

## Rechtsgutachten

Datum: 12. August 2019

Empfänger: BiDao UG (haftungsbeschränkt) & Co. KG

Von: Dr. iur. Caspar Behme und Prof. Dr. iur. Stefan Brass

### **A. Sachverhalt**

Die BiDao UG (haftungsbeschränkt) mit Sitz in München (im Folgenden: die Emittentin) plant die Durchführung eines Initial Coin Offerings (ICO) zur Finanzierung der Entwicklung und Vermarktung der BiDao Plattform. Dabei handelt es sich um ein neues Blockchain-System, das einen neuen Stable-Coin (BAI) schafft, der trustless und dezentralisiert funktioniert und eine Kopplung an den Dollar mittels eines algorithmischen Systems erreicht, das (im Gegensatz zu DAI nicht durch Ether, sondern) durch BNB hinterlegt ist.

Im Rahmen des anstehenden ICO werden BID-Coins emittiert. BID dienen innerhalb der BiDao-Plattform als Governance-Token; ihre Inhaber bilden die DAO und können über ihre von der Anzahl der gehaltenen BID abhängigen Stimmrechte interne Parameter (z.B. Gebühren) beeinflussen. Darüber hinaus können BID innerhalb der BiDao-Plattform als Zahlungsmittel für Gebühren (Stability Fee) verwendet werden. Die Nutzungsgebühren i.H.v. 2 % werden unter den Inhabern der BID-Coins verteilt; daneben kann der BID-Coin gestaked werden. Der BID-Coin wird während der Dauer des ICO nicht übertragbar sein; die Anleger werden übertragbare Token erhalten (BEP-2), wenn der ICO abgeschlossen ist.

Für nähere Erläuterungen zu dem Geschäftsmodell und dem Ablauf des ICO wird auf das von der Emittentin erstellte Whitepaper und das Token Offer Agreement verwiesen, die den Gutachtern in den zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Gutachtens maßgeblichen Entwurfsversionen vorlagen.

Da der ICO zeitnah stattfinden soll, liegt es im Interesse der Geschäftsleitung und der Gesellschafter der Emittentin, die zeitaufwändige Erstellung eines Prospekts nach der

EU-Prospektverordnung (Verordnung [EU] 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG) oder nach dem Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) oder dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) möglichst zu vermeiden. Vor diesem Hintergrund bittet die Emittentin um eine gutachterliche Beurteilung der folgenden Fragen:

(1) Wie stellt sich das Meinungsbild in Rechtsprechung und rechtswissenschaftlichem Schrifttum hinsichtlich des Bestehens einer Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospektes nach der EU-Prospektverordnung (Verordnung [EU] 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG) oder eines Verkaufsprospekts nach dem VermAnlG oder dem KAGB dar?

(2) Erscheint es vor dem Hintergrund dieses Meinungsbildes zum jetzigen Zeitpunkt als vertretbar, von der Erstellung eines Prospektes (gleich aufgrund welcher Rechtsgrundlage) bei der Durchführung eines ICO abzusehen?

## **B. Ergebnisse**

(1) Bei dem BID-Coin handelt es sich um einen Utility-Token mit Investment-Funktion.

(2) Eine Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospekts besteht gem. Art. 3 Abs. 1 EU-Prospektverordnung beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren.

(a) Zur Einordnung von Token als Wertpapieren und einer daraus möglicherweise resultierenden Prospektpflicht existiert keine einschlägige bundes- oder obergerichtliche Rechtsprechung. Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum wird die Frage unterschiedlich beurteilt.

(b) Die Wertpapiereigenschaft von Token ist nach formellen und materiellen Kriterien zu beurteilen.

(c) In formeller Hinsicht hängt die Einordnung des BID-Coins als Wertpapier i.S.d. EU-Prospektverordnung von den folgenden drei Kriterien ab: (i) Übertragbarkeit, (ii) Standardisierung und (iii) Handelbarkeit am Kapitalmarkt. Der BID-Coin wird während der Dauer des ICO nicht übertragbar sein, sodass bereits aus diesem Grunde eine Einordnung als Wertpapier zum jetzigen Zeitpunkt ausscheidet. Darüber hinaus lassen sich (hilfsweise) auch die Kriterien der Standardisierung und der Handelbarkeit am Kapitalmarkt im Rechtssinne jeweils im Einklang mit gewichtigen Stimmen im rechtswissenschaftlichen Schrifttum verneinen. Es erscheint daher vertretbar, auch die nach Abschluss des ICO an die Anleger verteilten Token (BEP-2) nicht als Wertpapier im formellen Sinne anzusehen.

(d) Selbst wenn man die Eigenschaft der nach Abschluss des ICO an die Anleger verteilten Token als Wertpapiere im formellen Sinne bejaht, wäre für eine Qualifikation als Wertpapier darüber hinaus erforderlich, dass er im materiellen Sinne mit den gesetzlichen Regelbeispielen für Wertpapiere vergleichbar ist. Auch diese Vergleichbarkeit lässt sich im Einklang mit gewichtigen Stimmen im rechtswissenschaftlichen Schrifttum verneinen. Es erscheint daher vertretbar, den BID-Coin nicht als Wertpapier im materiellen Sinne anzusehen.

(e) Sofern der BID-Coin nicht als Wertpapier eingeordnet wird, besteht keine Prospektspflicht gem. Art. 3 Abs. 1 EU-Prospektverordnung.

(3) Der BID-Coin ist kein Anteil an einem Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB, sodass eine Prospektspflicht nach dem KAGB nicht besteht.

(4) Wenn man die Eigenschaft des BID-Coin als Wertpapier nicht nur im formellen, sondern auch im materiellen Sinne verneint, kommt auch eine Prospektspflicht nach § 6 VermAnlG nicht in Betracht.

### **C. Gutachterliche Stellungnahme**

Die rechtliche Beurteilung des Bestehens einer Prospektspflicht bei der Emission des BID-Coins setzt zunächst seine Einordnung in eine der anerkannten Token-Kategorien voraus (unter I.). Sodann werden die verschiedenen Voraussetzungen für das Bestehen einer

Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 EU-Prospektverordnung (unter II.), nach § 6 VermAnlG (unter III.) und nach dem KAGB (unter IV.) diskutiert.

## **I. BID-Coin als Utility-Token mit Investmentfunktion**

In der kapitalmarktrechtlichen Praxis hat sich eine Kategorisierung von Token in Investment-, Utility- und Currency-Token durchgesetzt.

Investment-Token sind klassischen Beteiligungstiteln sehr ähnlich. Für sie ist kennzeichnend, dass sie ihren Inhabern dividendenähnliche Zahlungsansprüche hinsichtlich der zukünftigen Gewinne des Emittenten einräumen. Mitunter gewähren Investment-Token auch gesellschafterähnliche Mitwirkungs- und Teilhaberechte, wie z.B. Stimmrechte bei (wichtigen) Entscheidungen. Utility-Token gewähren demgegenüber keine Zahlungsansprüche, sondern räumen ihren Inhabern den Zugang zu einer Dienstleistung, einem Produkt oder einer Plattform des Unternehmens ein, wobei die Token häufig zur Bezahlung der (zu einem späteren Zeitpunkt) in Anspruch genommenen Leistungen genutzt werden können. Dabei hängt es von der konkreten wirtschaftlichen Gestaltung des ICO ab, ob der Utility-Token eher einem Gutschein entspricht, mit dem Leistungen des Emittenten in Anspruch genommen werden können, oder ob es sich eher um eine unternehmerische Investition mit entsprechenden Chancen und Risiken handelt. Letzteres ist insbesondere dann der Fall, wenn das Produkt, die Dienstleistung oder die Plattform noch nicht existiert, sondern mithilfe der Einnahmen aus dem ICO noch entwickelt werden soll. Currency-Token unterscheiden sich von den vorgenannten beiden Kategorien dadurch, dass sie keinerlei Ansprüche gegen einen Emittenten begründen. Maßgebliche Eigenschaften sind die Tauschmittel- und Wertaufbewahrungsfunktion.

Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Perspektiven, Digitalisierung: Folgen für Finanzmarkt, Aufsicht und Regulierung – Teil I, 1.8.2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_digitalisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_digitalisierung.html), S. 57 ff.; aus dem Schrifttum *Bialluch von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118 (2118 f.); *Spindler*, WM 2018, 2109 (2109 ff.); *Zickgraf*, AG 2018, 293 (295 ff.).

Die Eigenschaften des BID-Coins sind hybrider Natur. Er vermittelt seinen Inhabern Zugang zu der noch zu entwickelnden BiDao-Plattform und die Möglichkeit, die Geschicke der Plattform (etwa die Höhe von Gebühren) zu beeinflussen. Die Token-Inhaber werden am wirtschaftlichen Erfolg der Plattform in Form der Gebühren-Erlöse beteiligt sein, können ihn aber gleichzeitig als Zahlungsmittel für Gebühren einsetzen; ein Anspruch auf Rückzahlung des für den BID-Coin gezahlten Preises besteht nicht. Die Governance-Funktion des BID-Coins rückt ihn in die Nähe eines Investment-Tokens; im Unterschied zu einem klassischen Investment-Token vermittelt der BID-Coin allerdings keine dividendenähnliche Beteiligung an künftigen Gewinnen der Emittentin, sondern lediglich einen Anspruch auf einen Teil der vereinnahmten Plattform-Gebühren, der wirtschaftlich von untergeordneter Bedeutung ist. Zugleich können mit dem BID-Coin Leistungen der Emittentin in Anspruch genommen werden, was charakteristisch für einen Utility-Token ist. In Anbetracht des hybriden Charakters wird man den BID-Coin somit als Utility-Token mit Investment-Funktion einordnen müssen.

## **II. Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 EU-Prospektverordnung**

### **1. Kriterien für die Bestimmung der Wertpapier-Eigenschaft**

Eine Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospekts besteht gem. Art. 3 Abs. 1 EU-Prospektverordnung beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren.

Als „Wertpapiere“ definiert Art. 2 lit. a EU-Prospektverordnung übertragbare Wertpapiere i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 der Richtlinie 2014/65/EU mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU definiert als „übertragbare Wertpapiere“ die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten. Auch diese Definition setzt den Begriff des Wertpapiers somit voraus, ohne ihn zu definieren. Stattdessen wird sie ergänzt durch drei Regelbeispiele, die das Leitbild des europäischen Gesetzgebers, was unter einem Wertpapier zu verstehen ist, konkretisieren: (i) Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate (lit. a), (ii) Schuldverschreibungen oder andere verbrieftete Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten

(Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere (lit. b), und (iii) alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird (lit. c).

Entscheidendes Kriterium für die Einordnung eines Anlageprodukts als Wertpapier ist demnach seine Handelbarkeit am Kapitalmarkt. Diese wiederum wird in der Aufsichtspraxis und im rechtswissenschaftlichen Schrifttum anhand dreier sich gegenseitig bedingender formeller Kriterien bestimmt: Übertragbarkeit, Standardisierung und Handelbarkeit i.e.S.

BT-Drucks. 16/4028, S. 53; *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118 (2120); *Fuchs/Fuchs*, 2. Aufl. 2016, WpHG § 2 Rn. 10; *Hahn/Wilkens*, ZBB 2019, 10 (16); *Schwark/Zimmer/Kumpan*, 4. Aufl. 2010, WpHG § 2 Rn. 6; *Zickgraf*, AG 2018, 293 (299).

Neben diesen formellen Kriterien wird für die Einordnung eines Anlageprodukts als Wertpapier von der ganz herrschenden Auffassung im Schrifttum gefordert, dass es einen Bezug zu den spezifischen Regelungszwecken des Kapitalmarktrechts (d.h. der Gewährleistung des Markt- und Anlegerschutzes) aufweist, d.h. in materieller Hinsicht mit den in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU genannten Regelbeispielen vergleichbar ist. Die Erfüllung der oben genannten formellen Kriterien allein genügt somit nicht.

*Hacker/Thomale*, ECFR 2018, 645 (689 f.): “In general, EU law employs three rather formal criteria and one more substantive criterion define a security. The formal ones are transferability; standardization; and negotiability on capital markets (with negotiability, however, being a subcase of transferability). Furthermore, the issued entity needs to be comparable to a list of examples, such as shares or bonds.”; ebenso *Zickgraf*, AG 2018, 293 (302): „Für die Einordnung eines Token als Wertpapier ist daher eine funktionale Vergleichbarkeit mit den aufgeführten Regelbeispielen erforderlich.“; vgl. ferner *Hahn/Wilkens*, ZBB 2019, 10 (16); *Schwark/Zimmer/Kumpan*, 4. Aufl. 2010, WpHG § 2 Rn. 4; *Spindler*, WM 2018, 2109 (2112) (Vergleichbarkeit mit Aktien oder Anleihen entscheidend); *Weitnauer*, BKR 2018, 231 (233).

Diese Sichtweise scheint auch die BaFin zu teilen, wenn sie in ihrem Hinweisschreiben zur aufsichtsrechtlichen Einordnung von ICOs zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen neben den formellen Kriterien der Übertragbarkeit und der Handelbarkeit (Standardisierung wird nicht explizit genannt) für die Einordnung eines Token als Wertpapier verlangt, dass er Rechte verkörpert, und zwar „entweder Gesellschafterrechte oder schuldrechtliche oder mit Gesellschafterrechten oder schuldrechtlichen Ansprüchen vergleichbaren Ansprüche“.

BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 2; BaFin, Perspektiven, Digitalisierung: Folgen für Finanzmarkt, Aufsicht und Regulierung – Teil I, 1.8.2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_digitalisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_digitalisierung.html), S. 61.

Erfüllt ein Anlageprodukt lediglich die formellen Kriterien des Wertpapierbegriffs, ohne materiell bei wertender Betrachtung mit den in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU genannten Regelbeispielen vergleichbar zu sein, fällt es nicht in den Anwendungsbereich der EU-Prospektverordnung und löst dementsprechend keine Prospektspflicht nach dieser Verordnung aus.

Erfüllt ein Anlageprodukt die formellen Kriterien des Wertpapierbegriffs nicht, erscheint es aber gleichwohl materiell bei wertender Betrachtung mit den in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU genannten Regelbeispielen vergleichbar, kommt ebenfalls keine Prospektspflicht nach Art. 3 Abs. 1 der EU-Prospektverordnung in Betracht; wohl aber möglicherweise eine Prospektspflicht nach § 6 VermAnlG (siehe dazu unter IV). Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass der Unterschied zwischen Wertpapieren und Vermögensanlagen vorwiegend formeller Natur ist und sich aus der fehlenden Handelbarkeit von Vermögensanlagen ergibt.

Vgl. *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118 (2119 ff.); *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2019, 89 (103).

## **2. Wertpapiereigenschaft des BID-Coins im formellen Sinne**

Die Einordnung des BID-Coins hängt davon ab, ob er die formellen Kriterien der Übertragbarkeit, der Standardisierung und der Handelbarkeit i.e.S. erfüllt.

### **a) Übertragbarkeit**

Der BID-Coin müsste zunächst übertragbar sein. Die BaFin verlangt für die Übertragbarkeit eines Token lediglich, dass er in technischer Hinsicht überhaupt auf andere Nutzer übertragen werden kann.

BaFin, Perspektiven, Digitalisierung: Folgen für Finanzmarkt, Aufsicht und Regulierung – Teil I, 1.8.2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_digitalisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_digitalisierung.html), S. 61.

Im Token Offer Agreement in der den Unterzeichnern zur Verfügung gestellten Entwurfsfassung heißt es insoweit, dass die Übertragbarkeit der Token zunächst ausgeschlossen ist und die Anleger übertragbare Token erhalten werden, wenn der ICO abgeschlossen ist.

Siehe Token Offer Agreement, S. 5: “After the payment is verified by the Operator, the amount of Tokens bought by the Participant will be shown in the Participants account. At this moment the coins are not transferable. The Participant will receive transferable Tokens (BEP-2) after the ICO is finished.”

Die Frage, ob eine lediglich künftige Handelbarkeit bereits ausreicht, um die Übertragbarkeit eines Titels zu begründen, wird im Schrifttum, soweit ersichtlich, nicht diskutiert. Jedenfalls mit Blick auf den BID-Coin dürfte sie schon deshalb zu verneinen sein, weil es nicht der ausgegebene Token ist, der zu einem späteren Zeitpunkt handelbar sein wird, sondern vielmehr der zunächst ausgegebene Token zu einem späteren Zeitpunkt durch einen anderen übertragbaren Token ersetzt werden wird. In formeller Hinsicht kann es sich lediglich bei diesem späteren Token (BEP-2) um ein Wertpapier handeln. Bei dem zunächst ausgegebenen BID-Coin handelt es sich mangels Übertragbarkeit nicht um ein Wertpapier.



## **b) Standardisierung**

Einigkeit besteht insoweit, als nur gattungsmäßig standardisierte Titel am Kapitalmarkt handelbar sind; dies ist der Grund dafür, dass Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU von „Kategorien“ von Wertpapieren spricht. Der Begriff der „Kategorien“ setzt voraus, dass die in einer Kategorie zusammengefassten Titel über bestimmte gemeinsame Eigenschaften verfügen. Token, die individuell unterschiedliche Rechte verkörpern, sind dagegen regelmäßig nicht handelbar.

BT-Drucks. 16/4028, S. 54; BaFin, Perspektiven, Digitalisierung: Folgen für Finanzmarkt, Aufsicht und Regulierung – Teil I, 1.8.2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_digitalisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_digitalisierung.html), S. 61.

Umstritten ist jedoch, ob das Kriterium der Standardisierung emittentenbezogen zu bestimmen ist (d.h. eine bestimmte Gruppe von Token ein- und desselben Emittenten identisch ausgestaltet sein muss) oder ob sich ein emittentenübergreifender Standard gebildet haben muss, wie dies beispielsweise bei Aktien oder Anleihen grundsätzlich der Fall ist. Selbst wenn bei Token inzwischen eine gewisse Typisierung anerkannt ist (Investment-, Utility- und Currency-Token), kann in Anbetracht der Vielgestaltigkeit der in der Praxis existierenden Token (mit häufig hybridem Charakter) von einer emittentenübergreifenden Standardisierung bislang nicht die Rede sein. Der Umstand, dass andere Emittenten vereinzelt bereits ähnliche Token wie den BID-Coin emittiert haben (zu denken ist hier insbesondere an den Makercoin), ändert daran nichts.

Für eine emittentenübergreifende Betrachtung werden in der Literatur zum einen der Wortlaut des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU („Kategorien“), zum anderen Erwägungen der Rechtssicherheit angeführt.

*Sester, ZBB 2008, 369 (379).*

Dafür, dass eine Standardisierung auf Emittenten-Ebene genügt, wird angeführt, dass die formellen Kriterien des Wertpapierbegriffs bei teleologischer Betrachtung die Handelbarkeit von Wertpapieren gewährleisten sollen; ein effizienter Handel mit niedrigen Suchkosten sei aber bereits dann möglich, wenn die betreffenden Titel eines Emittenten

standardisiert ausgestaltet sind. Unter Zugrundelegung dieser überwiegenden Auffassung wäre eine hinreichende Standardisierung des BID-Coins zu bejahen.

Fuchs/*Fuchs*, 2. Aufl. 2016, WpHG § 2 Rn. 14; *Hacker/Thomale*, ECFR 2018, 645 (667 ff.); *Zickgraf*, AG 2019, 293 (300); nach *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2019, 89 (100) soll das Kriterium der Standardisierung bei Token Sales „unproblematisch“ erfüllt sein, ohne dass näher thematisiert wird, was mit dem Begriff der Standardisierung überhaupt gemeint ist.

Aus Sicht der Unterzeichner erscheint jedenfalls der Wortlaut des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU für beide Sichtweisen offen; es erscheint nicht ausgeschlossen, die Bildung von „Kategorien“ von Titeln bereits auf Emittenten-Ebene anzunehmen. Dagegen erscheint das funktionale Argument weniger überzeugend, da eine sinnvolle Regulierung des Handels mit Titeln auf dem Kapitalmarkt ihre Qualifizierung als Wertpapiere nicht voraussetzt; etwaige primärmarktrechtliche Schutzlücken, die dadurch entstehen, dass bestimmte Titel nicht als Wertpapiere zu qualifizieren sind und demnach beispielsweise nicht unter die EU-Prospektverordnung fallen, werden durch andere Instrumente – in Deutschland etwa das KAGB oder das VermAnlG – geschlossen.

Rechtsprechung des EuGH, dem nach Art. 267 AEUV die letztverbindliche Auslegung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU zugewiesen ist, existiert nicht. Wie die BaFin das Kriterium der Standardisierung auslegt, ist aus ihren einschlägigen Veröffentlichungen ebenfalls nicht ersichtlich; dort wird das Kriterium lediglich erwähnt, aber nicht näher spezifiziert.

Vgl. etwa BaFin, Prospektpflicht – Rechtslage seit dem 21.07.2019 (zuletzt geändert am 5.8.2019), unter I., online abrufbar unter [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht\\_artikel.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_artikel.html).

Die Aufsichtspraxis der BaFin steht einer engen Auslegung des Kriteriums der Standardisierung derzeit somit nicht entgegen. Aus Sicht der Unterzeichner erscheint es daher jedenfalls vertretbar, die formelle Wertpapier-Eigenschaft des BID-Coins auch unter dem Aspekt der mangelnden Standardisierung zu verneinen.

### **c) Handelbarkeit i.e.S.**

Schließlich ist für die formelle Qualifikation eines Titels als Wertpapier seine Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt i.e.S. erforderlich. Der in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU verwendete Begriff des „Kapitalmarkts“ ist nicht mit dem engeren Begriff des „geregelten Markts“ nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 dieser Richtlinie identisch. Dementsprechend legt auch die BaFin den Begriff weit aus und betont, dass aus ihrer Sicht Kryptowährungs-Handelsplattformen grundsätzlich als Kapitalmärkte im Sinne der Wertpapier-Definition angesehen werden können.

BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 2; BaFin, Perspektiven, Digitalisierung: Folgen für Finanzmarkt, Aufsicht und Regulierung – Teil I, 1.8.2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_digitalisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_digitalisierung.html), S. 61.

Umstritten ist, ob die Handelbarkeit i.e.S. die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs voraussetzt. Bei dem BID-Coin handelt es sich aufgrund seiner fehlenden Körperlichkeit nicht um eine Sache i.S.v. § 90 BGB. Ein gutgläubiger Erwerb nach Maßgabe der §§ 932 BGB ist daher nicht möglich. Ist die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs Voraussetzung für die formelle Qualifizierung als Wertpapier, kann es sich folglich bei dem BID-Coin nicht um ein Wertpapier handeln.

Dass die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs für die Qualifizierung als Wertpapier erforderlich ist, entspricht der Ansicht des Gesetzgebers und der herrschenden Auffassung im rechtswissenschaftlichen Schrifttum. Sie wird überzeugend damit begründet, dass das Vertrauen der Anleger auf einen funktionsfähigen Kapitalmarkt voraussetzt, dass sie sich auf einen rechtssicheren und einredefreien Erwerb verlassen können; ohne die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs sähen sich die Erwerber von Wertpapieren unkalkulierbaren Risiken ausgesetzt, weil sie nicht wissen würden, ob sie im Rahmen des anonymen Kapitalmarktes vom Berechtigten erworben haben oder nicht.

BT-Drucks. 16/4028, S. 54; *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118 (2120); Fuchs/*Fuchs*, 2. Aufl. 2016, WpHG § 2 Rn. 18; Schwark/Zimmer/*Kumpan*, 4. Aufl. 2010, WpHG § 2 Rn. 9; a.A. *Hahn/Wilkens*, ZBB 2019, 10 (16).

Die BaFin nimmt jedoch neuerdings einen davon abweichenden Standpunkt ein. Sie begründet dies lediglich damit, dass die Richtlinie 2014/65/EU, das WpPG und das WpHG die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs nicht (ausdrücklich) voraussetzen.

BaFin, Tokenisierung, online abrufbar unter [https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1904\\_Tokenisierung.html](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html).

Ob die Auffassung der BaFin vor dem Hintergrund des Meinungsbildes im rechtswissenschaftlichen Schrifttum und der gleichlautenden Ansicht des Gesetzgebers Bestand haben wird, bleibt abzuwarten. Es ist jedenfalls nicht unwahrscheinlich, dass ein mit der Frage befasstes Gericht dies anders sehen und im Einklang mit dem überwiegenden Schrifttum am Erfordernis der Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs festhalten und dementsprechend die Wertpapier-Eigenschaft von Token verneinen wird. Jedenfalls erscheint eine solche Auslegung des Wertpapierbegriffs nach wie vor als gut vertretbar. Dies bedeutet, dass nach derzeitigem Meinungsstand auch nach Ausgabe der übertragbaren Token (BEP-2) die formelle Wertpapiereigenschaft dieser Token weiterhin verneint werden kann, mit der Konsequenz, dass eine Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 EU-Prospektverordnung nicht besteht.

Im Schrifttum wird allerdings vereinzelt vertreten, dass der durch die Blockchain-Technologie und die §§ 932 ff. BGB vermittelte Schutz des Erwerbs gleichwertig ist. Sollte sich diese Auffassung durchsetzen, könnte die Handelbarkeit i.e.S. möglicherweise in der Zukunft anders zu beurteilen sein.

So *Zickgraf*, AG 2019, 293 (301); dagegen *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118 (2121).

### **3. Wertpapiereigenschaft des BID-Coins im materiellen Sinne**

Hilfsweise, d.h. für den Fall, dass die formelle Wertpapier-Eigenschaft des BID-Coins bejaht wird, soll im Folgenden analysiert werden, ob er die materiellen Anforderungen

an ein Wertpapier erfüllt. Dies ist der Fall, wenn er bei wertender Betrachtung mit den in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU genannten Regelbeispielen für Wertpapiere vergleichbar ist. In Betracht kommt eine Vergleichbarkeit zu Aktien und anderen Gesellschaftsanteilen (lit. a) sowie zu Schuldverschreibungen (lit. b).

Insoweit ist die oben (unter C.I.) vorgenommene Einordnung des BID-Coins als Utility-Token mit Investmentfunktion (siehe oben unter C.I.) zu berücksichtigen. Im Schrifttum wird die Vergleichbarkeit bei „reinen“ Utility-Token, die lediglich einen Anspruch auf den Bezug einer Ware oder einer Dienstleistung verkörpern, regelmäßig verneint, während bei Investmenttoken, mit denen der Anleger primär die Erzielung einer finanziellen Rendite bezweckt, eine Ähnlichkeit zu „klassischen“ Wertpapieren tendenziell bejaht wird.

*Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118 (2122); *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2019, 89 (102 f.); *Weitnauer*, BKR 2018, 231 (233); *Zickgraf*, AG 2019, 293 (302 ff.).

Allerdings gehen die teilweise im Schrifttum unternommenen Versuche fehl, die Frage der Vergleichbarkeit pauschal für einen bestimmten Typus von Token zu bejahen oder zu verneinen. Richtigerweise ist – im Einklang mit der Aufsichtspraxis der BaFin – die materielle Wertpapier-Eigenschaft für jeden Token individuell unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalles zu bestimmen. Dies gilt erst recht für Token, die – wie der BID-Coin – hybriden Charakter haben.

BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrundeliegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 3; ebenso *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2019, 89 (102 f.).

#### **a) Möglichkeit der Erzielung von Veräußerungsgewinnen**

Sowohl Aktien als auch Schuldverschreibungen sind zunächst dadurch gekennzeichnet, dass sie die Chance auf eine Erzielung von Veräußerungsgewinnen am Kapitalmarkt bergen. Auch im rechtswissenschaftlichen Schrifttum wird der Möglichkeit, eine finanzielle Rendite zu erzielen, maßgebende Bedeutung für die Einordnung von Token als Wertpapier beigemessen.

*Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2019, 89 (101); Zickgraf, AG 2019, 293 (304).*

Veräußerungsgewinne können mit Token insbesondere dann erzielt werden, wenn ihre Emission – wie vorliegend – der Finanzierung der Entwicklung einer Plattform dient; der Veräußerungsgewinn kann dann realisiert werden, wenn die Entwicklung der Plattform erfolgreich ist. Das materielle Kriterium der Erzielbarkeit von Veräußerungsgewinnen hängt insofern eng mit dem formellen Kriterium der Übertragbarkeit und der Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt zusammen.

Der BID-Coin wird zunächst nicht übertragbar ausgestaltet sein. Erst nach Abschluss des ICO wird er durch übertragbare Token (BEP-2) ersetzt werden. Ob es dazu jemals kommen wird, steht zum jetzigen Zeitpunkt jedenfalls nicht fest; der ICO wird ausweislich des den Unterzeichnern zur Verfügung gestellten Whitepapers erst zum Ende des dritten Quartals 2020 abgeschlossen sein. Anleger, die zum jetzigen Zeitpunkt in den BID-Coin investieren, unterliegen de facto somit einer (technisch bedingten) Mindesthaltedauer von einem Jahr. Darin liegt ein wesentlicher Unterschied zu den anderen in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU aufgeführten Titeln.

Erst nach Ausgabe der übertragbaren Token (BEP-2) werden Anleger möglicherweise Veräußerungsgewinne erzielen können. Die Frage, ob die lediglich künftige Möglichkeit der Erzielung von Veräußerungsgewinnen bereits ausreicht, um die Vergleichbarkeit eines Titels mit Aktien und Schuldverschreibungen zu begründen, wird im Schrifttum, soweit ersichtlich, nicht diskutiert. Jedenfalls mit Blick auf den BID-Coin dürfte sie schon deshalb zu verneinen sein, weil es nicht der ausgegebene Token ist, mit dem sich künftige Veräußerungsgewinne erzielen lassen, sondern vielmehr der zunächst ausgegebene Token zu einem späteren Zeitpunkt durch einen anderen übertragbaren Token ersetzt werden wird.

## **b) Mitgliedschaftliche Rechte**

Aktien und Gesellschaftsanteile (Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. a der Richtlinie 2014/65/EU) zeichnen sich vor allem dadurch aus, dass ihren Inhabern gesellschaftsrechtliche Vermögens- und Mitwirkungsrechte zustehen. Die Inhaber der BID-Coins werden insoweit keine den Gesellschaftern der Emittentin vergleichbare Position erhalten.

## aa) Vermögensmäßige Rechte

In vermögensmäßiger Hinsicht werden die Inhaber des BID-Coins die vereinnahmten Plattform-Gebühren erhalten. Ihre vermögensmäßige Beteiligung ist also auf eine bestimmte (wenngleich wesentliche) Kategorie von Einnahmen beschränkt. Sie haben keinen Anspruch auf den von der Emittentin erwirtschafteten Jahresüberschuss; dieser Anspruch steht allein den Gesellschaftern der Emittentin zu (§ 29 Abs. 1 GmbHG). Insoweit bleibt der BID-Coin hinter klassischen Investment-Token, die ihren Inhabern eine dividendenähnliche Beteiligung an künftigen Gewinnen vermitteln, zurück.

Charakteristisch für Aktien und Gesellschaftsanteile ist ferner die Residualberechtigung ihrer Inhaber. Selbst wenn keine Gewinne ausgeschüttet werden, behalten sie im Falle der Auflösung der Gesellschaft den Anspruch auf den Liquidationserlös. Eine derartige Residualberechtigung besteht bei Token-Inhabern, die (anders als ein Gesellschafter) gerade keine mitgliedschaftliche Stellung erwerben, nicht.

*Behme/Zickgraf, ZfPW 2019, 67 (84).*

Aus eben diesem Grunde verneinen gewichtige Stimmen im rechtswissenschaftlichen Schrifttum nachvollziehbar die Vergleichbarkeit von hybriden Token wie dem BID-Coin einerseits und Aktien und Gesellschaftsanteilen andererseits.

*Hacker/Thomale, ECFR 2018, 645 (682).*

Dieselben Autoren weisen darauf hin, dass die in dem Token verkörperten vermögensmäßigen Chancen und Risiken im Wesentlichen von der Funktionsfähigkeit der entwickelten Plattform abhängen; Verluste würden nur dann auftreten, wenn die durch den ICO finanzierte Entwicklung der Plattform scheitert. Vor dem Risiko der Untauglichkeit eines entwickelten Produkts sei der Erwerber der Token aber nicht durch das Kapitalmarktrecht (in seiner Eigenschaft als Anleger) zu schützen, sondern durch das Verbraucherschutzrecht (in seiner Eigenschaft als Verbraucher), das auch bei Defiziten digitaler Inhalte einschlägig sei. In funktionaler Hinsicht kann daher auch die Abgrenzung von Kapitalmarkt- und Verbraucherschutzrecht gegen die materielle Wertpapiereigenschaft von Token angeführt werden.

*Hacker/Thomale, ECFR 2018, 645 (682 f.).*

## **bb) Mitwirkungs- und Herrschaftsrechte**

Schließlich bestehen auch die Mitwirkungs- und Herrschaftsrechte der Inhaber des BID-Coins nur auf der Ebene der BiDao-Plattform, indem er ihnen beispielsweise die Möglichkeit verschafft, die Plattform-Gebühren zu beeinflussen. Gesellschaftsrechtliche Mitwirkungsrechte auf Ebene der Emittentin erhalten die Inhaber des BID-Coins nicht; sie können weder die Geschäftsführung noch die Beschlussfassung in der Gesellschafterversammlung beeinflussen und haben nicht einmal den Gesellschaftern vergleichbare Auskunfts- und Einsichtsrechte (vgl. § 51a GmbHG). Es handelt sich zwar um einen „Governance-Coin“ innerhalb der BiDao-Plattform, aber gerade nicht um einen „Corporate Governance-Coin“.

Insofern erscheint die Annahme zumindest vertretbar, dass der BID-Coin nicht mit Aktien oder Gesellschaftsanteilen vergleichbar ist

## **c) Unterschiede zu Schuldverschreibungen**

Mit Blick auf eine mögliche Vergleichbarkeit zu Schuldverschreibungen i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. b der Richtlinie 2014/65/EU ist einerseits zu berücksichtigen, dass mit dem BID-Coin Zahlungsansprüche gegen die Emittentin (nämlich auf Auskehr der vereinnahmten Plattform-Gebühren) verbunden sind, die an die Inhaberschaft des Tokens gekoppelt sind. Andererseits bestehen zu einer klassischen Anleihe erhebliche Unterschiede: Bei einer Anleihe haben die Anleger einen festen Rückzahlungsanspruch gegen den Emittenten in Höhe des Nennwertes der Anleihe zu einem festgelegten Tilgungstermin. Ein solcher Rückzahlungsanspruch besteht im Hinblick auf den für den Erwerb des BID-Coins gezahlten Preis nicht.

Vgl. *Behme/Zickgraf*, ZfPW 2019, 66 (83 f.).

Auch insoweit erscheint es daher gut vertretbar, eine materielle Vergleichbarkeit zwischen BID-Coin und Schuldverschreibungen zu verneinen.



### III. Prospektpflicht nach dem KAGB

Eine Prospektpflicht könnte sich schließlich aus den §§ 164, 173, 224, 228, 256, 268 KAGB ergeben, wenn die emittierten BID-Coins als Anteile an einem Investmentvermögen i.S.v. § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB zu qualifizieren sind.

Investmentvermögen im Sinne dieser Vorschrift ist „jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.“ Die BaFin hält eine solche Einordnung „im Einzelfall“ theoretisch für möglich, äußert sich aber nicht zu den näheren Voraussetzungen, sondern beschränkt sich auf einen generischen Verweis auf das „Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des Investmentvermögens“.

Vgl. BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 3.

Dieses Auslegungsschreiben enthält nähere Ausführungen zu den Tatbestandsmerkmalen des § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB, äußert sich aber nicht näher zu der Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen Token als Anteile an Investmentvermögen zu qualifizieren sind.

Vgl. Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", GZ: Q 31-Wp 2137-2013/0006.

Die Veröffentlichungen der BaFin geben demnach keinen Anlass dazu, derzeit von einer Prospektpflicht nach dem KAGB bei einem ICO auszugehen.

Im Schrifttum finden sich nur sehr vereinzelte Aussagen zu der Frage, ob es sich bei Token um Anteile an einem Investmentvermögen handeln kann. Sie wird, soweit ersichtlich, nirgends bejaht, sondern – sofern sich Autoren überhaupt dazu äußern – mit überzeugenden Argumenten verneint. So fehlt es in der Regel bereits an einer festgelegten „Anlagestrategie“, nach der das im Rahmen des ICO eingesammelte Kapital investiert wird; ferner wird das eingesammelte Kapital regelmäßig nicht „zum Nutzen der Anleger“

investiert, sondern dient der Finanzierung der weiteren Unternehmensentwicklung und wird damit zum Nutzen des Unternehmens des jeweiligen Emittenten selbst investiert.

*van Aubel*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 20.147 ff., insb. Rn. 20.150; sehr zurückhaltend auch *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118 (2123); *Hacker/Thomale*, ECFR 2018, 645 (689 f.); ferner *Weitnauer*, BKR 2018, 231 (234 f.).

Diese Erwägungen gelten auch für den BID-Coin. Dieser stellt gerade kein Vehikel zur Generierung einer gemeinschaftlichen Rendite durch das Kaufen, Halten und Veräußern von Vermögensgegenständen dar; vielmehr soll mit der Emission des BID-Coins durch die Emittentin Kapital zum Zwecke der Finanzierung der Entwicklung der BiDao-Plattform und damit des ureigenen Geschäftsmodells der Emittentin eingesammelt werden.

#### **IV. Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG**

Gem. §§ 6, 1 Abs. 1 VermAnlG besteht eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts, wenn Vermögensanlagen im Inland öffentlich angeboten werden. Gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG setzt die Einordnung eines Anlageprodukts als Vermögensanlage voraus, dass es nicht in Wertpapieren im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) verbrieft und nicht als Anteil an Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 KAGB ausgestaltet ist. Daraus folgt, dass die Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG gegenüber den Prospektpflichten nach Art. 3 Abs. 1 EU-Prospektverordnung und nach dem KAGB subsidiär ist.

*Horbach*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 2, 5. Aufl. 2019, § 69 Rn. 7; *Weitnauer*, BKR 2018, 231 (235).

Was unter Vermögensanlagen zu verstehen ist, bestimmt sich nach § 1 Abs. 2 VermAnlG. Vermögensanlagen können damit nur solche Anlageprodukte sein, die nicht die formellen Kriterien eines Wertpapiers (siehe oben) erfüllen. Die in § 1 Abs. 2 VermAnlG genannten Tatbestände einer Vermögensanlage zeichnen sich dadurch aus, dass sie in materieller Hinsicht mit den in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU genannten Regelbeispielen für Wertpapiere vergleichbar sind. Das VermAnlG schließt somit Lücken im An-

legerschutz, die entstehen können, wenn ein Anlageprodukt weder die (formellen) Kriterien eines Wertpapiers erfüllt noch als Anteil an einem Investmentvermögen nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB zu qualifizieren ist, bei wertender Betrachtung aber Risiken für die Anleger birgt, die mit denen eines Wertpapiers oder Investmentfonds vergleichbar sind. Zurecht wird im Schrifttum darauf hingewiesen, dass der wesentliche Unterschied zwischen Wertpapier und Vermögensanlage in der mangelnden Handelbarkeit bzw. Standardisierung von Vermögensanlagen am Kapitalmarkt besteht.

*Klöhn/Parhofer/Resas, ZBB 2019, 89 (103); Spindler, WM 2018, 2109 (2114).*

Für den BID-Coin wurde oben ausführlich begründet, dass sich mit guten Argumenten vertreten lässt, dass er in materieller Hinsicht nicht mit den in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU genannten Regelbeispielen für Wertpapiere vergleichbar ist.

Vgl. oben unter C.II.3.

Wenn man dies so beurteilt, folgt daraus zwingend, dass es sich auch nicht um eine Vermögensanlage i.S.d § 1 Abs. 2 VermAnlG handelt. Insbesondere gewährt der BID-Coin keine Beteiligung am Ergebnis der Emittentin i.S.v. § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG, ist insoweit also nicht „anteilsleich“, sondern beteiligt die Anleger lediglich an den von der Emittentin vereinnahmten Plattform-Gebühren. Konsequenterweise besteht dann auch keine Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts nach § 6 VermAnlG.

Die Verlautbarungen der BaFin legen keine abweichende Einordnung nahe. Ähnlich wie im Hinblick auf das KAGB beschränkt sich die BaFin auch hier auf die allgemeine Aussage, dass Token „je nach Fallkonstellation“ subsidiär als Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG anzusehen sein können; das Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen der Anwendbarkeit des VermAnlG sei „bei jedem Token im Einzelfall zu prüfen“.

Vgl. BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 3.

Auch insoweit gibt die Aufsichtspraxis der BaFin daher keinen Anlass dazu, bei einem ICO derzeit von einer Prospektspflicht nach dem VermAnlG auszugehen.

Schließlich wird auch im rechtswissenschaftlichen Schrifttum eine Einordnung von Token als Vermögensanlage nur ganz vereinzelt bejaht (und zwar konsequenterweise vor dem Hintergrund, dass die betreffenden Autoren eine Einordnung von Token als Wertpapiere aus formellen Gründen ablehnen, ihre materielle Qualifikation als Vermögensanlage aber im Einzelfall für möglich halten). Mit Blick auf eine etwaige Prospektspflicht nach § 6 VermAnlG würde sich dann die Folgefrage stellen, ob ein „öffentliches Angebot im Inland“ vorliegt.

*Bialluch-von Allwörden/von Allwörden, WM 2018, 2118 (2122).*

Nach der den Unterzeichnern zur Verfügung gestellten Entwurfsfassung des Whitepapers und des Token Offer Agreements dürfte ein solcher Inlandsbezug zu bejahen sein (Emitent mit Sitz in Deutschland, Kontaktdaten in Deutschland, keine Garantie der Vereinbarkeit mit dem Recht anderer als der deutschen Rechtsordnung).

Frankfurt a.M., 12. August 2019



Dr. Caspar Behme



Prof. Dr. Stefan Brass