

# Überblick über den Regulierungsrahmen von ICOs aus internationaler Perspektive

Workshop ICOs und Compliance

07.02.2019

Robin Matzke  
Wiss. Mitarbeiter





<https://www.collect-it.de/Panini-WM-Russia-2018-Sticker-1-Tuete>

Robin Mätzke

Wiss. Mitarbeiter/Doktorand



# savedroid ICO

## 5.9 SCORE

Cryptocurrencies for everyone

### Pros

- ✓ Produkt vorhanden
- ✓ erster Kundenstamm
- ✓ simples und verständliches UI
- ✓ gute Social Media Zahlen
- ✓ Pre-Sale bereits erfolgreich abgeschlossen
- ✓ Token Vesting basierend auf Smart Contract

### Cons

- ✗ aufgerufenes Cap zu hoch
- ✗ hohe velocity
- ✗ starke Konkurrenz/ umkämpfter Markt
- ✗ SVD Token nicht unbedingt notwendig
- ✗ hohe Hürden bis zum "exchange Status"
- ✗ WP Buzzword lastig
- ✗ Roadmap oberflächlich
- ✗ Gebührenstruktur noch unklar
- ✗ hoher ROI zu erreichen wird schwierig bei erfolgreichen Ausverkauf des ICOs



## Press Release

### ESMA highlights ICO risks for investors and firms

The European Securities and Markets Authority (ESMA) has today issued two Statements on Initial Coin Offerings (ICOs), one on risks of ICOs for [investors](#) and one on the rules applicable to [firms](#) involved in ICOs.

ESMA has observed a rapid growth in ICOs globally and in Europe and is concerned that investors may be unaware of the high risks that they are taking when investing in ICOs. Additionally, ESMA is concerned that firms involved in ICOs may conduct their activities without complying with relevant applicable EU legislation.

#### Investors

ESMA is alerting investors of the high risk of losing all of their invested capital as ICOs are very risky and highly speculative investments. The price of the coin or token is typically extremely

# Regulierung von ICOs

## Investors

ESMA is alerting investors of the high risk of losing all of their invested capital as ICOs are very risky and highly speculative investments. The price of the coin or token is typically extremely volatile and investors may not be able to redeem them for a prolonged period. Another key risk stems from the fact that, depending on how they are structured, ICOs may fall outside of the scope of EU laws and regulations, in which case investors cannot benefit from the protection that these laws and regulations provide. ICOs are also vulnerable to the risk of fraud or money laundering.

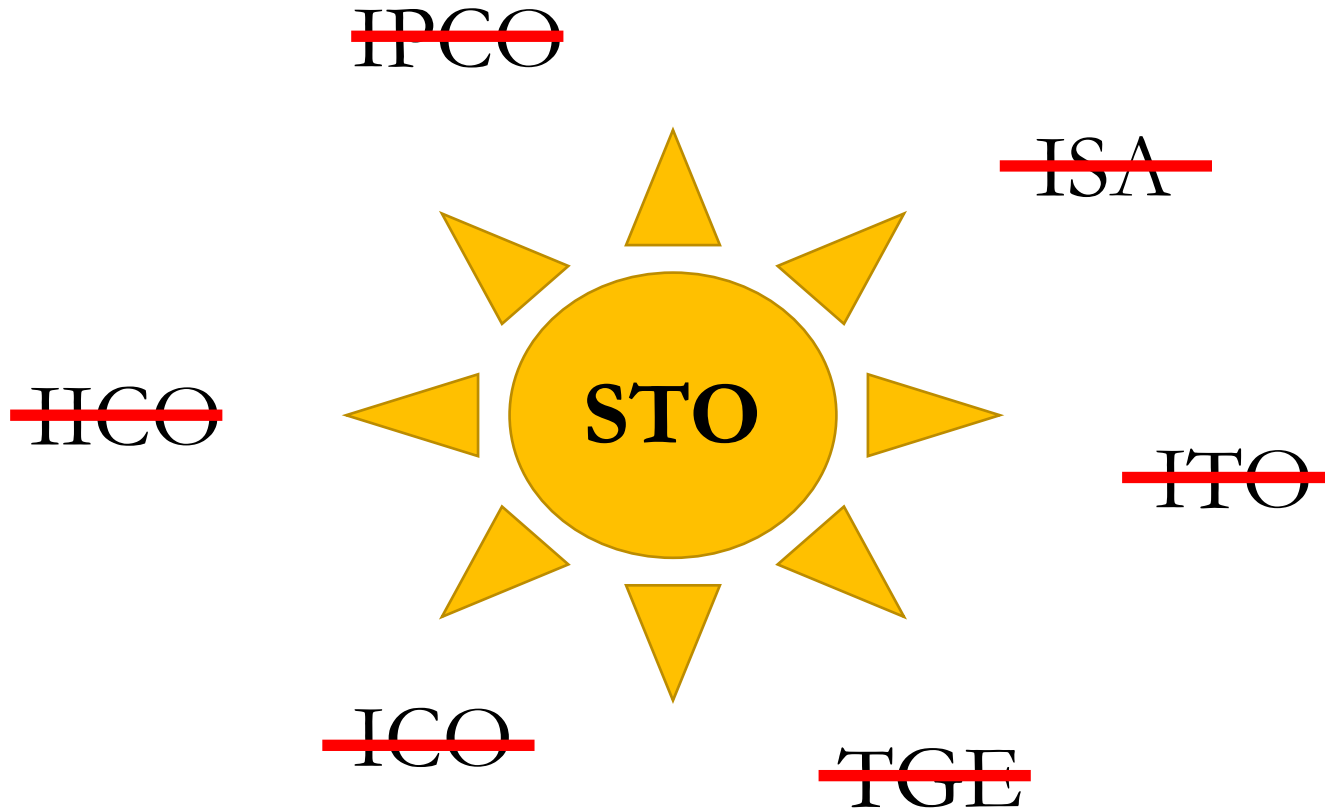
# Regulierung von ICOs

## **VT-Gesetz in Liechtenstein**

- Mini-Prospekt als Haftungsgrundlage
- Eigentumsähnliche Rechtsposition an Token (so zB auch *Koch ZBB 2018, 359*)
- Problem: Rechtsgeschäftliche Ebene verkompliziert und ist anfällig für Fehler; (*Paulus/Matzke ZfPW 2018, 431*)

## **Blockchain-Gesetze in Malta**

- Mini-Prospekt als Haftungsgrundlage







<https://www.ebay-kleinanzeigen.de/s-anzeige/panini-wm-russia-2018-nr-443-cristiano-ronaldo-icon/935212422-234-7887>

<https://www.collect-it.de/Panini-WM-Russia-2018-Nr-53-Neymar-Jr-Team-Mate>

<https://www.collect-it.de/Panini-WM-2018-Sticker-371-Neymar-Jr-Brasilien>

<https://www.collect-it.de/Panini-WM-2018-Sticker-447-Mesut-Oezil-Deutschland>

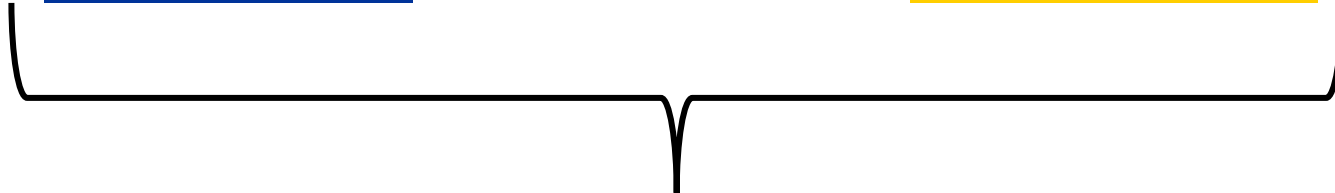
Robin Matzke

Wiss. Mitarbeiter/Doktorand





# Security Token = (Digitale) Wertpapiere?



Keine Definition

Bzgl. der Anwendbarkeit der § 793 BGB vorsichtig für Möglich haltend:

*Kaulartz/Matzke* NJW 2018, 3278

**a.A.:** a. A.

# Security Token = Digitale Wertpapiere?

## **Art. 965 Obligationenrecht CH**

Wertpapier ist jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann.

# Security Token = Finanzinstrument?

## Art. 4 (1) MiFID 2

44. „übertragbare Wertpapiere“ die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, wie
- a) Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate;
  - b) Schuldverschreibungen oder andere verbrieftete Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten (Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere;
  - c) 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;

BaFin, Hinweisschreiben vom 20.02.2018 GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010  
sowie *Fußwinkel/Kreiterling* (s. Anhang)

1. Seine **Übertragbarkeit**,
2. seine **Handelbarkeit** am Finanzmarkt bzw. Kapitalmarkt,
3. die Verkörperung von **Rechten im Token**, und
4. der Token darf **nicht** die Voraussetzungen eines **Zahlungsinstruments** (wie in § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II genannt) erfüllen.

## Einzelfallprüfung

BaFin, Hinweisschreiben vom 20.02.2018 GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010  
sowie *Fußwinkel/Kreiterling* (s. Anhang)

Eine **Verbriefung** des Token in einer Urkunde ist im Rahmen von § 2 Abs. 1 WpHG und Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II **keine zwingende Voraussetzung eines übertragbaren Wertpapiers**. Ausreichend ist vielmehr, dass der Inhaber des Token, beispielsweise anhand der Distributed Ledger- oder Blockchain-Technologie oder anhand vergleichbarer Technologien, jeweils dokumentiert werden kann.

# Regulierungsrahmen

Übertragbares Wertpapier?

Ja

- **MiFID II** (2014/65/EU)
- **MiFIR** (600/2014)
- **ProspektVO** (2017/1129)
- **TransparenzRL**  
(2013/50/EU)
- **MarktmissbrauchsVO**  
(596/2014)
- **AbrechnungsRL**  
(2009/44/EG)
- **ZentralverwahrerVO**  
(909/2014)
- **AIF-RL** (2011/61/EU)
- **GeldwäscheRL**  
(2018/843/EU bzw. 2015/849/EU)
- **LeerverkaufsVO**  
(236/2012)

Nein

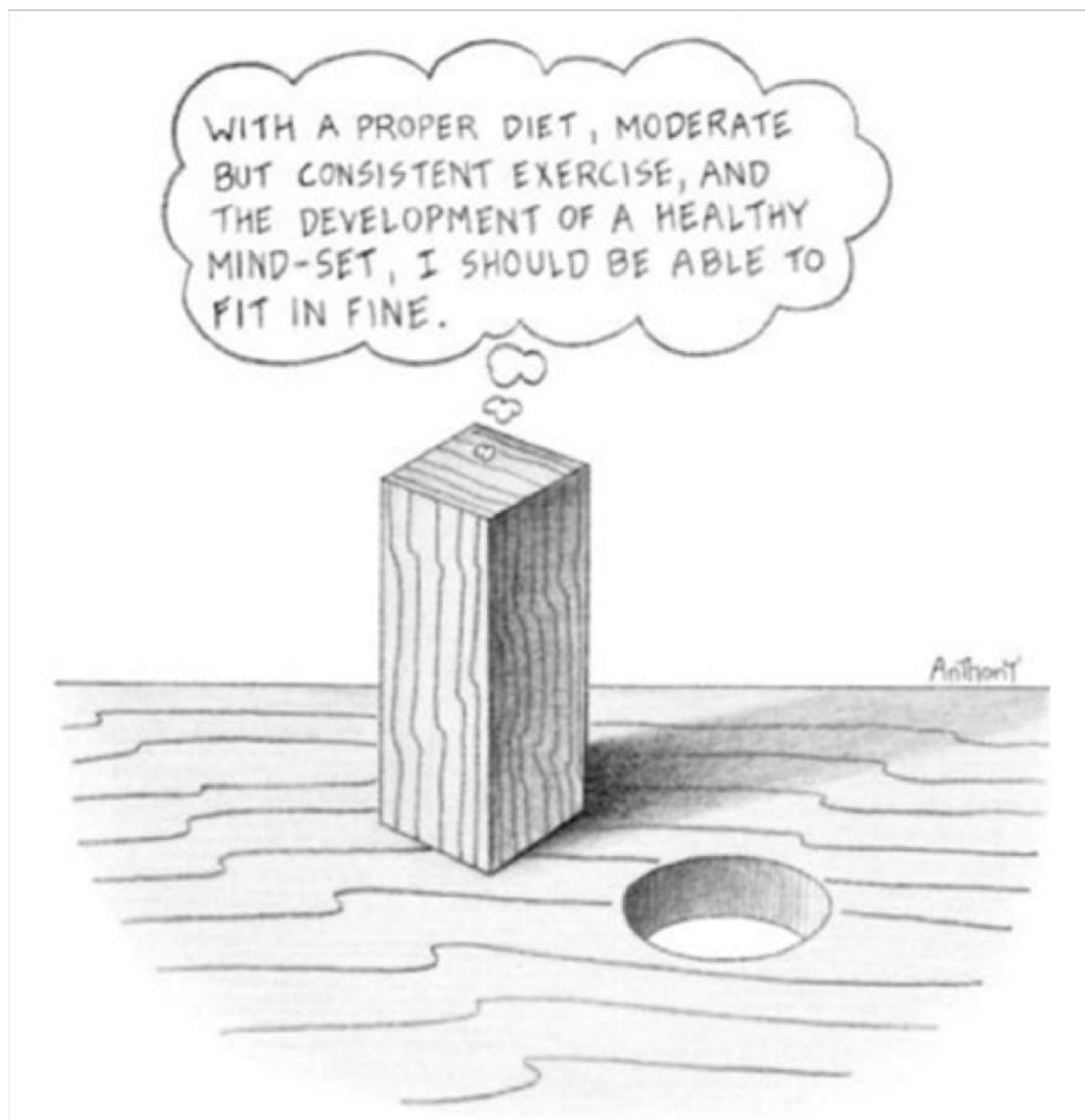
Zahlungsinstrument?

Ja

- **E-Geld-RL**  
(2009/110/EG)
- **GeldwäscheRL**  
(2018/843/EU bzw. 2015/849/EU)
- **ZahlungsdiensteRL**  
(2015/2366)

Nein





<https://blog.coinroutes.com/2018/01/11/ico-regulation-sure-but-please-avoid-using-outdated-rules/>

Robin Matzke  
Wiss. Mitarbeiter/Doktorand



# Wertpapierprospekt

- Grds. kein öffentliches Angebot ohne gebilligten Prospekt
- Vorteil: Europäischer Pass, § 17 WpPG
- 8 Mio.-Ausnahme gilt nicht in jedem MS → kompliziert v.a. in der technischen Umsetzung
- Private Placements ggf. nicht handelbar
- Alternative: VermAnlG nur in D; nicht handelbar (ProspektVO geht vor)

# Pflichten aus MiFID II

## Wertpapierdienstleistungen und Anlagentätigkeiten

- (1) Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben;
- (2) Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden;
- (3) Handel für eigene Rechnung;
- (4) Portfolio-Verwaltung;
- (5) Anlageberatung;
- (6) Übernahme der Emission von Finanzinstrumenten und/oder Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung;
- (7) Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung;
- (8) Betrieb eines MTF;
- (9) Betrieb eines OTF.

# Pflichten aus MiFID II

- Insb. Anwendbar auf Wertpapierdienstleistungen und Sekundärmärkte
- Zulassungsvorbehalt, Art. 5
- Organisationspflichten, Art. 16 (z.B. 730.000 EUR Stammkapital für multilaterale Handelsplattformen)
- Art. 25 MiFID II: Aufbewahrungspflichten (5 Jahre für Wertpapierfirmen)

# Pflichten aus MiFID II

- Bzgl. OTF - Erwägungsgrund 8 MiFID II: „Der neuen Kategorie nicht zugerechnet werden sollten hingegen Systeme, in deren Rahmen keine Geschäfte im eigentlichen Sinne ausgeführt oder vereinbart werden, wie etwa „**Bulletin Boards**“, die für die Bekanntmachung von Kauf- und Verkaufsinteressen genutzt werden, andere Einrichtungen, die potenzielle Kauf- und Verkaufsinteressen bündeln, elektronische Nachhandelsbestätigungsdienste oder Portfoliokomprimierung, die eine Verminderung der Nichtmarktrisiken für bestehende Derivate-Portfolios bewirkt, ohne die Marktrisiken der Portfolios zu verändern.“

# Pflichten aus MiFID II

- Offene Frage: Erfassung von hybriden Handelsplattformen oder dezentralen Exchanges (matching, Abwicklung über Smart Contract p2p)



# Pflichten aus MiFID II

## Art. 24

---

(3) Alle Informationen, einschließlich Marketing-Mitteilungen, die die Wertpapierfirma an Kunden oder potenzielle Kunden richtet, müssen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Marketing-Mitteilungen müssen eindeutig als solche erkennbar sein.

---

## Art. 16 Abs. 5 Uabs. 2

---

Eine Wertpapierfirma muss über eine ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung, interne Kontrollmechanismen, effiziente Verfahren zur Risikobewertung sowie wirksame Kontroll- und Sicherheitsmechanismen für Datenverarbeitungssysteme verfügen.

---

# Pflichten aus der Transparenzrichtlinie

- Anwendbar, wenn übertragbares Wertpapier
- Regelmäßige Berichterstattung (Jahres-, Halbjahres- und Zahlungsbericht, §§ 114 ff. WpHG)
- Mitteilungspflichten

# Pflichten aus der MarktmissbrauchsVO

- Verbot von Insidergeschäften, Art. 14
- Verbot von Marktmanipulationen, Art. 15
- Mitteilungspflicht für Emittentinnen asap, Art. 17

# SchuldVG

## § 2 SchuVG

Die Bedingungen zur Beschreibung der Leistung sowie der Rechte und Pflichten des Schuldners und der Gläubiger (Anleihebedingungen) müssen sich vorbehaltlich von Satz 2 aus der Urkunde ergeben. Ist die Urkunde nicht zum Umlauf bestimmt, kann in ihr auch auf außerhalb der Urkunde niedergelegte Anleihebedingungen Bezug genommen werden. 3Änderungen des Inhalts der Urkunde oder der Anleihebedingungen nach Abschnitt 2 dieses Gesetzes werden erst wirksam, wenn sie in der Urkunde oder in den Anleihebedingungen vollzogen worden sind.

# Regulatorische Herausforderungen

- **Von Zentralverwahrung zu Eigenverwahrung**  
→ Halten von private Key = Verwahrung?
- **Finalität von Transaktionen**  
→ permissioned vs. permissionless
- **Immaterialisierung von Wertpapieren**  
→ Handel von Wertpapieren und nicht von Herausgabeansprüchen
- **Handhabung von Minern**  
→ Erfassung als Zentralverwahrer?
- **KYC/AML**  
→ Anwendung auf Emittentinnen?

# CSDR

---

## *Artikel 3*

### **Einbuchung im Effekten giro**

(1) Unbeschadet des Absatzes 2 trägt jeder Emittent mit Sitz in der Union, der übertragbare Wertpapiere ausgibt oder ausgegeben hat, die zum Handel an Handelsplätzen zugelassen sind bzw. dort gehandelt werden, Sorge dafür, dass diese Wertpapiere durch Buchungen im Effekten giro erfasst werden, indem die Wertpapiere entweder immobilisiert werden oder von Anfang in entmaterialisierter Form begeben werden.

---



## Zur Vertiefung:

*Esma* Advice on ICO and Crypto-Assets:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391\\_crypto\\_advice.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf)

*Fußwinkel/ Kreiterling* Blockchain-Technologie – Gedanken zur Regulierung,  
abrufbar unter:

[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_Beitrag\\_Fusswinkel.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_Beitrag_Fusswinkel.html)

“Smart Contracts und das BGB“ in: ZfPW 2018, 431 (mit D. Paulus)

„Tokenisierung des Rechts“ in: NJW 2018, 3278 (mit M. Kaulartz)

Kontakt: [robin.matzke@rewi.hu-berlin.de](mailto:robin.matzke@rewi.hu-berlin.de)



Robin Matzke  
Wiss. Mitarbeiter/Doktorand

