Auch die BaFin und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) haben im November 2017 Verbraucherwarnungen herausgegeben und angekündigt, die rechtlichen Grundlagen im Einzelfall anhand der konkreten vertraglichen Ausgestaltung zu bestimmen. Die BaFin verfolgt zwar grds. einen technologieneutralen Regulierungsansatz, unterstreicht aber zugleich, dass der Gleichheit des Geschäfts und des Risikos auch eine gleiche Regulierung i. S. d. Verbraucherschutzes entsprechen muss. Im Hinblick darauf, dass ein ICO eine grenzübergreifende Finanzierung ermöglicht, sieht sich der Initiator eines ICO überdies vor die Herausforderung gestellt, für die Platzierung von Token die Rechtsordnungen aller derjenigen Länder zu beachten, in denen er die Token zu vertreiben beabsichtigt. Sofern ICOs grds. verboten sind, wie etwa in China, muss sichergestellt sein, dass Zeichner aus diesen Ländern ausgeschlossen werden.

4. Kategorien von Token

Es haben sich in der Zwischenzeit vor allem folgende Kategorien von Token herausgebildet, wobei eine Zuordnung zu einer der genannten Kategorien schon deshalb häufig nicht möglich sein wird,

da in sog. *Hybrid Token* auch Rechte aus zwei oder allen drei der nachfolgenden Kategorien kombiniert werden können, da Token häufig nicht nur wegen der hiermit versprochenen Konsumvorteile, sondern auch wegen ihrer erwarteten Wertsteigerung vermarktet werden¹³. Dies erschwert eine aufsichtsrechtliche Beurteilung¹⁴:

a) *Currency Token*

Hierbei handelt es sich um Token, die als Zahlungsmittel u. a. für außerhalb der Token-Plattform angebotene Waren und Dienstleistungen eingesetzt werden und somit als dezentrale Währung dienen¹⁵. Ähnlich einer direkten Investition in bereits bestehende Kryptowährungen kann der Wert der Token je nach Erfolg oder Misserfolg des finanzierten Projekts variieren.

b) *Utility Token*

Utility Token verkörpern – ähnlich einem digitalen Gutschein oder einer Lizenz – das Recht auf Zugang zu einem (noch zu entwickelnden) Produkt oder einer zu erbringenden Dienstleistung der Initiatoren, auf Tausch des Token gegen einen anderen Token oder Stimmrechte in Bezug auf die Ausgestaltung der Funktionalität eines Produkts¹⁶. Insoweit steht somit für den Anleger der Wert der Dienstleistung oder des Produkts im Vordergrund und ist der Anleger dem Käufer einer Ware oder dem Besteller einer Dienstleistung vergleichbar. Daher steht hier der Schutz der Anleger vor Informationsasymmetrien in Bezug auf Ertrags- und Risikobewertung zumindest bei der Emission von Utility Token weniger im Vordergrund, weshalb auch insoweit das Regulierungsbedürfnis grds. geringer ist. Dies mag Grund dafür sein, dass bislang die weit überwiegende Anzahl von ICOs Utility Token betrafen.

c) *Security Token*

Security Token (auch Equity oder Investment Token) versprechen dem Inhaber einen zukünftigen Kapitalzufluss, etwa in der Form von Zinsen oder einer Beteiligung an Gewinnen des dahinterstehenden Unternehmens¹⁷. Daher haben sie am ehesten Ähnlichkeit mit

9) Glatz, in: Breidenbach/Glatz, a. a. O. Teil 4.1 RdNr. 46.

10) Bspw. die Freigabe einer bestimmten Menge von Token auf Basis eines vorab vereinbarten Kurses, soweit die Initiatoren den Eingang der Zahlung des Anlegers registriert haben.

11) Um das vor Augen zu führen, muss man aber nicht gleich wie das Start-up *Savedroid*, das für eine Spar-App über einen ICO 40 Mio. Euro eingesammelt hatte, „spaBeshalber“ die Webseite abschalten und dazu ein Meme „And it's gone“ umsetzen, SZ 20.4.2018 „Sehr lustig“.

12) <https://www.sec.gov/ico> v. 20.4.2018; vgl. ausführlich Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 97 f. sowie Hoche/Lerp, a. a. O., Teil VI. RdNr. 9.

13) Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 102.

14) vgl. Blockchain Bundesverband, Statement on Token Regulation with a Focus on Token Sales, S. 3, veröffentlicht am 10.2.2018 unter <http://bundesblog.de/2018/02/10/token-regulation-position-papier>.

15) Beispiele hierfür sind Bitcoin und Ether. Ether wurde in 2014 selbst im Rahmen eines ICO ausgegeben.

16) Ein Beispiel hierfür ist das amerikanische Start-up *Protocol Lab*, das in 2017 den mit über 250 Mio. US\$ erfolgreichsten ICO des letzten Jahres durchgeführt hat. Ihr Filecoin dient als Währung eines dezentralen Computernetzwerks, in dem Nutzer sich untereinander ungenutzten Speicherplatz vermieten können. Die Token präsentieren somit Nutzungsrechte an dem auf der Website vermittelten Speicherplatz.

17) Bislang prominentestes Beispiel ist der Token der sog. *Decentralized Autonomous Organisation (DAO)*, dessen Token Stimmrechte bei Blockchain basierten Projekten und einen anteiligen Anspruch auf die Dividende der finanzierten Projekte vermittelte. Damit handelte es sich um ein dezentrales Blockchain-Investmentvehikel. DAO wurde Ziel eines Hacker-Angriffs, bei dem Ether im Wert von fast 50 Mio. USD entwendet wurde, worauf das Netzwerk die Blockchain auf die Zeit vor den Hacker-Angriff zurücksetzte (*hard fork*); Hoche/Lerp, a. a. O., Teil VI. RdNr. 11.

einer VC-Beteiligung oder klassischen Vermögensanlage über ein Crowd Investment.

II. Kapitalmarktrechtliche Einordnung

Auch wenn es sich bei den Token um bislang nicht bekannte Kryptowährungen handelt, bedeutet dies nicht, dass sie im rechtsfreien Raum ausgegeben werden könnten, vielmehr haben sie sich, je nach Ausgestaltung, an den bestehenden regulatorischen Vorgaben auszurichten. Dementsprechend hat auch die BaFin in einem Hinweisschreiben vom 20.2.2018¹⁸ zur regulatorischen Einordnung von ICOs als Finanzinstrumenten im Bereich der Wertpapieraufsicht Stellung bezogen und insoweit grds. klargestellt, dass Token nicht abstrakt eingeordnet werden können, sondern vielmehr im Hinblick auf die Ausgestaltung der in dem Token verkörperten Rechte eine Einzelfallprüfung erforderlich ist. Zu unterscheiden ist sodann die Regulierung der Emission eines Token von seinem Handel auf einer Kryptoplattform¹⁹.

1. Token als Wertpapier i. S. v. § 2 Abs. 1 WpHG sowie § 2 Nr. 1 WpPG

a) Begriffsbestimmung

Der Begriff des Wertpapiers ist entsprechend Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II in § 2 Abs. 1 WpHG und § 2 Nr. 1 WpPG durch folgende Kriterien gekennzeichnet:

- Seine **Übertragbarkeit**, die im Fall der Handelbarkeit an einem Finanzmarkt grds. zu bejahen ist²⁰, vgl. auch die Vermutung in Art. 2 Abs. 1 lit. c) RiL 2007/16/EG.
- Die **Vergleichbarkeit** mit den in § 2 Abs. 1 WpHG und § 2 Nr. 1 WpPG beispielhaft aufgeführten **handelbaren** Finanzinstrumenten, nämlich Aktien oder Aktien gleichwertigen Wertpapieren, Schuldverschreibungen oder sonstigen Wertpapieren, die zum Erwerb der vorgenannten Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird²¹.

Nicht entscheidend ist demgegenüber, ob eine Urkunde über das Wertpapier ausgestellt ist, dieses also verbrieft ist. Ausreichend ist nach Auffassung der BaFin, dass der Inhaber des Token, bspw. anhand der Distributed Ledger- oder Blockchain-Technologie oder anderen vergleichbaren Technologie jeweils dokumentiert werden kann²². Die Vergleichbarkeit zu den in § 2 Abs. 1 WpHG, § 2 Nr. 1 WpPG genannten Finanzinstrumenten sieht die BaFin in der Verkörperung von Rechten im Token, die entweder in Gesellschafterrechten oder auch schuldrechtlichen oder mit ihnen vergleichbaren Ansprüchen bestehen können²³. Richtigerweise wird man aber insoweit im Hinblick auf die Vergleichbarkeit zu den exemplarisch genannten Finanzinstrumenten reine Utility Token, die nichts anderes als den Anspruch auf den Bezug einer Ware oder einer Dienstleistung verkörpern, also ein rein schuldrechtliches Austauschgeschäft betreffen, hiervon auszunehmen haben. Bei den bislang nicht bekannten Kryptowährungs-Handelsplattformen tendiert die BaFin grds. dazu, sie als Finanz- oder Kapitalmärkte im Sinne der Wertpapier-Definition anzuerkennen²⁴; im Hinblick darauf, dass grds. die Übertragbarkeit genügt, die bei Handelbarkeit vermutet wird, wird dem zu folgen sein. Ausgenommen vom Wertpapierbegriff sind in § 2 Abs. 1 WpHG ausdrücklich Zahlungsinstrumente. Daher fallen Currency Token, wie etwa Bitcoins, nicht unter den Wertpapierbegriff. Sie qualifizieren aber als Finanzinstrument in der Form von Rechnungseinheiten gem. § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 KWG²⁵.

Im Ergebnis bedeutet dies, dass nur Security Token als Wertpapier qualifizieren und dies nur, soweit sie, analog zu den beispielhaft aufgeführten Finanzinstrumenten, ein irgendwie geartetes Beteiligungsrecht an Gewinn oder Rendite eines Unternehmens oder einen finanziellen Anspruch gegenüber dem Emittenten eines Security Token vermitteln.

b) Rechtsfolgen

aa) Prospektpflicht nach WpPG

Folge der Einstufung eines Security Token als Wertpapier ist, dass für sein öffentliches Angebot im Inland seitens des Initiators des ICO ein **Prospekt** zu veröffentlichen ist, § 3 Abs. 1 WpPG (künftig Art. 3 Prospekt-VO 2017)²⁶, da im Hinblick auf das sich uneingeschränkt an jedermann richtende Angebot eines ICO von Security Token die in § 3 Abs. 2 WpPG (künftig Art. 1 Abs. 3 und 4 Prospekt-VO 2017) genannten Ausnahmen von der Prospektpflicht, etwa das Angebot ausschließlich an qualifizierte Anleger, die Vorgabe eines Mindestbetrags von 100 000 € je Anleger oder die Schwelle eines Gesamtverkaufspreises von 100 000 €²⁷ über einen Zeitraum von 12 Monaten, hier nicht greifen. Dabei muss der Prospekt den Vorgaben von § 5 WpPG (Art. 6 Prospekt-VO 2017) genügen. Vor seiner Billigung durch die BaFin darf nach § 13 Abs. 1 WpPG (Art. 20 Abs. 1 Prospekt-VO 2017) ein Prospekt nicht veröffentlicht werden. Eine grenzüberschreitende Verwendung des von der BaFin gebilligten Prospekts, wie im Fall des Angebots über das Internet regelmäßig der Fall, ist nur nach Maßgabe von § 17 Abs. 1 WpPG (Art. 24 Art. 1 Prospekt-VO 2017) in anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums nach entsprechender Unterrichtung der ESMA und der zuständigen Behörde jedes AufnahmeStaats gestattet. Die Verwendung eines fehlerhaften Prospekts führt zur gesetzlichen Prospekthaftung nach Maßgabe von § 22 WpPG, die Nichtveröffentlichung eines Prospekts zur Haftung nach § 24 WpPG auf Rückabwicklung des Erwerbsgeschäfts. Eine Vereinbarung, nach der Ansprüche nach §§ 21, 22 WpPG im Voraus ermäßigt oder erlassen werden, ist nach § 25 Abs. 1 WpPG unwirksam. Der Verstoß gegen die Vorschriften des WpPG stellt eine mit empfindlichen Bußgeldern nach § 35 WpPG bewehrte Ordnungswidrigkeit dar.

18) Geschäftszeichen: WA11-QB4100-2017/0010

19) Daher empfiehlt es sich auch, bei regulatorischen Zweifelsfragen im Hinblick auf Token eine Abstimmung mit den zuständigen Fachreferaten im Vorfeld eines ICO.

20) *Hoche/Lerp*, a. a. O., Teil VI., RdNr. 16 ff.

21) § 2 Abs. 1 Nr. 3 b WpHG verweist insoweit zu näheren Bestimmung auf die Delegierte VO (EU) 2017/565 der Kommission v. 25.4.2016.

22) Ziff. 1 a des Hinweisschreibens.

23) Ziff. 1 a des Hinweisschreibens.

24) Ziff. 1 a des Hinweisschreibens.

25) Ziff. 4 des BaFin-Hinweisschreibens. Insoweit geht der Finanzinstrumentebegriff des KWG weiter als der des WpHG, da er auch Kryptowährungen als Rechnungseinheiten erfasst, die als synthetische Alternative zu gesetzlichen Zahlungsmitteln in Rechnernetzen zum Einsatz kommen sollen.

26) VO EU 2017/1129 des Europäischen Parlaments und Rats v. 14.6.2017, die in allen EU-Mitgliedsstaaten uneingeschränkt und unmittelbar anwendbar ist und deren meisten Bestimmungen ab dem 21.7.2019 in Kraft treten werden. Zu Recht fordern *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2018, 89, 105, dass die Prospekt-VO um die von Initiatoren von Token Sales zu machenden speziellen Angaben ergänzt werden sollte (bspw. vermittelte Rechte, Handelsplätze, Netzwerkeffekte, Erfahrungen der Gründer, technologische Sicherheitsrisiken etc.).

27) Bzw. nach Art. 1 Abs. 3 Prospekt-VO 2017 dann ab dem 21.7.2018 1 Mio. €.

bb) Erlaubnispflicht der Finanzdienstleistung nach KWG

Liegt ein Wertpapier mit dem Security Token vor, ist nicht nur der Anwendungsbereich des WpHG, sondern auch des KWG eröffnet, da Wertpapiere im genannten Sinne als Finanzinstrument i. S. v. § 1 Abs. 11 Nrn. 1 bis 4 KWG gelten. In diesem Fall bedarf die auf die persönlichen Verhältnisse eines Anlegers ausgerichtete Empfehlung für ein Geschäft mit einem Security Token (oder auch eines als Finanzinstrument i. S. v. § 1 Abs. 11 Nr. 7 KWG qualifizierenden Currency Token) als Anlageberatung und seine Vermittlung über eine elektronische Plattform als Anlagevermittlung, §§ 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 1, 1 a KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nrn. 4, 10 WpHG, jeweils als Finanzdienstleistung der vorherigen Erlaubnis gem. § 32 Abs. 1 KWG durch die BaFin.

cc) Erlaubnispflicht der Handelsplattform

Entsprechendes gilt für den Betrieb eines *multilateralen Handelssystems* i. S. v. § 1 Abs. 1 a Nr. 1 b KWG, durch das der Kauf und der Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen mit dem Ziel des Zustandekommens eines Kaufs dieser Finanzinstrumente reguliert ist. Folglich bedarf auch der Betreiber einer Kryptobörse, an der Security Token oder auch Kryptowährungen, die gleichfalls als Finanzinstrument i. S. v. § 1 Abs. 11 Nr. 7 KWG gelten, gehandelt werden, der vorherigen Erlaubnis. Allenfalls der Handel reiner Utility Token wäre freigestellt, sofern sie nicht gegen Currency Token, die als Finanzinstrument qualifizieren, ausgegeben werden.

Nach derzeitiger Auffassung der BaFin fällt hierunter auch der Betreiber einer unregulierten Kryptobörse im Ausland, der sich durch das Listing eines deutschen Token-Ausgebers mit dessen erlaubnispflichtigen Geschäften gezielt auch an deutsche Kunden wendet. Ob dies allerdings für ein passives Listing an einer im Ausland betriebenen Kryptobörse gilt, mag fraglich erscheinen. Doch ändert dies ohnehin nichts an den eigenen Erlaubnispflichten des Emittenten als Finanzdienstleistungsinstitut. Dies gilt auch für die allgemeinen Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten, die ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 63 ff. WpHG zu beachten hat.

Zu bedenken ist überdies, dass neben dem Betrieb eines multilateralen Handelssystems eine Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 ZAG wegen des Erbringens von Zahlungsdiensten in Betracht kommt, wenn es sich nicht um einen der in § 1 Abs. 1 Nrn. 2-5 ZAG genannten Zahlungsdienstleister, etwa ein CRR-Kreditinstitut, handelt; regelmäßig werden diese Zahlungsdienstleistungen daher an Dienstleister ausgelagert, die bereits über eine Erlaubnis verfügen.

dd) Besondere Pflichten nach MAR

Zu beachten ist ferner der nicht auf das Hoheitsgebiet der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union beschränkte Geltungsbereich der *Marktmissbrauchsverordnung* (MAR)²⁸ und damit das hier begründete Insiderhandelsverbot Art. 14 MAR, die Ad hoc-Publizitätspflicht von Art. 17 MAR, die Meldepflicht für Eigengeschäfte von Führungskräften (*Director's dealings*) nach Art. 19 MAR und die Führung von Insiderlisten nach Art. 18 MAR. Diese Regelungen gewinnen vor allem dann an Bedeutung, wenn die für ein ICO maßgeblichen Distributed Ledger-Technologien den Eigenbetrieb einer Handelsplattform unabhängig von Finanzinstituten ermöglichen.

ee) Strafrechtliche Sanktionen

Dies alles ist nicht ohne persönliche Konsequenzen für die Initiatoren von ICOs. Denn wer ohne Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG Bankgeschäfte betreibt oder Finanzdienstleistungen

erbringt, wird nach § 54 Abs. 1 KWG mit Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren oder mit Geldstrafe bestraft. Entsprechend strafbar ist nach § 54 a KWG, wer nicht dafür Sorge trägt, dass ein Finanzdienstleistungsinstitut den Vorgaben von § 25 c Abs. 4 a KWG genügt, wonach das Finanzdienstleistungsinstitut über die dort genannten Strategien, Prozesse, Verfahren, Funktionen und Konzepte zu verfügen hat, sofern auf Grund des Verstoßes gegen diese Verpflichtung eine Bestandsgefährdung des Instituts herbeigeführt wird²⁹.

2. Token als Anteil an einem Investmentvermögen i. S. v. § 1 Abs. 1 KAGB

Der Token würde einen Anteil an einem Investmentvermögen darstellen, wenn er ein Recht an einem Organismus für gemeinsame Anlagen vermittelt, der nach einer bestimmten Anlagestrategie das von den Token-Inhabern eingesammelte Geld investiert und nicht selbst ein operativ tätiges Unternehmen darstellt, § 1 Abs. 1 KAGB. Repräsentiert der Token daher etwa Rechte am Ertrag von Immobilien, wäre der Anleger über den Token an einem Investmentfonds beteiligt, so dass die Regelungen des KAGB einschlägig wären. Da sich in diesem Fall der Emittent eines ICO an eine nicht bestimmte Vielzahl unterschiedlich qualifizierter Anleger richtet, wird es sich um ein offenes Publikumsinvestmentvermögen handeln, das, gleich ob als OGAW oder AIF, den Anlagebeschränkungen der §§ 192 ff., 219 KAGB unterliegt. Hiernach darf es nur in die dort abschließend aufgeführten Arten von Wertpapieren investieren. § 193 Abs. 1 Nr. 8 KAGB erfasst auch Finanzinstrumente, jedoch müssen auch diese die Voraussetzungen der Handelbarkeit i. S. v. Art. 2 Abs. 1 lit. e) der RiL 2007/16/EG (OGAW-Durchführungsrichtlinie) erfüllen³⁰. Insoweit besteht nach Art. 2 Abs. 1 lit. c) RiL 2007/16/EG eine Vermutung für die Handelbarkeit im Fall der Notierung an geregelten Märkten, doch schließt dies darüber hinaus eine Einzelfallprüfung der Handelbarkeit des Finanzinstruments, die dann erforderlich wird, nicht aus³¹. Insoweit wird daher für Security Token im Rahmen von § 193 Abs. 1 Nr. 8 KAGB Gleiches zu gelten haben wie für ihre Einordnung als Wertpapier³². Auch bei geschlossenen Fonds würden Security Token unter den weit zu verstehenden Begriff der Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen i. S. v. § 261 Abs. 1 Nr. 4 KAGB eingeordnet werden können, da lediglich die Erträge aus der Beteiligung vom Unternehmensergebnis abhängig sein müssen³³.

Dies bedeutet, dass ein ICO bei einem Investmentvermögen allenfalls dann in Betracht kommt, wenn es auf die Anlage in Security Token und keine andere Form von Token ausgerichtet ist. In diesem Fall bedürfte aber die Kapitalverwaltungsgesellschaft, die entweder eine externe KVG oder das Investmentvermögen selbst (interne KVG) sein kann, § 17 Abs. 2 KAGB, der Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb durch die BaFin gem. § 20 KAGB, da die Ausnahmeregelungen, in denen eine bloße Registrierung nach § 44 KAGB ausreicht, meist nicht in Betracht kommen werden. § 2 Abs. 4 KAGB setzt einen Spezial-AIF, also die Beschränkung auf professionelle oder semiprofessionelle Anleger voraus, § 1 Abs. 6

28) VO (EU) Nr. 596/2014 v. 16.4.2014, ABl. L 173/1.

29) Hierbei geht es um eine auf die nachhaltige Entwicklung gerichtete Geschäftsstrategie und konsistente Risikostrategie mit entsprechender Dokumentation, die Einrichtung interner Kontrollverfahren und eine angemessene personelle und technisch-organisatorische Ausstattung.

30) *Weitnauer/Boxberger/Anders/Hartrott*, Kommentar zum KAGB, 2. Aufl., 2017 (W/B/A) § 193 KAGB RdNr. 52, 23.

31) *W/B/A/Hartrott*, § 193 KAGB RdNr. 24.

32) Hierzu oben unter Ziff. 2 a).

33) *W/B/A/Paul*, § 261 KAGB RdNr. 8.

KAGB. § 2 Abs. 4a und § 2 Abs. 5 KAGB setzen inländische geschlossene AIF voraus. Um offene Investmentvermögen handelt es sich stets bei OGAW's, da deren Anteile gem. Art. 1 Abs. 2 lit. b) OGAW-RiL auf Verlangen der Anleger jederzeit zu Lasten des Investmentvermögens zurückgenommen oder ausbezahlt werden müssen. Entsprechendes gilt nach der Anpassung des KAGB durch das FiMaAnpG³⁴ auch für AIF, § 1 Abs. 4 Nr. 2 KAGB. Ist ein solches Rücknahmerecht nicht vorgesehen, dürfen die verwalteten Vermögenswerte nach § 2 Abs. 5 Satz 2 Nr. 2 KAGB insgesamt den Wert von 100 Mio. € nicht überschreiten.

3. Token als Vermögensanlage i. S. v. § 1 Abs. 1 VermAnlG

Subsidiär, sofern also weder der Wertpapierbegriff erfüllt ist, noch ein Anteil an einem Investmentvermögen vorliegt, kann der Token als Unternehmensbeteiligung, § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG, partiarisches Darlehen oder Nachrangdarlehen, § 1 Abs. 2 Nr. 3 oder 4 VermAnlG, Genussrecht, § 1 Abs. 2 Nr. 5 VermAnlG, oder als sonstige Anlage, § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG qualifizieren. Soweit daher Token nicht nur i. S. v. § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG einem Unternehmen nur zeitweise gegen Verzinsung rückzahlbares oder einen vermögenswerten Barausgleich vorsehendes Kapital auf Zeit zur Verfügung stellen, könnten als Vermögensanlagen allenfalls solche Security Token qualifizieren, die i. S. v. Nr. 1 eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren. In diesem Fall könnte sich der Emittent des Token die Erleichterungen der Schwarmfinanzierung über eine Internet-Dienstleistungsplattform gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG zu Nutze machen, sofern er die dort im Interesse des Verbraucherschutzes vorgesehenen Anlagegrenzen beachtet. Allerdings schließt § 2a Abs. 5 VermAnlG die Eigen-Emission von Token aus, da hiernach Vermögensanlagen zum öffentlichen Angebot nicht zugelassen sind, wenn der Emittent auf den Betreiber der Internet-Dienstleistungsplattform maßgeblichen Einfluss ausüben kann. Da allerdings Security Token, wie dargelegt, im Hinblick auf ihre grds. Handelbarkeit als Wertpapiere i. S. d. WpPG bzw. der Prospekt-VO qualifizieren, scheidet nach § 1 Abs. 2, 1. Hs. VermAnlG, der Wertpapiere vom Anwendungsbereich des VermAnlG grds. ausschließt, diese Ausnahmeregelung für Security Token ohnehin aus.

III. Sonstige regulatorische Grenzen

1. Pflichten im elektronischen Geschäftsverkehr

Informationspflichten gem. der E-Commerce-Richtlinie³⁵ sind in Bezug auf Vertragsgestaltung, Webseiten und Bestellvorgang in § 312 (i) BGB und Art. 246 c) EGBGB geregelt. Der Wortlaut von § 312 (i) BGB erfasst allerdings nur Verträge über die Lieferung von Waren oder die Erbringung von Dienstleistungen. Auch wenn es einem Token an Körperlichkeit fehlt, er daher nicht als „Ware“ verstanden werden kann, wird man im Hinblick auf den gewollt weiten Anwendungsbereich der E-Commerce-Richtlinie jedenfalls Utility Token hierunter zu fassen haben. Stellt der einem Token-Verkauf zugrunde liegende Vertrag einen Verbrauchervertrag dar, greifen in Umsetzung der Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher³⁶ weitere Verbraucherschutzregeln einschließlich Informationspflichten gem. §§ 312 j), 312 d) BGB, Art. 246 a) und Art. 246 b) EGBGB.

2. Geldwäscherechtliche Vorgaben

Das in Umsetzung der Europäischen Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung³⁷ (AMLD) in Deutschland geschaffene Geldwäschegesetz verfolgt einen weiten Ansatz bei der Identifizierung von geldwäscherelevanten Geschäftsmodellen, vgl. Art. 1

Abs. 3 AMLD und § 10 Abs. 3 Satz 3 GWB. Hiernach soll verhindert werden, dass aus einer kriminellen Tätigkeit stammende Vermögensgegenstände in den legalen Wirtschaftskreislauf überführt werden. Dabei ist nach Art. 3 Nr. 3 AMLD als „Vermögensgegenstand“ nicht nur Bargeld zu verstehen, sondern ein Vermögenswert jeder Art einschließlich eines Rechtstitels auch nur in elektronischer oder digitaler Form, der das Eigentumsrecht an einem Vermögenswert belegt. Daher fallen Token unzweifelhaft unter den Anwendungsbereich des GwG. Verpflichtete i. S. d. GwG sind nach § 2 Abs. 1 Nr. 2 GwG Finanzdienstleistungsinstitute nach § 1 Abs. 1 a) KWG. Ist daher der Emittent von Security Token oder der Emittent von Kryptowährungen als Finanzdienstleistungsinstitut anzusehen, ist er Verpflichteter i. S. v. § 2 Abs. 1 GwG und hat die Pflichten zur Identifizierung des Vertragspartners nach §§ 10 ff. GwG zu beachten. Sie gelten nach § 10 Abs. 3 Nrn. 1 und 2 b) GwG bei der Begründung einer Geschäftsbeziehung oder auch bei der Durchführung einer sonstigen Transaktion im Wert von 15 000 € oder mehr. Nach § 10 Abs. 3 Satz 2 GwG sind die allgemeinen Sorgfaltspflichten bei allen neuen Kunden von den Verpflichteten zu erfüllen, also auch dann, wenn Token über eine Handelsplattform an Dritte veräußert werden.

3. Bilanzielle und steuerliche Behandlung von Token

Currency Token sind, soweit sie allein als Zahlungsmittel dienen, nicht umsatzsteuerbar³⁸. Umsätze, die ein Emittent von Utility Token für hiermit versprochene Lieferungen oder sonstige Leistungen erhält, sind aber nach § 1 Abs. 1 Nr. 1 UStG umsatzsteuerpflichtig. Die Ausgabe von Security Token ist es hingegen nicht.

Einkünfte aus der Emission von Utility Token sind demgemäß auch als Umsatz i. S. v. § 277 Abs. 1 HGB zu erfassen. Stellt sich die Zahlung auf ein Utility Token als Vorauszahlung dar, da das entsprechende Produkt noch nicht fertiggestellt oder die Dienstleistung noch nicht erbracht ist, wird dies beim bilanzierenden Käufer als geleistete Anzahlung und beim Verkäufer als Verbindlichkeit (erhaltene Anzahlung), also ohne Gewinnauswirkung behandelt. Bei Dienstleistungen wird ein aktiver bzw. passiver Rechnungsabgrenzungsposten gebildet, der auch in der Bilanz steht und daher gewinnneutral ist³⁹. Soweit Security Token eine Beteiligung am Gewinn oder auch an einer Wertsteigerung des Emittenten vermitteln, sind etwaige hierbei erzielte Einkünfte als Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 und Abs. 2 EStG zu versteuern. Zahlungen auf Security Token können, entsprechend der Behandlung von Genussrechten, dann als bilanzielles Eigenkapital ausgewiesen werden, wenn sie die Kriterien der Nachrangigkeit, der Erfolgsabhängigkeit der Vergütung sowie der Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe und der Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung erfüllen⁴⁰.

Gewinne aus der Veräußerung von Bitcoins fallen, wenn es sich um ein privates Veräußerungsgeschäft handelt, unter § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG, im Fall der Gewerblichkeit unter § 15 EStG. Veräußerungen nach einem Jahr sind nach § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG, nicht jedoch nach § 15 EStG, als Spekulationsgeschäft steuerfrei⁴¹; als Veräußerung gilt auch der Tausch.

34) Gesetz zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarkts v. 17.7.2014, BGBl. I, 934.

35) RiL über den elektronischen Geschäftsverkehr 2000/31/EG.

36) RiL 2002/65/EG.

37) RiL 2015/849.

38) BMF-Schreiben v. 27.2.2018, GZ. III C 3-57160-b/13/10001.

39) Im Einzelnen Beck'scher Bilanzkommentar *Schubert*, § 249 RdNr. 60 ff.

40) Stellungnahme des IDW HFA 1/1994, dort. insb. S. 2.

41) Dafür gilt mangels anderweitiger Bestimmtheit die First-In-First-Out-Methode (FiFo).

IV. Fazit

1. ICO und IPO

Im Hinblick auf die regulatorischen Beschränkungen für die Ausgabe von Security Token, wie insbesondere die Prospektpflicht oder auch die Erlaubnispflicht des Emittenten oder Betreibers einer Handelsplattform, stellt sich ein ICO zumindest nach derzeitiger Gesetzeslage nicht als Alternative einer klassischen VC-Finanzierung dar. Eher ist der Aufwand einem IPO in der Frühphase vergleichbar. Allein schon im Hinblick auf die regulatorischen Unsicherheiten, denen der ICO begegnet, laufen die Emittenten von Security Token auch ein persönliches strafrechtliches Risiko bei Nichtbeachtung der entsprechenden Vorgaben. Daher bedarf es in solchen Fällen in jedem Fall einer vorherigen Abstimmung mit der BaFin. Ebenso besteht das Risiko, sich dem Vorwurf einer leichtfertigen Steuerverkürzung auszusetzen. Es entsteht daher hoher rechtlicher und steuerlicher Beratungsaufwand. Dies macht den Beteiligungsprozess aber nicht einfacher. Gründer sollten daher nicht dem Irrglauben unterliegen, ein ICO sei nur deshalb für sie vorteilhafter, weil sie hierbei keine Anteile abgeben müssen. Denn wenn Security Token eine unternehmerische Ergebnisbeteiligung beinhalten, werden auch sie vermögensmäßig durch die Ausgabe entsprechender Token verwässert, ebenso wie alle etwaigen VC-Investoren. Zu bedenken ist auch, dass ein ICO regelmäßig als Einmalfinanzierung, also nicht auf mehrere Finanzierungsrunden angelegt ist⁴².

Selbst wenn VC-Investoren nicht selbst in Vertragsbeziehungen mit Token-Anlegern eintreten, unterliegen sie doch ihrerseits der Verpflichtung, vgl. etwa Art. 7 lit. b) EuVECA-VO, in geeigneter Form unzulässige Praktiken, wie insbesondere Geldwäsche, zu verhindern, die den Interessen ihrer Anleger, aber auch ihrer Portfolio-unternehmen schaden. Hinzu kommt, vergleichbar dem Crowdfunding, die Intransparenz der Wertbestimmung eines Security Token durch den Emittenten, da dem Anleger, anders als bei einem üblichen VC-Investment, eine vorherige Due Diligence-Prüfung des Unternehmens nicht möglich ist; vielmehr hat er sich insoweit auf die Richtigkeiten der Angaben des für einen Security Token zu veröffentlichenden Prospekts zu verlassen. Die leicht verharmlosende Bezeichnung als „White Paper“ ändert nichts daran, dass die Emission eines Security Token den allgemeinen Anforderungen an einen Wertpapierprospekt zu genügen hat. Insoweit sollte der An-

hang der ProspektVO 2017 durch eine Beschreibung der ICO-typischen Risiken ergänzt werden.

2. Ausblick

Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die Blockchain-basierte Ausgabe von Token dem technologischen Zeitgeist entspricht. Zu bedenken wäre daher, ob man nicht das Privileg der Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform gem. § 2 a VermAnlG auch auf Token überträgt, auch wenn diese aufgrund ihrer Handelbarkeit als Wertpapier qualifizieren und daher unter diese Ausnahmebestimmung derzeit nicht fallen, weshalb der Gesetzgeber entsprechend aktiv werden müsste. Eine solche Gesetzesänderung würde bedeuten, dass der Emittent dann auch keinen Verkaufsprospekt, sondern nur ein Vermögensanlagen-Informationsblatt i. S. v. § 13 VermAnlG und der PRIIP-VO⁴³ erstellen muss. Ferner bleiben aus Verbraucherschutzgründen die Anlagegrenzen des § 2 a Abs. 3 VermAnlG zu beachten (ausgenommen ist nur die Anlage durch Kapitalgesellschaften). Damit würden dem „Hype“ von ICOs in Gestalt der Emission von noch unausgereiften Projekten, die sich Wunschdenken und den Herdentrieb von Anlegern zu Nutze machen⁴⁴, übliche Grenzen für eine Schwarmfinanzierung gezogen werden. Andererseits könnte hierdurch das „small firm funding gap“ geschlossen werden, da die Kosten eines ICO nicht mehr prohibiv wirken würden⁴⁵. Doch sollte dann in den Smart Contracts der Token, ähnlich den Nachrangdarlehen des Crowdfunding, ein Mechanismus vorgesehen werden, wie Token im Fall eines Exits abgefunden werden können. Dann wäre auch eine Verbindung der ICO- und der VC-Welten denkbar. Jedenfalls bliebe aber eine Eigen-Emission entsprechend § 2 a Abs. 5 VermAnlG ausgeschlossen und müsste der Handel über eine Krypto-Handelsplattform durch ein Finanzdienstleistungsinstitut betrieben werden, das über eine entsprechende Erlaubnis nach § 32 KWG verfügt.

42) Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 95.

43) VO Nr. 1286/2014 v. 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, ABL L352, 1, geändert durch die VO (EU) 2016/2340, ABL L254, 335.

44) Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 95.

45) Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2018, 89, 103.