

Ein Special von

GoingPublic
Magazin

hvmagazin
THEMEN UND TRENDS RUND UM DIE HAUPTVERSAMMLUNG

www.goingpublic.de
www.hv-magazin.de

März 2019

15.
Jahrgang

Special

Kapitalmarktrecht 2019

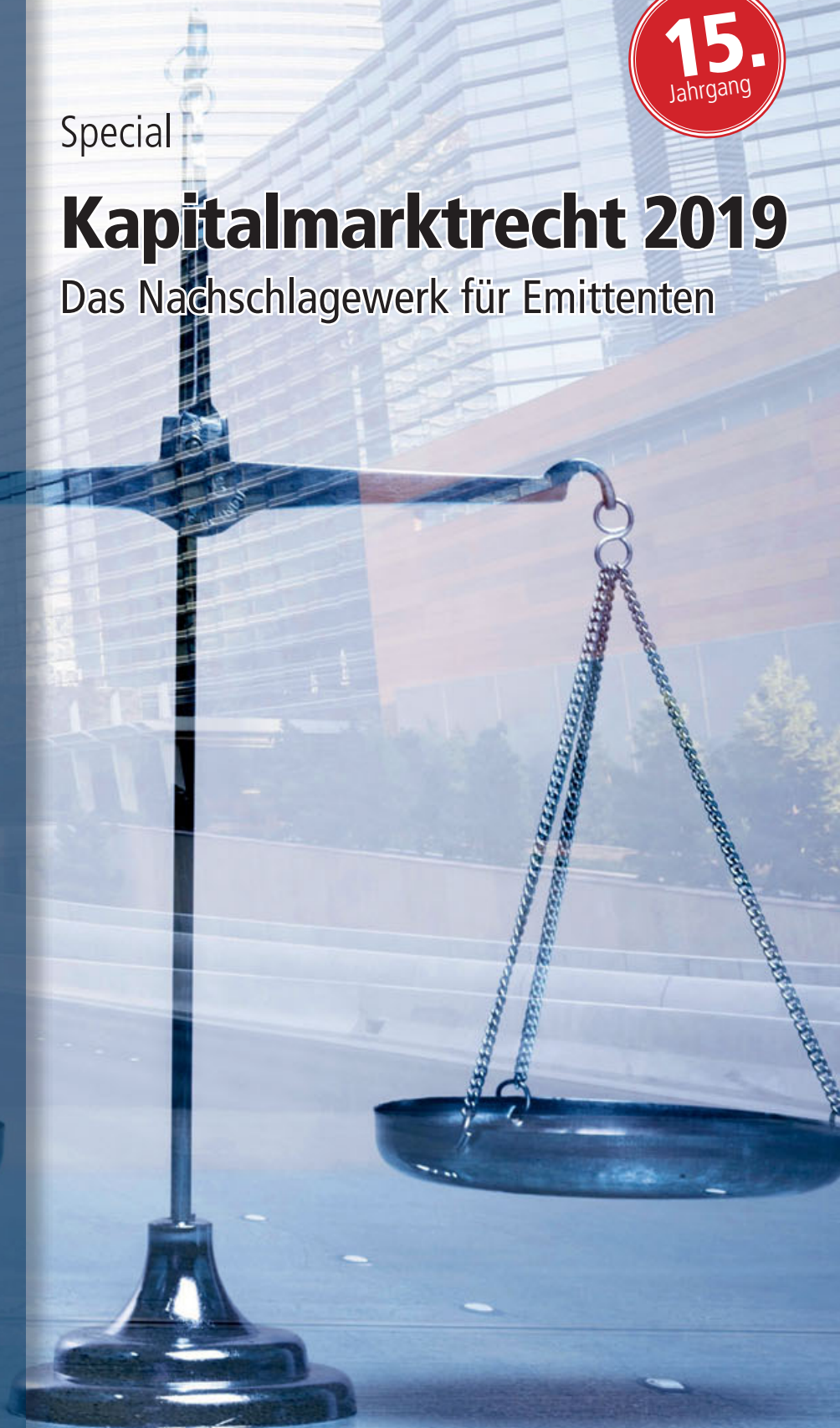
Das Nachschlagewerk für Emittenten

Aktionärsrechterichtlinie
Auswirkungen auf die
Hauptversammlung

Aktivistische Aktionäre
Rechtliche Möglichkeiten
und Abwehrmaßnahmen

Abstimmung
Schafft der Gesetzgeber
mehr Transparenz?

Interview mit der DPR
Abschlüsse gut,
alles gut?



Krypto-Wertpapiere und ICOs

Auf der Suche nach Rechtssicherheit

Die „Distributed Ledger Technology“ („DLT“) und insbesondere deren Ausgestaltung als sogenannte „Blockchain“ („BC“)-Technologie beeinflusst zurzeit zahlreiche Industrien und schickt sich an, auch den Finanzsektor – nicht nur technologisch – tiefgreifend zu verändern. Während einerseits offene (d.h. öffentliche oder nicht zugangsbeschränkte) Blockchains gerade bei virtuellen Währungen (z.B. Bitcoins, Ethereum usw.) genutzt werden, sind es häufig andererseits private (d.h. zugangsbeschränkte) Blockchains, die im hochregulierten Wertpapier- und Kapitalmarktbereich zum Einsatz kommen. **Von Dr. Tobias Riethmüller und Peter Scherer**

In diesem Umfeld ermöglichen solche Blockchains u.a. die Schaffung virtueller Anlageprodukte als sogenannte „Krypto-Wertpapiere“, also nur digital existierende Wertpapiere, z.T. auch als sogenannte „Smart Contracts“, d.h. als technische sich selbst exekutierende Verträge (bei denen z.B. Zins- oder Dividendenzahlungen oder auch ihre Rückzahlung automatisch und digital abgewickelt werden). Krypto-Wertpapiere sind im deutschen Privatrecht, also im Wertpapier-, Handels- und Sachenrecht, keine Wertpapiere, da der privatrechtliche Wertpapierbegriff nur in Urkunden (Einzel- oder Globalkunden) verbrieft Instrumente oder solche, die nach sachenrechtlichen Grundsätzen übertragen werden können, umfasst (Letzteres betrifft die nur für Bundes-, Länder- und EZB-Wertpapiere zugelassenen Schuldbucheintragen als „Wertrechte“).

Krypto-Wertpapiere sind damit privatrechtlich vielmehr reine Vertragsbündel. Ihr Handel gleicht daher eher dem von Schuldscheinen oder anderen Krediten. Öffentlich-rechtlich aber können sie, je nach Ausgestaltung, auch heute schon „Wertpapiere“ oder zumindest andere Formen von „Finanzinstrumenten“ (man denke nur an Vermögensanlagen i.S.d. Vermögensanlagengesetzes („VermAnlG“), Geldmarktinstrumente, Derivate usw.) sein.

Welche Art Krypto-Wertpapier ist welches Finanzinstrument?

Wenn Krypto-Wertpapiere im EU-Recht und dessen Umsetzungen im deutschen öffentlichen Recht als Finanzinstrumente

”

Es wäre für die Zukunft der deutschen Wertpapier- und Kapitalmärkte sehr förderlich, wenn der Gesetzgeber Klarheit schaffen würde.

zu qualifizieren sind, dann können sie schon heute sowohl zu finanzaufsichtsrechtlichen Zulassungs- und Folgepflichten (z.B. als Banken oder Finanzdienstleistungsinstitute („FDI“) als auch zu kapitalmarktrechtlichen (z.B. Verhaltens-)Pflichten führen. Vor diesem Hintergrund ist kaum ein Thema wichtiger als das der Rechtssicherheit. Wann also fällt welche Art von Krypto-Wertpapier unter welche Kategorie von Finanzinstrumenten? Die Antwort auf diese Frage bestimmt sich in erster Linie nach dem Inhalt der verbrieften Rechtsposition.

Hinzu kommt: Dadurch, dass Krypto-Wertpapiere privatrechtlich nicht als Wertpapiere gelten, sind sie doch gegenüber klassischen Wertpapieren in verschiedener Hinsicht im Nachteil. Weder ist bei Krypto-Wertpapieren (mangels Anwendbarkeit des Sachenrechts) ein sogenannter gutgläubiger Erwerb möglich, noch profitieren sie von der hohen Rechtssicherheit,

die (durch die Behandlung von Wertpapieren als Sachen) das Auseinanderfallen von Zu- und Abbuchungen verhindert. Beide Aspekte sind für die Transaktionssicherheit im Wertpapierverkehr wichtig. Deshalb wäre es für die Zukunft der deutschen Wertpapier- und Kapitalmärkte sehr förderlich, wenn der Gesetzgeber durch entsprechende gesetzliche Anweisung Klarheit dahingehend schaffen würde, dass auch Krypto-Wertpapiere nach sachenrechtlichen Grundsätzen gehandelt werden können.

ICOs

Schließlich gibt es aber auch noch eine ganze Familie neuartiger BC-basierter



ZU DEN AUTOREN

Peter Scherer, LL.M. (I.U.) und **Dr. Tobias Riethmüller** sind Rechtsanwälte bei **GSK Stockmann**. Scherer ist spezialisiert auf Bank- und Kapitalmarktrecht, insbesondere Finanzaufsichtsrecht, Recht der Derivate und anderer Finanzinnovationen; Riethmüller berät Mandanten in allen Phasen der Unternehmensentwicklung zu gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Fragen sowie bei Unternehmens- und Projektfinanzierungen.

”

Für gesetzgeberische Eingriffe auf Privatrechtsebene ist gerade der nationale (deutsche) Gesetzgeber gefragt.

Produkte, die wiederum privatrechtlich digitale Rechteinheiten („Tokens“) darstellen, deren öffentlich-rechtliche Einordnung aber gar nicht so klar ist: Initial Coin Offerings (ICOs) treten in ganz unterschiedlichen Ausgestaltungen auf, insbesondere als (i) **Currency Tokens** (oder auch „Coins“), d.h. als digitale/virtuelle Quasi-Währungsbeträge, (ii) **Utility Tokens**, d.h. als digitale Waren- oder Dienstleistungsgutscheine, oder (iii) **Asset Tokens** (oft, je nach konkreter Ausgestaltung, auch Investment Tokens, Security Tokens, Equity Tokens etc. genannt), die eventuell auch jeweils öffentlich-rechtlich ganz unterschiedlich zu qualifizieren sind. Hinzu kommt, dass die Emittenten solcher ICOs diese häufig – in der Hoffnung, so jedweder Regulierung entgehen zu können – als (scheinbare) Utility Tokens ausgeben, obwohl sie in Wahrheit die Funktion von Aktien, Anleihen oder anderen Finanzinstrumenten (z.B. Genussrechten unter dem VermAnfG) übernehmen.

Im Zusammenhang mit ICOs ist es daher wichtig – so wie unsere Nachbarstaaten Schweiz und Liechtenstein das zurzeit versuchen –, sowohl privatrechtlich wie vor allem auch finanzaufsichts- und kapitalmarktrechtlich einen klaren Rechtsrahmen für diese Produkte in all ihren Ausgestaltungen zu schaffen. Weder die Machbarkeit insgesamt noch der Investment- und Verbraucherschutz oder der Schutz funktionierender Finanzmärkte sollte von der Art der von den Marktteilnehmern verwendeten Technologie abhängen. In anderen Worten: Finanzaufsichts- und Kapitalmarktrecht sollten technikneutral gelten. Diesen Grundsatz der Technikneutralität werden die Regulierer bei der Setzung des künftigen Rechtsrahmens schon aus dem einfachen Grund berücksichtigen, dass sie ansonsten durch die Verwendung einer anderen Technologie Möglichkeiten zur Regulierungsarbitrage, also zur Umgehung von Regelungen durch die Wahl wirtschaftlich äquivalenter Gestaltungen eröffnen würden.

Regulierungsvorschläge

Krypto-Wertpapiere brauchen vor allem einen besseren privatrechtlichen Rechtsrahmen, der sie mit klassischen Wertpapieren gleichstellt. Finanzaufsichts- und kapitalmarktrechtlich können sie, je nach Ausgestaltung, bereits heute als Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente qualifiziert werden. Insoweit bedarf es aber größerer Klarheit über die Kriterien im Einzelfall.

Letzteres gilt, wie der Streit zwischen BaFin und Berliner Kammergericht über die Qualifizierung von Bitcoins als „Rechteinheiten“ und damit als Finanzinstrumente i.S.d. Kreditwesengesetzes („KWG“) zeigen mag (KG Urteil vom 25.9.2018 – (4) 161 Ss 28/18 (35/18); NJW 2018, 3734 ff.), auch für andere Krypto-Produkte.

Fazit

Für ICOs wäre es wichtig, überhaupt (d.h. privat-, finanzaufsichts- und kapitalmarktrechtlich) einen klaren gesetzlichen Rahmen zu schaffen, der nicht auf die verwendete Technologie und deren Ausgestaltung abstellt, sondern auf den Inhalt der so geschaffenen Finanzmarktprodukte (wie es durch die BaFin ja auch schon gefordert wird; vgl. BaFin, Hinweis schreiben (WA), GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010 „Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Tokens bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht“ vom 20. Februar 2018). Die allergrößten Teile des Finanzaufsichts- und des Kapitalmarktrechts sind EU-Recht, auch wenn dieses – wenn es als Richtlinie ergeht – häufig noch in nationales (deutsches) Recht umzusetzen ist. Daher bedarf es insoweit – soweit irgend möglich – des gesetzgeberischen und/oder regulatorischen Eingriffs auf eben der EU-Rechtsebene. Das sollte Deutschland fordern und vorantreiben. Für gesetzgeberische Eingriffe auf Privatrechtsebene aber ist gerade der nationale (deutsche) Gesetzgeber gefragt. ■