

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 164

# Initial Coin Offerings

Ökonomisch effiziente Regulierung  
kapitalmarktrechtlich und steuerrechtlich bedingter Aspekte  
von Marktversagen

Von

Nicolai Wolf



Duncker & Humblot · Berlin

NICOLAI WOLF

Initial Coin Offerings

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 164

# Initial Coin Offerings

Ökonomisch effiziente Regulierung  
kapitalmarktrechtlich und steuerrechtlich bedingter Aspekte  
von Marktversagen

Von

Nicolai Wolf



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät  
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster hat diese Arbeit  
im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D6

Alle Rechte vorbehalten  
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-18023-3 (Print)  
ISBN 978-3-428-58023-1 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster im Wintersemester 2019/2020 als Dissertation angenommen. Das zivilrechtliche Kolloquium fand am 13. Januar 2020 statt. Rechtsprechung und Literatur sind soweit möglich bis Oktober 2019 berücksichtigt worden.

Für die umfassende Betreuung meiner Arbeit sowie die reibungslose Zusammenarbeit danke ich meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Thomas Hoeren. Die stetige Unterstützung und Anleitung sowie die ständige Erreichbarkeit für Fragen und Anregungen jeglicher Art haben diese Arbeit maßgeblich gefördert. Herrn Prof. Dr. Nikolas Guggenberger danke ich vielmals für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Mein besonderer Dank gilt schließlich all jenen Menschen meines privaten Umfelds, die mich stets ermuntert und ermutigt haben und ohne die die Erstellung dieser Arbeit nicht möglich gewesen wäre: meinen Eltern, meinem Bruder, meinen Großeltern, meinen Freunden und meiner Freundin.

Potsdam, im Mai 2020

*Nicolai Wolf*



# Inhaltsverzeichnis

## *Kapitel 1*

<b>Einleitung</b>	23
-------------------	----

## *Kapitel 2*

<b>Grundlagen, Ablauf und Gestaltungsmöglichkeiten von ICOs</b>	28
---	----

A. Historische Entwicklungsschritte	28
B. Wirtschaftliche Bedeutung	30
C. Risiken und Kritik	32
D. Ablauf eines ICOs	34
I. Unternehmerische Initiative	35
II. Ankündigung des ICOs an die Öffentlichkeit	37
III. Whitepaper, Terms and Conditions, Token Sale Agreements	37
IV. Coin- bzw. Token-Sale	39
V. Token Generating Event	41
1. „Coins“ und „Tokens“	41
2. Technische Erzeugung von Coins bzw. Tokens	42
a) Generierung von Coins	42
b) Generierung von Tokens	43
3. Leistungsaustausch durch Smart Contracts	45
VI. Möglichkeiten der Investoren im Anschluss an den ICO	46
1. Bestimmungsgemäßer Gebrauch	46
2. Handel der Tokens auf Kryptobörsen	46
3. Dauerhaftes Halten der Tokens im Vermögen	47
E. Gestaltungsmöglichkeiten bzgl. der unterschiedlichen Token-Modelle	48
I. Modell 1: Einsatz als Zahlungsmittel („Currency Tokens“)	48
II. Modell 2: Einsatz zum Erhalt einer künftigen Leistung („Utility Tokens“)	49
1. Token als Rabattmöglichkeit	50
2. Token als Nutzungsanspruch	50
3. Nicht-monetäre Leistungen	51



III. Modell 3: Beteiligung am Unternehmenserfolg („Debt Tokens“)	52
IV. Modell 4: Ausübung von gesellschafterähnlichen Rechten	53
V. Modell 5: Repräsentation tatsächlicher Unternehmensanteile („Equity Tokens“)	54
VI. Mischformen („Hybrid Tokens“)	56
VII. Ergänzender Hinweis auf die herrschende Meinung im wissenschaftlichen Schrifttum	56

### *Kapitel 3*

<b>Regulierung zwischen ökonomischer Effizienz und Sozialstaatsprinzip</b>	<b>58</b>
A. Grundbegriffe staatlicher Regulierung	59
B. Verfassungsrechtlicher Rahmen und Ausgestaltung des Regulierungsrechts	61
I. Grundprinzip Marktwirtschaft	62
II. Politische und wirtschaftswissenschaftliche Überlegungen	63
III. Verfassungsrechtlicher Rahmen des Regulierungsrechts	65
1. Förderung von Markt und Wettbewerb im Grundgesetz	66
2. Förderung von Markt und Wettbewerb auf europarechtlicher Ebene	68
3. Sozialstaatsprinzip	69
IV. Wechselwirkungen von juristischen und wirtschaftswissenschaftlichen Grundlagen	71
C. Die ökonomische Analyse des Rechts	71
I. Grundkonzeption der ökonomischen Analyse des Rechts	72
II. Lehre der Wohlfahrtsökonomik und Effizienz	74
III. Rolle des Staates nach dem Coase-Theorem	75
IV. Kritik an der ökonomischen Analyse des Rechts	78
D. Relevanz der ökonomischen Analyse des Rechts für die Regulierung von ICOs als Teil des Kapitalmarktrechts	79
I. Prägung des Rechtsrahmens von ICOs durch das Kapitalmarktrecht	81
II. Ökonomische Analyse im Rahmen der Gesetzgebung unter Beachtung der Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	83
1. Funktionsschutzaspekt des Kapitalmarktrechts	83
2. Anlegerschutzaspekt des Kapitalmarktrechts	85
III. Ökonomische Analyse im Rahmen der Auslegung des Kapitalmarktrechts	87
IV. Ökonomische Lehre vom Marktversagen	87
1. Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien	88
2. Marktversagen aufgrund von externen Effekten	89
3. Marktversagen aufgrund von Staatsversagen	90
V. Zusammenfassung	91

*Kapitel 4*

<b>Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien</b>	93
A. Selbstregulierung des Marktes	94
B. Bedeutung der Finanzinstrumente nach MiFID II	98
I. Einordnung der Tokens/Coins als übertragbares Wertpapier	99
1. Übertragbarkeit	100
a) Equity Tokens einer Aktiengesellschaft (AG, KGaA, SE)	102
b) Vorliegen von rechtlichen Übertragungshindernissen bei Equity Tokens anderer Art	103
c) Übertragbarkeit von Equity Tokens mittels einer Treuhand-Gestaltung	105
aa) Equity Tokens an Aktiengesellschaften bei Treuhand-Gestaltung	106
bb) Equity Tokens an anderen Gesellschaften bei Treuhand-Gestaltung	108
d) Vorliegen tatsächlicher Übertragungshindernisse	108
2. Standardisierung	109
3. Handelbarkeit im engeren Sinne	110
a) Kryptobörsen als Kapitalmarkt	111
b) Enges Verständnis der Handelbarkeit: Notwendigkeit des gutgläubigen Er- werbs	112
c) Weites Verständnis der Handelbarkeit: Übertragung durch Abtretung aus- reichend	116
d) Zwischenergebnis	117
4. Keine Zahlungsinstrumente	117
a) Currency Tokens als Zahlungsinstrumente	117
aa) Funktion als Zahlungsmittel	118
bb) Möglichkeit des Handels auf Sekundärmärkten	119
b) Hybrid Tokens mit Zahlungsmittelfunktion und Investmentfunktion	120
5. Funktionale Vergleichbarkeit mit den Regelbeispielen	121
a) Voraussetzungen der Vergleichbarkeit mit Aktien	122
b) Voraussetzungen der Vergleichbarkeit mit Schuldtiteln	123
c) Equity Tokens (Modell 5)	124
d) Gesellschaftsähnliche Tokens (Modell 4)	124
e) Debt Tokens (Modell 3)	125
f) Utility Tokens (Modell 2)	126
aa) Bestimmungsgemäßer Gebrauch	126
bb) Möglichkeit des Handels auf Sekundärmärkten	127
cc) Verschiedene Ansätze innerhalb der Literatur	127
dd) Eigene Stellungnahme	129
g) Hybrid Tokens mit Nutzungs- und Investmentfunktion	130
6. Zwischenergebnis	131

II. Einordnung der Tokens/Coins als Anteil an einem Investmentvermögen . . . . .	131
1. Keine operativ tätigen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors . . . . .	132
2. Organismus für gemeinsame Anlagen . . . . .	133
3. Anlegermehrzahl, Einsammeln von Kapital, festgelegte Anlagestrategie, Anlegernutzen . . . . .	134
4. Denkbare Gestaltungen . . . . .	136
5. Zwischenergebnis . . . . .	137
III. Einordnung der Tokens/Coins als Vermögensanlage . . . . .	138
1. Subsidiarität zur Einordnung als Wertpapier oder Investmentvermögen . . . . .	138
2. Utility Tokens und Hybrid Tokens mit überwiegender Nutzungsfunktion . . . . .	139
a) Anteile an einem Treuhandvermögen . . . . .	140
b) VermAnlG als Teil der Regelungsstruktur des Kapitalmarktrechts . . . . .	140
c) Auffangtatbestand der „sonstigen“ Anlagen . . . . .	142
d) Zwischenergebnis . . . . .	142
3. Currency Tokens . . . . .	143
4. Nicht übertragbare Tokens der Modelle 3–5 . . . . .	143
5. Kein Einlagengeschäft i.S.d. KWG . . . . .	144
6. Zwischenergebnis . . . . .	146
IV. Einordnung der Tokens/Coins als E-Geld . . . . .	146
V. Einordnung der Tokens/Coins als Rechnungseinheit . . . . .	147
1. Überprüfung der Position der BaFin hinsichtlich Kryptowährungen . . . . .	149
2. Urteil des KG Berlin vom 25. September 2018 . . . . .	151
3. Anwendbarkeit dieser Überlegungen auf die Token-Modelle bei ICOs . . . . .	151
VI. Ergebnis . . . . .	152
C. Bestehen einer Erlaubnispflicht . . . . .	152
I. Ökonomischer Hintergrund von Erlaubnispflichten und Selbstregulierung . . . . .	153
II. Erlaubnisvorbehalt nach § 32 Abs. 1 KWG . . . . .	155
1. Geschäftstätigkeit im Inland . . . . .	156
a) Erfordernis einer inländischen physischen Präsenz des Emittenten . . . . .	157
b) Europäischer Pass . . . . .	159
2. Gewerbsmäßigkeit, kaufmännischer Geschäftsbetrieb . . . . .	159
3. Erbringen von Bankgeschäften/Finanzdienstleistungen oder Vornahme von Eigengeschäften . . . . .	160
a) Keine Vergleichbarkeit zu den einschlägigen Erlaubnistatbeständen bei einem IPO . . . . .	161
b) Kein Vorliegen einer Intermediärskonstellation bei ICOs . . . . .	162
c) Tokens als Anlageverwaltung . . . . .	164
d) Eigengeschäft . . . . .	166
4. Zwischenergebnis . . . . .	167

III. Erlaubnisvorbehalt nach § 20 Abs. 1 KAGB	168
1. Verhältnis zum Erlaubnisvorbehalt nach § 32 Abs. 1 KWG	168
2. Kapitalverwaltungsgesellschaft	169
a) Unternehmenseigenschaft	169
b) Sitz und Hauptverwaltung im Inland	170
c) Geschäftsbetrieb als Verwaltung eines Investmentvermögens	172
d) Zwischenergebnis	172
3. Ausnahmen	172
4. Zwischenergebnis	173
IV. Erlaubnisvorbehalt nach § 10 Abs. 1 ZAG/§ 11 Abs. 1 ZAG	173
V. Ergebnis	174
D. Bestehen einer Prospektpflicht	174
I. Ökonomischer Hintergrund von Prospektpflichten	175
II. Prospektpflicht nach Art. 3 Prospekt-VO	178
1. Tokens als Wertpapiere	180
2. Prospektpflicht auslösende Tatbestände	180
a) ICO als öffentliches Angebot	180
b) Kryptobörsen de lege lata nicht als geregelter Markt	182
3. Räumlicher Anwendungsbereich der Prospekt-VO	183
4. Ausnahmevorschriften	185
a) Ausnahme von Kleinstemissionen	185
b) Zwingende angebotsbezogene Ausnahmen	186
c) Optionale angebotsbezogene Ausnahmen	187
5. Der zu erstellende Prospekt	188
a) Keine Einschlägigkeit der Erleichterungen für Sekundär- und Daueremittenten	188
b) Emission von Nichtdividendenwerten	189
c) EU-Wachstumsprospekt für KMU	189
6. Zusammenfassung	190
III. Prospektpflicht nach §§ 164 f. KAGB/§§ 268 f. KAGB	190
1. Prospektpflicht für offene Publikumsinvestmentvermögen	191
2. Prospektpflicht für geschlossene Publikums-AIF	191
a) Vorliegen eines geschlossenen Publikums-AIF	191
b) Emittent als Adressat der Prospektpflicht	192
c) Verhältnis zur Prospektpflicht nach Art. 3 Prospekt-VO	192
3. Zusammenfassung	193
IV. Prospektpflicht nach § 6 Abs. 1 VermAnlG	193
V. Ergebnis	194

E. Informationsasymmetrien trotz anwendbarer Erlaubnis- und Prospektpflichten	194
I. Fehlende Durchsetzung des geltenden Rechtsrahmens	195
II. Prospektinhalt	196
1. Inhaltliche Vorgaben für Wertpapierprospekte nach der Prospekt-DVO	197
a) EU-Wachstumsprospekt	198
b) Regulärer Prospektinhalt	198
2. Fehlkonzeptionen im Hinblick auf ICOs	198
3. Eingeschränkte Prüfungskompetenz der BaFin	202
III. Effizienzschädigende Einzelfallentscheidungen bei Utility Tokens und Hybrid Tokens	203
IV. Unanwendbarkeit des Bank- und Kapitalmarktrechts bei Currency Tokens	205
V. Fehlende Intermediäre auf dem ICO-Markt	206
VI. Ergebnis	208

### *Kapitel 5*

<b>Marktversagen aufgrund von externen Effekten und Staatsversagen</b>	209
A. Positive externe Effekte verbunden mit dem Kapitalmarkt und ICOs	209
B. Staatsversagen aufgrund des deutschen Steuerrechts	211
I. Allokationseffizienz des Kapitalmarkts durch das Konzept der Finanzierungsfreiheit	213
II. Keine steuerrechtliche Förderung von ICOs zur Förderung von Innovationen	214
III. Methodik zur Feststellung von (fehlender) Finanzierungsfreiheit	215
1. Ertragsteuerliche Implikationen der Finanzierungsfreiheit	216
2. Umsatzsteuerliche Implikationen der Finanzierungsfreiheit	216
C. Bestimmung des steuergesetzlichen Rahmens für ICO-Emittenten	217
I. Maßgeblichkeit der Körperschaftsteuer	218
II. Bilanzierungspflicht	219
III. Umsatzsteuerliche Unternehmereigenschaft	221
IV. Bedeutung für die folgenden Untersuchungen	222
D. Currency Tokens: Unvollständige Gleichstellung zu gesetzlichen Zahlungsmitteln	223
I. Ökonomische Funktionen des Geldes	223
1. Funktion als Tauschmittel	224
2. Funktion als Recheneinheit	225
3. Funktion als Wertspeicher	225
4. Juristische Anerkennung	226

- II. Bilanzielle Behandlung von Currency Tokens ..... 227
  - 1. Currency Tokens als Vermögensgegenstand/Wirtschaftsgut ..... 228
    - a) Verkehrsfähigkeit ..... 228
    - b) Individuelle Bewertbarkeit ..... 229
  - 2. Ausweis der Stelle nach ..... 231
    - a) Keine Einordnung als materielle oder finanzielle Wirtschaftsgüter ..... 232
    - b) Einordnung als immaterielles Wirtschaftsgut ..... 233
  - 3. Aktivierungsverbot für immaterielle Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens ..... 234
    - a) Abgrenzung von Herstellung und entgeltlichem Erwerb ..... 235
    - b) Zugehörigkeit der Tokens zum Anlage- oder Umlaufvermögen ..... 236
  - 4. Ansatz der Höhe nach (Zugangsbewertung) ..... 238
    - a) Bewertung der im Rahmen des Token Generating Events selbst erschaffenen Tokens ..... 238
    - b) Bewertung der im Rahmen des Token Sales erhaltenen Kryptowährungen ..... 241
      - aa) Bereits erfolgtes Listing der emittierten Tokens ..... 242
      - bb) Kein Listing der emittierten Tokens ..... 242
  - 5. Ansatz mit dem Teilwert (Folgebewertung) ..... 244
    - a) Bestimmung des Teilwerts ..... 244
    - b) Voraussetzungen des Ansatzes mit dem Teilwert ..... 246
  - 6. Benachteiligungen im Verhältnis zu gesetzlichen Zahlungsmitteln ..... 247
- III. Realisationstatbestände bezüglich Currency Tokens im Rahmen von ICOs ..... 249
- IV. Zwischenergebnis ..... 251
- E. Utility Tokens: Ungeminderter steuerbarer Ertrag ..... 252
  - I. Ermittlung des steuerbaren Einkommens ..... 252
    - 1. Bilanzierungsverbot für erhaltene Anzahlung im Rahmen eines schwebenden Geschäfts ..... 254
      - a) Rechtsbeziehung zwischen Emittent und Anlegern bei Emission von Utility Tokens ..... 256
      - b) Zwei Willenserklärungen des Investors ..... 257
    - 2. Korrespondierende Passivierung eines negativen Wirtschaftsguts ..... 259
      - a) Verbindlichkeiten und Rückstellungen ..... 260
      - b) Passivierung einer Verbindlichkeit: „gewisse“ Leistungsverpflichtung ..... 262
      - c) Passivierung einer Rückstellung: „ungewisse“ Leistungsverpflichtung ..... 264
      - d) Wirtschaftliche Belastung/Wirtschaftliche Verursachung ..... 266
        - aa) Wirtschaftliche Belastung bei gewissen Leistungsverpflichtungen ..... 266
        - bb) Wirtschaftliche Verursachung bei ungewissen Rückstellungen ..... 267
          - (1) Wirtschaftliches Entstehen einer Leistungsverpflichtung ..... 268
          - (2) Rechtliches Entstehen einer Leistungsverpflichtung ..... 269
        - cc) Zusammenfassung ..... 270
      - e) Leistungsverpflichtung des Emittenten ..... 271

f) Zwischenergebnis .....	271
II. Benachteiligung im Verhältnis zu anderen Finanzierungsmethoden .....	272
F. Debt Tokens: Behandlung als beteiligungsgleiches Genussrecht .....	274
I. Steuerliche Behandlung von Eigen- und Fremdkapital .....	274
II. Debt Tokens als Genussrechte .....	276
III. Implikationen für die Feststellung von Finanzierungsfreiheit .....	278
IV. Ausweis als Eigen- oder Fremdkapital .....	278
1. Beteiligung am Gewinn .....	279
2. Beteiligung am Liquidationserlös .....	280
a) Mittelbare Beteiligung an stillen Reserven durch Handel auf Sekundär- märkten .....	281
b) Eigenkapitalähnliche Genussrechte ohne Beteiligung am Liquidationserlös	283
V. Keine Verletzung der Finanzierungsfreiheit .....	285
G. Mitgliedschaftliche Tokens als steuerliche Mitunternehmerschaft .....	285
I. Gesellschafterähnliche Tokens als stille Gesellschaft .....	286
1. Keine Einordnung als Genussrecht .....	286
2. Einordnung als stille Gesellschaft .....	288
II. Abgrenzung von Fremd- und Eigenkapital als Verletzung der Finanzierungsfrei- heit .....	289
1. Steuerbilanzielle Auswirkungen der verschiedenen Arten einer stillen Gesell- schaft .....	290
2. Abgrenzung von typischer und atypischer stiller Gesellschaft .....	292
a) Mitunternehmerinitiative .....	292
b) Mitunternehmerrisiko .....	293
aa) Laufende Ergebnisbeteiligung .....	293
bb) Beteiligung im Falle der Auflösung .....	294
c) Ausgleich fehlenden Mitunternehmerrisikos durch besondere Gewichtung der Mitunternehmerinitiative .....	294
III. Keine Verletzung der Finanzierungsfreiheit .....	296
H. Equity Tokens .....	296
I. Umsatzsteuerbarkeit von ICOs als Verletzung der Finanzierungsfreiheit .....	297
1. Umsatzsteuerliche Grundsätze bei Kapitalmaßnahmen und ökonomische Recht- fertigung .....	297
II. Hingabe von Kapital durch die Investoren .....	299
1. „Hedqvist“-Entscheidung des EuGH .....	299
2. Umsetzung der „Hedqvist“-Entscheidung durch die deutschen Finanzbehörden	301
3. Keine umsatzsteuerbare Leistung .....	302
III. Ausgabe von Tokens durch die Emittenten .....	303
1. Emission von Currency Tokens .....	303

2. Emission von Utility Tokens .....	303
a) Utility Tokens als Gutschein .....	304
b) Rechtsfolgen der Einordnung als Gutschein .....	305
c) Auswirkungen auf die Finanzierungsfreiheit .....	306
3. Emission von Debt Tokens .....	307
4. Emission von mitgliedschaftlichen Tokens .....	309
5. Emission von Equity Tokens .....	311
6. Zwischenergebnis .....	311
IV. Umtausch der erhaltenen Kryptowährungen in gesetzliche Zahlungsmittel .....	311
V. Fazit .....	312
J. Marktversagen aufgrund des deutschen Steuerrechts .....	313

### *Kapitel 6*

#### **Regulierungsbedürfnis nach Maßstab des ökonomischen Effizienzkriteriums** 314

A. Regulierungsvorhaben auf nationaler und supranationaler Ebene .....	315
I. Eckpunktepapier für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token vom BMF und BMJV .....	316
II. Nationale Regulierungsstrategien .....	317
III. EU-Kommission .....	318
IV. G20 .....	320
B. Maßnahmen hinsichtlich des Abbaus von Informationsasymmetrien .....	321
I. Integration von Currency Tokens in das ZAG .....	321
1. Stärkung des Vertrauens in Blockchain-Währungen .....	323
2. Effizienzsteigernde Wirkung des Aufsichtsregimes des ZAG .....	325
a) Erlaubnisvorbehalt und Rücktauschverpflichtung .....	325
b) Möglichkeit der systemgetreuen Integration .....	327
3. Kein Verlust der ökonomischen Vorteile .....	327
4. Ergebnis und Übergangsvorschriften .....	329
II. Mehrstufiges Regulierungskonzept für Tokens der Modelle 2 bis 5 und Hybrid Tokens .....	330
1. Stufe 1: Veröffentlichung eines Token-Informationsblattes .....	331
a) Inhalt und Aufbau des Token-Informationsblattes .....	331
b) Informationen über den Smart Contract .....	333
aa) Problematik des fehlenden technischen Verständnisses .....	333
bb) Lösung: Überprüfung des Smart Contracts durch einen Intermediär ..	335
cc) Ausgestaltung der Überprüfung .....	335
dd) Schlussfolgerungen .....	336



c) Informationen über den Sekundärmarkt .....	337
d) Ökonomische Auswirkungen des Token-Informationsblatts .....	337
2. Stufe 2: Unterscheidung nach Art des Sekundärmarktes .....	338
a) Anknüpfungspunkt des Publizitätsregimes .....	340
b) Grundlagen des Publizitätsregimes de lege ferenda .....	340
c) Handel auf einem geregelten Markt .....	341
aa) Ökonomische Begründung der Prospektpflicht .....	341
bb) Inhaltliche Ausgestaltung des Token-Prospekts .....	343
cc) Verhältnis zu anderen Prospektpflichten .....	344
d) Handel auf einem unregulierten Markt .....	344
e) Kein strukturierter Handel .....	346
III. Fazit .....	347
C. Maßnahmen hinsichtlich der Herstellung von Finanzierungsfreiheit .....	347
I. Anpassung der bilanziellen Behandlung von virtuellen Währungen .....	348
1. Bilanzielle Folgen der Einordnung von Currency Tokens als E-Geld .....	348
2. Ausgangspunkt Devisenkassamittelkurs .....	349
3. Anpassung im Sinne der organischen Bilanztheorie .....	350
4. Doppelter Realisationstatbestand bei ICOs .....	351
II. Ungeminderte ertragsteuerliche Belastung der Ausgabe von Utility Tokens .....	352
1. Kein Ausweis von Rechnungsabgrenzungsposten .....	353
2. Zeitlich befristete, anteilige Steuerbefreiung .....	354
3. Auswirkungen auf die Finanzierungsfreiheit .....	355
III. Fazit .....	356
D. Abschlussbemerkungen .....	356
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>358</b>
I. Aufsätze .....	358
II. Kommentare und Monographien .....	372
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>385</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
Abs.	Absatz
AcP	Archiv der civilisatorischen Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFM-RL	Richtlinie über die Verwalter Alternativer Investmentfonds (RL 2011/61/EU)
AktG	Aktiengesetz
AktR	Aktienrecht
AMF	Autorité des marchés financiers (Finanzmarktaufsicht Frankreich)
AnlegerschutzG	Anlegerschutzgesetze
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankR	Bankrecht
BB	Betriebs-Berater
BBankG	Gesetz über die deutsche Bundesbank
BC	Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen & Controlling
Bd.	Band
BeckRS	beck-online Rechtsprechung
BeckVerw	beck-online Verwaltungsanweisungen
BewG	Bewertungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BilMoG	Bilanzmodernisierungsgesetz
BilR	Bilanzrecht
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BMJV	Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BRD	Bundesrepublik Deutschland

BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
BRJ	Bonner Rechtsjournal
BStBl.	Bundessteuerblatt
BTC	Bitcoin
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BTLJ	Berkeley Technology Law Journal
Buchst.	Buchstabe
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
Ca.	circa
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CF	Corporate Finance
CR	Computer & Recht
CRi	Computer & Recht international
CRR	Kapitaladäquanzverordnung (VO (EU) Nr. 575/2013)
DAO	Dezentralized Autonomous Organization
DB	Der Betrieb
DK	Der Konzern
DSRITB	Deutsche Stiftung für Recht und Informatik Tagungsband Herbstakademie
DStJG	Deutsche Steuerjuristische Gesellschaft
DStR	Deutsches Steuerrecht
DStZ	Deutsche Steuer-Zeitung
DV	Die Verwaltung
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
ECFR	European Company and Financial Law Review
ecolex	ecolex: Fachzeitschrift für Wirtschaftsrecht
ECU	European Currency Unit
E-Geld-RL	E-Geld-Richtlinie (RL 2009/110/EG)
EL	Ergänzungslieferung
EmissionsG	Emissionsgeschäft
EnWZ	Zeitschrift für das gesamte Recht der Energiewirtschaft
ErbStG	Erbschaftsteuergesetz
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESB	Ertrag-Steuer-Berater
EStG	Einkommensteuergesetz
EStR	Einkommensteuerrecht
etc.	et cetera
ETGE	Equity Token Generating Event
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
f.	die angegebene Seite und die folgende Seite

FATF	Financial Action Task Force
ff.	die angegebene Seite und die folgenden Seiten
FGO	Finanzgerichtsordnung
FinMa	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Schweiz)
FinTech	Financial Technologies
FMA	Finanzmarktaufsicht Liechtenstein
Fn.	Fußnote
FR	Finanzrundschau
FrankKomm	Frankfurter Kommentar
FS	Festschrift
G20	Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
Geldwäsche-RL	Geldwäsche-Richtlinie (RL 2015/849/EU)
GesR	Gesellschaftsrecht
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GK	Großkommentar
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
GRUR	Zeitschrift für gewerblichen Rechtsschutz und Urheberrecht
GRUR Int	Zeitschrift für gewerblichen Rechtsschutz und Urheberrecht – Internationaler Teil
Gutschein-RL	Gutschein-Richtlinie zur Änderung der Mehrwertsteuersystemrichtlinie (RL (EU) 2016/1065)
GWR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
GZ	Geschäftszeichen
Hdb	Handbuch
HdJ	Handbuch des Jahresabschlusses
HFR	Höchstrichterliche Finanzrechtsprechung
HGB	Handelsgesetzbuch
HStR	Handbuch des Staatsrechts
ICO	Initial Coin Offering
Ifo	ifo Schnelldienst
Inc.	Corporation
InvG	Investmentgesetze
InvR	Investmentrecht
IPO	Initial Public Offering
IPRax	Praxis des internationalen Privat- und Verfahrensrecht
i.R.d.	im Rahmen des
i.R.v.	im Rahmen vom
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i.S.d.	im Sinne des
IStR	Internationales Steuerrecht

i.S.v.	im Sinne von
ITRB	Der IT-Rechtsberater
i.V.m.	in Verbindung mit
IWB	NWB Internationales Steuer- und Wirtschaftsrecht
IWF	Internationaler Währungsfonds
IWRZ	Zeitschrift für Internationales Wirtschaftsrecht
jurisPR-BKR	Juris Praxis-Report – Bank- und Kapitalmarktrecht
JuS	Juristische Schulung
juveR	juve Rechtsmarkt
JZ	Juristen-Zeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KapitalanlageR	Kapitalanlagerecht
KapitalmarktR	Kapitalmarktrecht
KapG	Kapitalgesellschaften
KG	Kammergericht (Berlin)
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar
KMRK	Kapitalmarktrechtskommentar
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
K&R	Kommunikation & Recht
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
lit.	littera (Buchstabe)
LLP	Limited Liability Partnership
Ls.	Leitsatz
Ltd.	Private Company Limited by Shares
MAR	Marktmissbrauchsverordnung (VO (EU) Nr. 596/2014)
MHdB	Münchener Handbuch
MiFID I	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente I (RL 2004/39/EG)
MiFID II	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente II (RL 2014/65/EU)
MiFID-DVO	Delegierte Verordnung EU 2017/565
MMR	Multimedia und Recht
MTF	Multilaterales Handelssystem
MüKo	Münchener Kommentar
MwStR	Mehrwertsteuerrecht (Zeitschrift)
MwStSystRL	Mehrwertsteuersystemrichtlinie (RL 2006/112/EG)
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NWB	NWB Steuer und Wirtschaftsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
Öff.	Öffentlich/Öffentliche/Öffentliches
ÖffR	Öffentliches Recht

OGAW	Organismus zur gemeinsamen Anlage in Wertpapiere
OGAW-RL	Richtlinie über die Organismen zur gemeinsamen Anlage in Wertpapiere (RL 2009/65/EU)
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OTF	Organisiertes Handelssystem
Prospekt-DVO	Ergänzende Verordnung hinsichtlich Aufmachung, Inhalt und Billigung zur Prospekt-VO (Delegierte VO (EU) Nr. 980/2019)
Prospekt-RL	Prospekt-Richtlinie (RL 2003/71/EG)
Prospekt-VO	Prospekt-Verordnung (VO (EU) Nr. 1129/2017)
Prospekt-VO 2004	Prospekt-Verordnung (VO (EG) Nr. 809/2004)
RdF	Recht der Finanzinstrumente
Ri	Recht innovativ
RL	Richtlinie
Rn.	Randnotiz
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift
RTDF	Revue Trimestrielle de Droit Financier
S.	Seite
SachenR	Sachenrecht
SE	Europäische Gesellschaft (Societas Europaea)
SEC	United States Security and Exchange Commission
SE-VO	Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (VO (EG) Nr. 2157/2001)
SFC	Securities and Futures Commission of Hong Kong
s. o.	siehe oben
sog.	sogenannt
StaatsR	Staatsrecht
StB	Der Steuerberater
Stbg	Die Steuerberatung
SteuerR	Steuerrecht
SteuK	Steuerrecht kurzgefasst
StuB	Unternehmenssteuern und Bilanzen
StuW	Steuer und Wirtschaft
StWG	Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft
s. u.	siehe unten
SWK	Steuer- und Wirtschaftskartei
taxlex	Fachzeitschrift für Steuerrecht
TKG	Telekommunikationsgesetz
u.	und
u. a.	unter anderem
Ubg	Die Unternehmensbesteuerung
UG	Unternehmersgesellschaft (haftungsbeschränkt)
UntStR	Unternehmenssteuerrecht
UrhG	Urhebergesetz
USt	Umsatzsteuer
UStAE	Umsatzsteueranwendungserlass
UStG	Umsatzsteuergesetz

v.	vom/von
VAT	International VAT Monitor (Zeitschrift)
VC	Venture Capital Magazin
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
VermVerkProspVO	Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vor	Vorbemerkungen
VWL	Volkswirtschaftslehre
VwR	Verwaltungsrecht
WirtschaftsR	Wirtschaftsrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpDL-RL	Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie (RL 93/22/EWG)
WPg	Die Wirtschaftsberatung
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpHR	Wertpapierhandelsrecht
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZAG	Gesetz über die Beaufsichtigung von Zahlungsdiensten
ZahlungsverkehrsR	Zahlungsverkehrsrecht
ZAP	Zeitschrift für die Anwaltspraxis
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZD	Zeitschrift für Datenschutz
ZDAR	Zahlungsdiensteaufsichtsrecht
ZDRL	Zahlungsdienstrichtlinie
ZEuP	Zeitschrift für das gesamte europäische Privatrecht
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZivilR	Zivilrecht
Zn.	Zeilennummer
ZNER	Zeitschrift für Neues Energierecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZTR	Zeitschrift für Technikrecht
ZUM	Zeitschrift für Urheber und Medienrecht
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaften

## Kapitel 1

# Einleitung

Zu Beginn jeder wirtschaftlichen Betätigung stellt sich für die Verantwortlichen die Frage nach der Finanzierung des jeweiligen Vorhabens. Bevor eine solche unternehmerische Betätigung Rendite erwirtschaften kann, benötigen die durchführenden Unternehmen Kapital. Dieses wird dazu eingesetzt, um das betreffende Unternehmen aufzubauen und so weiterzuentwickeln, dass die beabsichtigte Leistung auch erbracht werden kann. Insbesondere wird hierbei Kapital zur Durchführung der Produktion, Bezahlung der Mitarbeiter oder zur Entwicklung neuer Produkte benötigt. Ein solches Bedürfnis besteht grundsätzlich bei Unternehmen aus allen Branchen und in jeder Größe und Organisationsform. Demzufolge ist die Finanzierung eines Unternehmens eine der entscheidenden Aufgaben der Unternehmensführung und eine der maßgeblichen betriebswirtschaftlichen Weichenstellungen auf dem Weg zum Unternehmenserfolg.<sup>1</sup>

Wie der gesamte Wirtschaftskreislauf auch, unterliegt der Bereich der Unternehmensfinanzierung dem Wandel in Form der Digitalisierung. Aus diesem Zusammenhang von Finanzierung und Digitalisierung speist sich die vorliegende Arbeit. Sie wird die Regulierung von Initial Coin Offerings behandeln, einer auf der Blockchain-Technologie aufbauenden Möglichkeit der Unternehmens- und Projektfinanzierung. Bisher wurde zu diesem Begriff keine allgemeingültige Definition entwickelt. Sämtliche Definitionsversuche der wissenschaftlichen Literatur fokussieren sich jedoch auf zwei konstituierende Merkmale.<sup>2</sup> Erstens seien ICOs dadurch charakterisiert, dass sie auf das Erzielen von Kapital gerichtet sind. Zweitens müsse das Mittel des Kapitalerhalts die Erschaffung von Einheiten einer eigenen Kryptowährung oder eines eigenen Krypto-Tokens und deren Veräußerung an Investoren sein. Auch die BaFin versteht unter dem Begriff ICO insoweit deckungsgleich „eine Methode, mit Hilfe von sog. ‚Token‘ Kapital aufzunehmen“.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. zu betriebswirtschaftlichen Aspekten der Finanzierung *Drukarczyk/Lobe*, Finanzierung, S. 27 ff.; *Olfert*, Finanzierung, S. 45 ff.; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft d. Unternehmung, S. 10 ff.

<sup>2</sup> *Glatz*, in: Breidenbach/Glatz, Legal Tech, Kap. 4.2 Rn. 1 f.; v. *Aubel*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 20.4.; *Weitmayer*, in: Weitmayer, Venture Capital, Teil E) Rn. 102; *Brockner/Klebeck*, RdF 2018, 288, 288; *Hahn/Wilkens*, ZBB 2019, 10, 10 f.; *Hildner/Danzmann*, CF 2017, 385, 389; *Völkel*, ZTR 2017, 103, 103; *Zickgraf*, AG 2018, 293, 293.

<sup>3</sup> BaFin v. 20.02.2018, Initial Coin Offerings: Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente, S. 5 (zuletzt abgerufen am 16.06.2019 unter <https://www.bafin.de/dok/10506450>).



Diese Coins bzw. Tokens stellen den Kern der rechtlichen Auseinandersetzung mit dem Thema ICO dar. Sie fungieren in deren Rahmen als Investitionsobjekt und prägen somit die Rechtsbeziehung zwischen dem Emittenten und den Anlegern. Die Anleger erwerben diese Coins bzw. Tokens und gewähren dem initiierten Unternehmen somit Kapital zur Entwicklung des Geschäftsbetriebs. Im Gegenzug erhalten die Investoren die durch sie repräsentierten Rechte. Ungeklärt ist insoweit zunächst die Rechtsnatur dieser Wertträger. Ebenfalls Gegenstand der rechtlichen Analyse sind die Auswirkungen der technologischen Besonderheiten von ICOs. Denn die Coins bzw. Tokens repräsentieren grundsätzlich bekannte Rechtspositionen, wie etwa Genussrechte, Rabatte und Zinsansprüche, oder fungieren kraft privatrechtlicher Vereinbarung als Zahlungsmittel. Rechtliche Besonderheiten ergeben sich folglich nicht allein aufgrund der repräsentierten Rechte, sondern erst in Zusammenhang mit der zugrundeliegenden Technik.

Die bei einem ICO erzeugten Coins bzw. Tokens beruhen auf der Blockchain-Technologie.<sup>4</sup> Diese stellt eine neue Möglichkeit dar, Informationen einer Transaktion digitalisiert zu speichern. Die Informationen werden in einen sogenannten „Block“ abgelegt und verschlüsselt. Entscheidend für die Funktionsweise der Blockchain sind hierbei zwei Grundprinzipien. Zum einen werden Informationen nicht gelöscht. Sollen weitere Transaktionen verarbeitet werden, wird der neu erzeugte Block an die bereits bestehenden Blöcke angehängt. Bildlich gesprochen, formen diese eine Kette (sog. „Blockchain“). Zum anderen wird die Blockchain nicht zentral, sondern dezentral über eine Vielzahl von Rechnern, die über das Internet miteinander verbunden sind (sog. „Peer-to-Peer-Netzwerk“), verwaltet. Jeder Nutzer eines Blockchain-Systems speichert die neu hinzugefügten Informationen, indem der Computer die vollständigen Daten der Blockchain herunterlädt, sobald er sich mit dem Netzwerk verbindet. Diese Prinzipien ermöglichen die lückenlose Nachvollziehbarkeit der Zuordnung eines Blocks zu einem Berechtigten, ohne dass hierfür etwa ein vertrauenswürdiger Dritter als Intermediär erforderlich wäre. Aufgrund dieser Prinzipien wird der Blockchain-Technologie innerhalb der Wirtschafts- und Rechtswissenschaften das Potential zuerkannt, ganze Abläufe des bisher bekannten Wirtschaftslebens zu revolutionieren und gleichzeitig zu verbessern.<sup>5</sup> Denn durch die lückenlose Nachvollziehbarkeit der Transaktionshistorie sollen Transaktionen fälschungssicher abgewickelt und dezentral verwaltet werden können. Durch die soeben angesprochene Entbehrlichkeit von Intermediären sollen Kosten und Ar-

---

<sup>4</sup> Zur technischen Funktionsweise der Blockchain-Technologie: *Jacobs/Lange-Hausstein*, ITRB 2017, 10 ff.; *Kaulartz*, CR 2016, 474 ff.; *Knaier/Wolff*, BB 2018, 2253, 2254 f.; *Schlund/Pongratz*, DStR 2018, 598, 598 f.; *Schrey/Thalhofer*, NJW 2017, 1431, 1431 f.

<sup>5</sup> Zu Potential und Anwendungsmöglichkeiten der Blockchain-Technologie: EU-Kommission v. 08.03.2018, FinTech-Aktionsplan: Für einen wettbewerbsfähigeren und innovativeren EU-Finanzsektor, S. 14 f. (zuletzt abgerufen am 16.06.2019 unter <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/DE/COM-2018-109-F1-DE-MAIN-PART-1.PDF>) (im Folgenden: FinTech-Aktionsplan); aus der Literatur *Glatz*, in: *Hartung/Bues/Halbleib*, Legal Tech, Rn. 1208 ff.; *Balzi*, in: *Klebeck/Dobrauz*, Digitale Finanzdienstleistungen, Kap. 6 Rn. 22 ff.; *Simmchen*, MMR 2017, 162 ff.; *Thiele*, ZfgK 2017, 580 ff.; *Veil*, ZHR 2019, 346, 347 f.

beitsaufwand eingespart werden. Auch Idealisten setzen große Hoffnungen in die Technologie, da durch sie der Staat und das für die Finanzkrise verantwortliche Bankensystem als vertrauenswürdige Intermediäre im Wirtschaftskreislauf ersetzt werden könnten. Mit der Vornahme von ICOs besteht nun ein Anwendungsfall der Blockchain-Technologie im Rahmen der Unternehmensfinanzierung.

Der erste Anwendungsfall der Blockchain-Technologie war jedoch die Kryptowährung Bitcoin. Im Zuge der sehr positiven Kursentwicklung des Bitcoins im Jahre 2017 entwickelte sich ein wahrer „Blockchain-Hype“<sup>6</sup>, in dessen Rahmen auch den ICOs erstmals eine gesteigerte öffentliche Wahrnehmung zuteil wurde. Sowohl kapitalbedürftige Unternehmen als auch Investoren begannen, sich mit der Möglichkeit der Durchführung eines ICOs auseinanderzusetzen. Im Mittelpunkt der öffentlichen Wahrnehmung stand allerdings oftmals die vermeintlich fehlende Regulierung des ICO-Marktes und die generelle Abwesenheit staatlicher Kontrollen und Akteure. Auch über die teilweise enorm hohen Erlöse, welche die Unternehmen und Investoren im Rahmen von ICOs innerhalb kürzester Zeit erzielen konnten, wurde berichtet. Gleichzeitig standen jedoch immer wieder Betrugsfälle und Insolvenzen im Fokus der Berichterstattung.<sup>7</sup> Dementsprechend traten Gesetzgeber und nationale Verwaltungsbehörden weltweit in eine Diskussion über die Regulierung der Blockchain und der Kryptoszene ein.<sup>8</sup> Auch im Rahmen der wissenschaftlichen Literatur wurde wiederholt ein entsprechender Ruf nach Regulierung deutlich.<sup>9</sup>

An diesem Punkt knüpfen die in der vorliegenden Arbeit beschriebenen Untersuchungen an. Denn die staatliche Regulierung eines innovativen Wirtschaftsfeldes hat große Bedeutung für dessen weitere Entwicklung und kann sich hierauf sowohl förderlich als auch einschränkend auswirken. Zum Zeitpunkt dieser Arbeit sind ICOs nicht Gegenstand von gesetzlichen Vorschriften, weder auf nationaler noch auf internationaler Ebene. Das Thema bietet also die perfekte Möglichkeit, sich mit den Grundsätzen positiv wirkender Regulierung auseinanderzusetzen und diese anzuwenden. Maßgeblich ist die Beachtung der verschiedenen, teilweise widerstreitenden Interessen, die im Rahmen der staatlichen Regulierung eines neu aufkommenden Geschäftsmodells zum Tragen kommen. Einerseits haben die praktizierenden Un-

---

<sup>6</sup> Vgl. *Klemm*, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung v. 06.09.2015, S. 38; *Kuhn*, in: Süddeutsche Zeitung v. 13.01.2015, S. 22.

<sup>7</sup> Vgl. *Gojdka/Wischmeyer*, in: Süddeutsche Zeitung v. 04.08.2018, S. 24.

<sup>8</sup> BaFin v. 20.02.2018, Initial Coin Offerings: Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente, S. 5 (zuletzt abgerufen am 16.06.2019 unter <https://www.bafin.de/dok/10506450>); ESMA v. 13.11.2017, ESMA highlights ICO risks for investors and firms (zuletzt abgerufen am 16.06.2019 unter <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>); FINMA v. 29.09.2017, FINMA trifft Abklärungen bei ICOs (zuletzt abgerufen am 16.06.2019 unter <https://www.finma.ch/de/news/2017/09/20170929-mm-ico/>).

<sup>9</sup> *Birkholz*, VC 2017, Heft 11, 38, 38; *Hildner*, BKR 2016, 485, 495; *Rolker/Strauß*, WM 2019, 489, 489 ff.