



## LAW CORNER

von Ingo Wegerich,  
Rechtsanwalt und Partner,  
Elena Recklin,  
Ass. jur.,  
Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

## BaFin äußert sich zu der aufsichtsrechtlichen Einordnung von sogenannten Initial Coin Offerings (ICOs)

*Was haben Argentinien, Kenia, Malaysia, Saudi-Arabien, Thailand, die Vereinigten Arabischen Emirate und Singapur gemeinsam?*

Diese gehören zu den Ländern, deren Wertpapieraufsichtsbehörden Stellungnahmen zu Initial Coin Offerings veröffentlicht haben. Insgesamt 63 Stellungnahmen von Wertpapieraufsichtsbehörden sind auf der Seite der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) zu ICOs zu finden.

Die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC hat nach Branchenschätzungen in den vergangenen Wochen rund 80 Briefe an Unternehmen, die über ICOs Geld eingesammelt haben, an deren Anwälte, Berater und Investoren verschickt. Die SEC verlangt nun die Beantwortung einer Reihe von Fragen. Auf einem Hearing des US-Senats hat der Vorsitzende der SEC Jay Clayton zudem verlautbart, dass jedes ICO, das er bisher gesehen hat, ein Wertpapier sei.

2017 hat die BaFin im Zusammenhang mit ICOs und Tokenverkäufen in 23 Zweifelfällen überprüft, ob ein Unternehmen der Finanzaufsicht unterliegt. Dies geht aus der Antwort der

### Große ICO-Konferenz zur Entwicklung von Standards am 24. Mai in Frankfurt

Der Interessenverband kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V. („Kapitalmarkt KMU“) führt zusammen mit dem Wirtschaftsrat der CDU e.V. hierzu eine große Konferenz zu dem Thema „Initial Coin Offerings (ICOs) als Finanzierungsinstrument für den Mittelstand? Entwicklung von Standards“ durch.

Die Veranstaltung wird am 24. Mai in den Räumen der Luther Rechtsanwaltsgesellschaft in Frankfurt am Main stattfinden. Für die Konferenz konnten namhafte Referenten der BaFin, der Europäischen Zentralbank, der Frankfurt School of Finance sowie Emittenten von ICOs und Investoren gewonnen werden.

Nähere Informationen erhalten Sie kurzfristig unter <http://Kapitalmarkt-KMU.de>

Bundesregierung auf eine Anfrage der FDP-Fraktion hervor. **13 Verfahren wurden wegen des Verdachts unerlaubter Geschäfte eingeleitet.** In vier Fällen kam es zu förmlichen Untersagungen gegen Betreiber oder einbezogene Unternehmen. Am 9. November 2017 hat die BaFin zudem eine Verbraucherschutzwarnung zu den Risiken von Initial Coin Offerings veröffentlicht.

Am 20. Februar dieses Jahres hat die BaFin nun zu der aufsichtsrechtlichen Einordnung von Initial Coin Offerings zugrunde liegenden Token als Finanzinstrument Stellung genommen (Hinweisschreiben (WA) GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010).

ICOs sind ein neues Mittel der Kapitalaufnahme zur Finanzierung unternehmerischer Vorhaben. **Der Begriff ist an den des Initial Public Offering (IPO) angelehnt, also einen Börsengang.** Die begriffliche Annäherung durch die Bezeichnung „ICO“ ist zumindest teilweise irreführend, denn sie

### Interessiert am Thema ICOs?

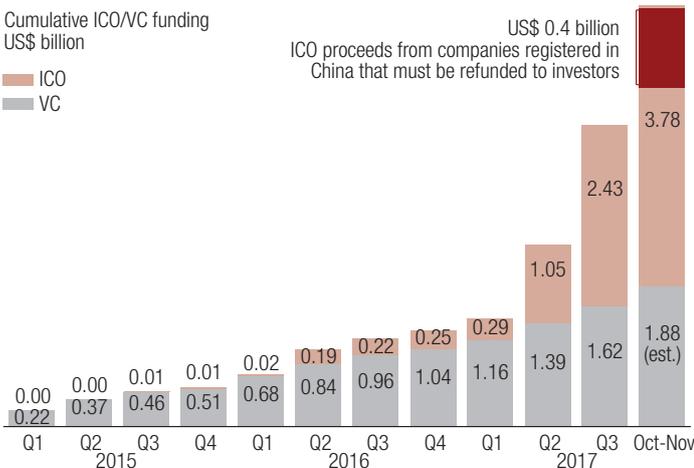


Werfen Sie einen Blick in die Titelstory des GoingPublic Magazins Feb 2018 **„Hot Stuff“** von Falko Bozicevic

erweckt den Eindruck, ICOs seien mit Aktienemissionen vergleichbar, was weder technisch noch rechtlich der Fall ist.

ICOs finden derzeit in zwei Formen statt: Die erste Form besteht aus Smart Contracts (Programmiercodes) **beziehungsweise verteilten Anwendungen**. Dabei handelt es sich vereinfacht ausgedrückt um programmierte Vereinbarungen, deren Programmcode auf einer bestehenden Blockchain wie Ethereum hinterlegt ist. Blockchains sind fälschungssichere, verteilte Datenstrukturen, in denen Transaktionen in der Zeitfolge protokolliert, nachvollziehbar, unveränderlich und ohne zentrale Instanz abgebildet sind. **Die zweite Form von ICOs besteht in der Schaffung neuer Blockchains** oder virtueller Währungen. In beiden Formen werden also neue digitale Einheiten erzeugt. Die erzeugten Token werden meist in einem unregulierten öffentlichen Bieterverfahren an interessierte Anleger verkauft (Token Sale).

### Total ICO proceeds are approaching US\$4 billion and have exceeded venture capital investments in blockchain projects

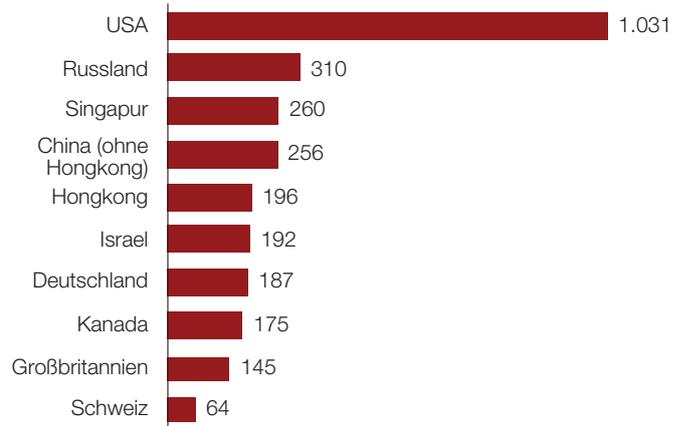


Quelle: EY, CoinDesk, CB Insights, IFCERT

Meist schildern Anbieter ihr Vorhaben und die Funktionsweise der angebotenen Token in einem sogenannten Whitepaper; gelegentlich veröffentlichen sie auch Vertragsbedingungen (Terms and Conditions). Die Inhalte dieser Unterlagen sind im Unterschied zu den Prospekten einer Aktienemission **weder gesetzlich vorgegeben noch von einer Aufsichtsbehörde auf Vollständigkeit geprüft**. Im Gegensatz zu regulierten Prospekten ist die Dokumentation in den Whitepapers und Vertragsbedingungen oft objektiv unzureichend, unverständlich oder gar irreführend.

In ihrem Hinweisschreiben trifft die **BaFin** keine generelle aufsichtsrechtliche Einordnung von ICOs, sondern **stellt auf eine Einzelfallprüfung des konkreten Sachverhalts ab**.

### ICO-Projekte nach Ländern in Mio. USD

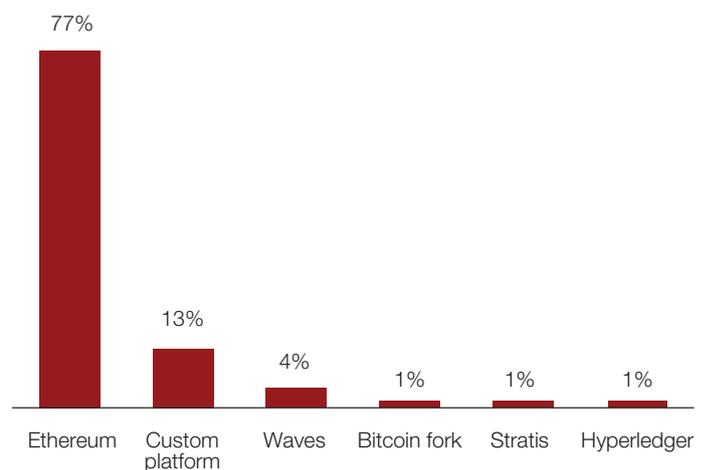


Quelle: EY analysis based on CoinDesk, Autonomous NEXT, TokenMarket, company websites Y, ICO Watch List, Dezember 2017

Die BaFin prüft bei Token im Einzelfall, ob es sich um ein Finanzinstrument i.S.d. Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) handelt. Bei der Einstufung als Finanzinstrument kommt für Token je nach Ausgestaltung ggf. eine Einordnung als Wertpapier i.S.d. Wertpapierprospektgesetzes (WpPG), als Anteil an einem Investmentvermögen i.S.d. Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB), als Vermögensanlage i.S.d. Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG) oder auch unter bestimmten Voraussetzungen eine Einordnung als Basiswert für ein derivatives Geschäft in Betracht.

Voraussetzung für ein Wertpapier ist u.a. die Handelbarkeit am Finanzmarkt bzw. Kapitalmarkt. Diesbezüglich stellt die BaFin in ihrem Hinweisschreiben klar, dass Kryptowährungs-Handelsplattformen **aus hiesiger Sicht grundsätzlich als Finanzmärkte bzw. Kapitalmärkte i.S.d. Wertpapier-Definition angesehen werden können**. Weiter stellt die BaFin klar, dass eine Verbriefung des Token in einer Urkunde

### Marktanteile von Blockchain-Plattformen für ICOs



Quelle: EY, ICO Watch List, Dezember 2017

keine zwingende Voraussetzung eines übertragbaren Wertpapiers sei. Ausreichend sei vielmehr, dass der Inhaber des Token, beispielsweise anhand der Distributed Ledger- oder Blockchain-Technologie oder anhand vergleichbarer Technologien, jeweils dokumentiert werden kann.

Liegen bei einem Token die Voraussetzungen eines Finanzinstruments i.S.d. WpHG oder eines Wertpapiers i.S.d. WpPG vor, kann dies die Anwendung der im Bereich der Wertpapieraufsicht anwendbaren Rechtsnormen und der in ihnen vorgesehenen aufsichtsrechtlichen Vorgaben auf einen Marktteilnehmer zur Folge haben. **Je nach Ausgestaltung** steht der Handel mit Token als Bankgeschäft, namentlich Finanzkommissionsgeschäft oder Emissionsgeschäft, oder als Finanzdienstleistung, namentlich als Anlagevermittlung, Anlageberatung, Betrieb eines multilateralen oder organisierten Handelssystems, Platzierungsgeschäft, Abschlussvermittlung, Finanzportfolioverwaltung, Eigenhandel oder Anlageverwaltung unter Erlaubnisvorbehalt. Wer ohne Erlaubnis Bankgeschäfte betreibt oder Finanzdienstleistungen erbringt, kann

mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft werden. Bei der Einschaltung eines Dritten (etwa einer Internet-Plattform, die als Tauschinstanz des virtuellen Geldes in gesetzliche Zahlungsmittel fungiert), kommt neben dem Betrieb eines multilateralen Handelssystems außerdem eine Erlaubnispflicht wegen des Erbringens von Zahlungsdiensten in Betracht.

**Nur noch 23% Prozent aller ICOs erreichten** im November 2017 (verglichen mit noch 93% im Juni 2017) **ihr Finanzierungsziel** – wie eine internationale Studie zeigt.

Ein Grund hierfür ist sicherlich auch die bestehende Rechtsunsicherheit bei ICOs und eine fehlende generelle rechtliche Regelung. Eine gefestigte Verwaltungspraxis besteht nicht. Die Einzelfallbetrachtung und das Abstellen auf den Einzelfall sind sicherlich nicht förderlich und führen eher zu mehr Rechtsunsicherheit. Hier bedarf es gesetzlicher Regelungen und eines Tätigwerdens des Gesetzgebers: Es müssen rechtliche Standards für ICOs entwickelt werden.

