

Wertpapier: ja oder nein?

Security-Token-Offering (STO) als Evolution des Initial-Coin-Offerings (ICOs)

Von *Eric Romba und Dr. Robert Oppenheim*

Der Markt für Initial-Coin-Offerings (ICOs) wächst weiter. Nachdem bereits im vergangenen Jahr durch 458 ICOs weltweit mehr als 6,5 Milliarden US-Dollar eingeworben wurden, stieg die Summe nach Angaben von Coinschedule im laufenden Jahr 2018 mit 939 ICOs auf bereits mehr als 21,5 Milliarden US-Dollar. Die rasante Entwicklung von ICOs hat weltweit (nicht nur in Deutschland) das Augenmerk von Aufsichtsbehörden und Gesetzgebern auf den Plan gerufen. Dazu hat sicherlich auch beigetragen, dass die Performance von ICOs sehr volatil war. Nach einer Studie des Beratungsunternehmens EY aus dem Oktober 2018 liegt ein großer Teil der Ausgabepreise für Tokens derzeit unter ihrem Ausgabewert. Die BaFin hat am 09.11.2017 eine Verbraucherwarnung vor den Risiken von ICOs veröffentlicht. Aufsichtsbehörden und Gesetzgeber bewegen sich dabei in einem Spannungsfeld: Einerseits geht es um den Schutz des Anlegerpublikums vor Risiken, die sich aus der Investition in ein (möglicherweise nicht reguliertes) ICO ergeben. Andererseits soll Regulierung Innovationen und neue Technologien nicht bereits „im Keim ersticken“, sondern im besten Fall durch einen offenen (jedenfalls technikneutralen) Umgang fördern und unterstützen.

In Deutschland hat sich die BaFin mit dem Thema sehr intensiv befasst. Die Aufsicht hat mit ihrem Hinweisschreiben vom 20.02.2018 für die aufsichtsrechtliche Einordnung von Tokens einen zunächst allgemeinen

Rahmen vorgegeben. Eine ausführlichere Bewertung findet sich im Fachbeitrag der BaFin mit dem Titel „Blockchain-Technologie – Gedanken zur Regulierung“ vom 01.08.2018.

Solange keine „Lex Blockchain“ existiert, bestimmt sich die Regulierung von ICOs nach den vorhandenen Regeln des Kapitalmarktrechts. Maßgebliche Bedeutung hat die Frage, wann ein Token als Wertpapier zu qualifizieren ist. Eine Wertpapieremission unterliegt dann den Anforderungen des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG), und der Vertrieb solcher Tokens kann Erlaubnispflichten nach § 32 Kreditwesengesetz (KWG) sowie Verhaltens- und Organisationspflichten nach §§ 63 ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) auslösen.

Der Token als Wertpapier

Wertpapiere im Sinn von § 2 Abs. 1 WpHG bzw. § 2 Nr. 1 WpPG sind, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind, insbesondere Aktien und Schuldtitel. Die BaFin leitet daraus die vier folgenden Voraussetzungen für die Qualifizierung eines Tokens als Wertpapier ab:

- Übertragbarkeit des Tokens,
- die Handelbarkeit auf Finanz- oder Kapitalmärkten,



Die Attraktivität des Investment-Tokens liegt in seiner Fungibilität aufgrund mittlerweile zahlreicher Handelsplattformen für Tokens. ▶

- die Verkörperung von Rechten im Token (vergleichbar mit Aktien oder Anleihen), und
- der Token darf nicht die Voraussetzungen eines Zahlungsinstrumentes erfüllen.

Die meisten Tokens erfüllen unproblematisch die ersten beiden Merkmale. Tokens sind in aller Regel so ausgestaltet, dass sie vom Inhaber auf Dritte übertragen werden können; vertragliche Verfügungsbeschränkungen stehen der freien Übertragbarkeit nicht entgegen. Für die Handelbarkeit ist – nach Ansicht der BaFin – die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs des Tokens nach sachenrechtlichen Grundsätzen nicht erforderlich. Begründet wird dies mit dem europäischen Wertpapierbegriff. Zudem sind auch Kryptowährungshandelsplattformen nach Ansicht der BaFin Finanz- bzw. Kapitalmärkte im Sinne der Wertpapierdefinition.

Dreh- und Angelpunkt ist das dritte Merkmal: Für die Wertpapierqualifizierung müssen im Token Rechte verkörpert sein, die denen aus Aktien oder Anleihen vergleichbar sind. Es gilt folglich der Grundsatz (in den Worten der BaFin): „gleiches Geschäft, gleiches Risiko, gleiche Regulierung“. Sogenannte Investment-Tokens, die dem Inhaber Gesellschafterrechte, Ansprüche auf Dividenden oder Zinszahlungsansprüche einräumen, wird man hiernach zweifelsohne als Wertpapier qualifizieren müssen. Anders liegt der Fall regelmäßig bei sogenannten Utility-Tokens. Diese sind eine Art digitaler Coupon für eine Dienstleistung oder ein Produkt des Emittenten. Hier steht regelmäßig das Produkt oder die Dienstleistung im Mittelpunkt, und es fehlt am für die Einordnung als Wertpapier notwendigen Kapitalmarktbezug.

Doch Vorsicht ist geboten. Die sich im Sprachgebrauch herausbildende Unterscheidung zwischen In-

vestment- und Utility-Tokens ist hilfreich, aber rechtlich letztlich nicht entscheidend („Substance over Form“). Auch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA wies in ihrer Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend ICOs vom 16.02.2018 darauf hin, dass Utility-Tokens, denen die wirtschaftliche Funktion einer Anlage zukommt, als Effekten (also Wertpapiere) zu qualifizieren seien. Indizien seien, dass das Produkt oder die Dienstleistung, die über den Token in Anspruch genommen werden kann, noch nicht existiere, zugleich aber die Handelbarkeit des Tokens und die damit verbundene Chance auf Wertzuwachs im Vordergrund der Bewerbung des ICOs stünden. In Zweifelsfällen sollten eine Anfrage bei der BaFin gestellt und die eigene rechtliche Qualifizierung abgestimmt werden.

Das zentrale dritte Tatbestandmerkmal wird schließlich bestätigt im vierten, negativen Tatbestandsmerkmal „kein Zahlungsinstrument“: Nicht vergleichbar mit traditionellen Wertpapieren sind Tokens, denen eine bloße Zahlungsfunktion zukommt. Solche Tokens mit Zahlungsfunktion sind sogenannte Payment-Tokens oder Kryptowährungen wie etwa Bitcoin. Im Auge zu behalten ist, dass hier im Einzelfall die Regelungen des Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetzes (ZAG) einschlägig sein können, je nach Ausgestaltung des Tokens etwa als E-Geld.

Die Zukunft ist der Security-Token

Die meisten über ICOs herausgegebenen Tokens waren bislang (jedenfalls nach eigenem Verständnis der Anbieter) als Utility-Tokens zu qualifizieren. Infolge der gestiegenen Aufmerksamkeit (auch bei den Aufsichtsbehörden) werden diese verstärkt ins Visier der Finanzaufsicht geraten. Wer sich statt für klassische Unternehmensfi-

nanzierungen für ein ICO entscheidet, sollte fragen, ob dem Token entsprechend dem Geschäftsmodell tatsächlich ein echter Nutzen zukommt. Andernfalls könnte die Emission eines Security-Tokens die bessere Variante sein. Dabei sind unterschiedliche Gestaltungsvarianten denkbar, ob es sich nun um einen Genussrechts- oder Fremdkapital-Token handelt. Die Attraktivität des Investment-Tokens liegt jedenfalls in seiner Fungibilität aufgrund mittlerweile zahlreicher Handelsplattformen für Tokens.

Die mit der Emission eines Security-Tokens verbundene Prospektspflicht bedeutet auf Seiten des Emittenten nicht nur Kosten und Aufwand, sondern schafft zugleich Rechtssicherheit. Denn ein Prospekt ist für den ICO-Anbieter – wenn er ordnungsgemäß gemacht ist – auch immer ein „Enthaftungsdokument“. Zugleich dient die Prospektspflicht dem Schutz des Anlegerpublikums. Der Anleger erhält so jedenfalls die Möglichkeit, auf der Grundlage der Informationen im Prospekt eine ausreichend informierte und damit selbstbestimmte Anlageentscheidung treffen zu können. ◀



Eric Romba,
Rechtsanwalt, Partner, lindenpartners,
Berlin

romba@lindenpartners.eu
www.lindenpartners.eu



Dr. Robert Oppenheim,
Rechtsanwalt, Fachanwalt für Bank- und
Kapitalmarktrecht, Associate, lindenpartners,
Berlin

oppenheim@lindenpartners.eu
www.lindenpartners.eu