

Version 2.0

6. April 2018

## Arbeitsgruppe Finanzen

### Regulierung von Token

mit Beiträgen von:

Dr. Nina-Luisa Siedler (DWF Germany Rechtsanwaltsgesellschaft mbH) – Sprecher des Ausschusses

Prof. Dr. Heribert Anzinger (Universität Ulm)

Natalie Eichler (DWF Germany Rechtsanwaltsgesellschaft mbH)

Stephanie Fischer

Dr. Christoph Gringel (Heuking Kühn Lüer Wojtek)

Dr. Sebastian Keding (McDermott Will & Emery Rechtsanwälte Steuerberater LLP)

Dr. Ian Maywald (Senior Associate bei Ashurst LLP)

Daniel Resas

Prof. Dr. Philipp Sandner (Frankfurt School Blockchain Center)

Tobias Seidl (Co-Founder Sicos)

Mag. Elfi Sixt (FinTech Academy)

Dr. Thorsten Voß

***Bitte beachten Sie, dass es sich bei dem Beitrag um ein Dokument handelt, das im Laufe der Zeit aktualisiert und um weitere relevante Aspekte ergänzt wird. Die jeweils aktuellste Version dieses Dokuments finden Sie unter [www.bundesblock.de](http://www.bundesblock.de).***

***Dieses Dokument stellt keine Rechtsberatung dar.***

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Zielsetzung und Handlungsempfehlungen.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Analyse und Bewertung des geltenden Regulierungsrahmens.....</b>	<b>8</b>
2.1 Einleitung.....	8
2.1.1 Distributed Ledger-Technologie .....	8
2.1.2 Chancen.....	9
2.1.3 Flexible Gestaltung von Ökosystemen .....	9
2.1.4 Positive Netzwerkeffekte .....	9
2.1.5 Neue Finanzierungs-Mechanismen.....	10
2.1.5.1 Tokenausgeberperspektive .....	10
2.1.5.2 Investorenperspektive.....	10
2.1.6 Kategorisierung von Token.....	10
<b>3. Der Wertpapierbegriff .....</b>	<b>11</b>
3.1 Wertpapiere nach europäischem Kapitalmarktrecht.....	12
3.1.1 MiFID II .....	12
3.1.1.1 Übertragbarkeit.....	12
3.1.1.2 Handelbarkeit am Kapitalmarkt .....	13
3.1.1.3 Standardisierung .....	14
3.1.1.4 Kein Zahlungsinstrument.....	14
3.1.1.5 Funktionale Vergleichbarkeit mit Aktien oder anderen verbrieften Schuldtiteln..	15
3.1.2 Marktmissbrauchsverordnung .....	16
3.2 Wertpapiere nach deutschem Kapitalmarktrecht.....	16
3.2.1 Wertpapierhandelsgesetz .....	17
3.2.2 Wertpapierprospektgesetz.....	17
3.2.3 Investmentrecht .....	17
3.3 Schlussfolgerung - Merkmale regulierter Wertpapiere nach europäischem und deutschem Recht.....	18
3.4 Anwendung des Wertpapierbegriffs auf Token .....	19
3.4.1 Wertpapier-Token .....	19
3.4.2 Utility Token .....	20
3.4.3 Kryptowährungs-Token .....	21
3.5 Ergebnis und Schlussfolgerung.....	21
<b>4. Regulierung der Ausgabe von Token .....</b>	<b>22</b>
4.1 Informationspflichten.....	22
4.1.1 Prospektpflicht .....	22
4.1.2 Zivilrecht.....	23

4.1.3	Europäisches Verbraucherschutz- und E-Commerce-Recht .....	24
4.1.3.1	Europäische Quellen für gesetzliche Informationspflichten .....	24
4.1.3.2	Umsetzung der E-Commerce- und Verbraucherschutzregelungen ins deutsche Recht .....	25
4.1.4	Schlussfolgerung und Empfehlung .....	25
4.1.4.1	Bildung eines internationalen Übereinkommens über die Token-Regelung .....	26
4.1.4.2	Mindestinformationspflichten in Bezug auf Token-Verkäufe .....	26
4.1.4.3	Vorvertragliche Informationspflichten nach europäischem Recht .....	27
4.2	Geldwäscherechtliche Vorgaben.....	27
4.2.1	Status quo – Europäische Ebene .....	27
4.2.2	Status quo – Besonderheiten auf deutscher Ebene .....	28
4.2.3	Empfehlung .....	29
<b>5.</b>	<b>Regulierung in Bezug auf Handel mit Token auf Sekundärmärkten .....</b>	<b>30</b>
5.1	Kapitalmarktrecht.....	30
5.1.1	MAR .....	30
5.1.1.1	Materieller Anwendungsbereich.....	30
5.1.1.2	Räumlicher Geltungsbereich .....	33
5.1.1.3	Erweiterter Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation nach MAR .....	34
5.1.2	Deutsches Wertpapierhandelsgesetz / Anforderungen der MAR .....	35
5.1.3	Insiderhandel.....	36
5.2	Deutsches Strafrecht .....	38
5.3	Wettbewerbsrecht .....	38
5.4	Schlussfolgerung und Empfehlung .....	38
<b>6.</b>	<b>Regulierung von Token-bezogenen Dienstleistungen.....</b>	<b>39</b>
6.1	Anlageberatung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG).....	40
6.2	Finanzportfolioverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG) .....	41
6.3	Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG) .....	41
6.4	Multilaterale Handelssysteme nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG .....	41
6.5	Depotgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG) .....	43
6.6	Handel für eigene Rechnung (§ 32 Abs. 1a Satz 2 KWG).....	44
6.7	Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen .....	45
6.7.1	Allgemeine Verhaltensregeln .....	46
6.7.1.1	Interessenwahrungspflicht.....	46
6.7.1.2	Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten.....	46

6.7.1.3	Pflichten betreffend Konzeption und Vertrieb.....	46
6.7.1.4	Informationspflichten.....	47
6.7.2	Besondere Verhaltensregeln .....	47
6.7.3	Weitere ausgewählte Verhaltenspflichten.....	48
6.8	Schlussfolgerungen und Empfehlungen zum deutschen Recht .....	48
<b>Anhang A:</b>	.....	<b>50</b>

## 1. Zielsetzung und Handlungsempfehlungen

Ziel dieses Beitrages ist es, den *status quo* der offenen rechtlichen Fragestellungen von Token-Verkäufe in Europa (nach EU-Recht) zu analysieren. Wo wir dies für sinnvoll halten, geben wir auch einen Überblick über nationale Besonderheiten und/oder Probleme im Zusammenhang mit EU-basiertem oder genuinem deutschen Recht.

Der Beitrag gliedert sich in sechs Teile. Diesem Abschnitt zu Zielsetzung und Handlungsempfehlungen schließt sich im zweiten Teil eine Analyse und Bewertung des geltenden Regulierungsrahmens an. Im dritten Teil werden wir prüfen, ob und wann Token als Wertpapiere angesehen werden können, da die diesbezüglichen Erkenntnisse in den folgenden Abschnitten zumindest teilweise die Weichen für die weitere Bewertung stellen. Die anschließenden Teile werden dem "Lebenszyklus" von Token folgen: Der vierte Teil widmet sich der Ausgabe von Token, wobei der Schwerpunkt auf den Informationspflichten des Ausgebers sowie auf Verpflichtungen im Zusammenhang mit Geldwäscheprävention liegt. Der fünfte Teil widmet sich den bestehenden Regeln des Wertpapierhandels und ihrer Anwendbarkeit auf Token-Verkäufe. Im sechsten Teil wird geprüft, welche Erlaubnisanforderungen für Token-bezogene Dienstleistungen bestehen. Wo wir es für erforderlich erachten, werden die Abschnitte um eigene Vorschläge für eine sinnvolle Regulierung ergänzt.

Auf Grundlage der nachfolgenden Untersuchungen kommen wir zu den folgenden Handlungsempfehlungen:

- 1.1. Notwendig ist die Schaffung von Rechtsklarheit zu der Frage der Token-Klassifizierung. Erforderlich ist Rechtssicherheit in der Frage, welche Token als Wertpapiere, welche als Utility Token und welche als Kryptowährungs-Token anzusehen sind (im Sinne der unten entwickelten Taxonomie). Die im Hinweisschreiben vom 20.02.2018 (GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010) kommunizierte Einzelfallentscheidungspraxis schafft keine hinreichende Transparenz über die gerade entstehende Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“). Die (grundsätzlich verständliche) Eigenerwartung der BaFin, nur langfristig aufrecht zu erhaltende Kriterien zu veröffentlichen, behindert eine rechtssichere und sinnvoll gesteuerte Entwicklung der schnelllebigen Technologiebranche. Hier wäre eine öffentliche Kommunikation der jeweils aktuell angelegten Abgrenzungskriterien deutlich hilfreicher, die ausdrücklich unter dem Vorbehalt der Beobachtung der weiteren Entwicklung und entsprechender Anpassung (jeweils für die Zukunft) stehen kann.
- 1.2. Aufbau einer Entscheidungssammlungen zur Veröffentlichung von Verwaltungsmaßnahmen und Sanktionen im Einzelfall im Kryptobereich (Untersagung/Rückabwicklung/Bußgelder etc.) auf anonymisierter Basis. Hierdurch erhält die Öffentlichkeit auch ohne Nennung allgemeingültiger Kriterien Indizien, wohin sich die Verwaltungspraxis der BaFin entwickelt.

- 1.3. Schaffung eines Regulierungsrahmens für Krypto-Börsen, die sowohl den Handel von Kryptowährungs-Token sowie von Utility Token regelt. Dabei soll insbesondere der jungen Technologie und den daraus entstehenden Möglichkeiten aber auch den Risiken Rechnung getragen werden. Die Ausdehnung der existierenden Regeln für MTFs auf Kryptowährungs-Token (durch ihre Erfassung als Rechnungseinheiten) sowie auf (die u.E. nicht erfassten) Utility Token halten wir aufgrund der hohen Infrastrukturanforderungen für nicht geeignet für Krypto-Börsen.
- 1.4. Listing auf Krypto-Börsen: Keine "Mithaft" deutscher Tokenausgeber für unregulierte Krypto-Börsen, auf denen die Token gelistet werden. Die aktuell wahrnehmbare Verwaltungspraxis der BaFin (Einbeziehung der Tokenausgeber in den Aufsichtskreis der Börsen bei aktivem Listing und damit de facto Untersagung eines aktiven Listings durch deutsche Tokenausgeber) steht insoweit im Widerspruch zur Verwaltungspraxis bei der Beurteilung von Freiverkehrs-Listings, wie sie sich nunmehr auch im Erwägungsgrund 14 der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG („EU-ProspektVO“) wiederfindet. Im Falle eines aktiven Listings durch die deutschen Tokenausgeber sollte vielmehr ein verpflichtender Warnhinweis auf der Website des Tokenausgebers zu veröffentlichen sein, dass die entsprechende Krypto-Börse nicht unter der deutschen Aufsicht steht.
- 1.5. Die Einordnung von Kryptowährungs-Token als Rechnungseinheiten sollte aufgegeben werden, da die damit einhergehende Einstufung als Finanzinstrumente der europarechtlichen Definition von Finanzinstrumenten widerspricht und damit zu etlichen Wertungswidersprüchen führt. Die durch die Qualifikation als Rechnungseinheit erreichte Erlaubnispflicht für Dienstleister greift nur isoliert für Deutschland, wodurch eine Ansiedlung von Krypto-Dienstleistern in Deutschland erschwert wird. Eine etwaig gewünschte Regulierung wäre daher nur auf europäischer Ebene sinnvoll, um eine einseitige Benachteiligung des Standorts Deutschlands zu vermeiden. Im Rahmen des Sekundärhandels besteht ohnehin für alle Token das Bedürfnis nach Schaffung transparenter und fairer Märkte.
- 1.6. Einführung von Regeln zur Sicherstellung von transparenten und fairen Märkten für alle Arten von Token, auch der Utility Token, auf europäischer Ebene.
- 1.7. Schaffung der Möglichkeit des Opt-in für Kryptowährungs-Token sowie Utility Token für einen freiwilligen, von der BaFin zu billigenden Prospekt, für den dann die gesetzliche Prospekthaftung statt des weiteren zivilrechtlichen Haftungsregimes greift. Hierdurch würde einen Anreiz geschaffen, die mit einem Prospekt einhergehende Transparenz tatsächlich zu nutzen.
- 1.8. Schaffung eines eigenen Anhangs für Wertpapier-Token-Verkäufe im Rahmen der EU - ProspektVO. Wir werden hierzu einen Vorschlag erarbeiten.

- 1.9. Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin, den Fall der Prospektfreiheit allenfalls mündlich zu bestätigen. Es deutet sich an, dass die BaFin ihre Meinung zur Prospektfreiheit nunmehr auch schriftlich äußert, was im Sinne der Schaffung von Rechtssicherheit sehr begrüßenswert ist.
- 1.10. Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin zu Ad-hoc-Meldungen, wonach es als Auswirkung des sog. Lafonta-Urteils (EuGH C-628/13 vom 11.03.2015) auch auf den spekulativen Anleger ankommen soll. Die bisherige Praxis stellt bei Token-Verkäufen eine - dogmatisch schon allgemein nicht zu rechtfertigende - ungebührliche Belastung der Marktteilnehmer mit inakzeptablen Haftungsrisiken dar.
- 1.11. Erweiterung der Mindestanforderungen Compliance („MaComp“) um einen eigenen Abschnitt für Wertpapier-Token-Verkäufe und damit verbundenen Wertpapierdienstleistungen. Wir werden hierzu einen Vorschlag erarbeiten.
- 1.12. Es sollte klargestellt werden, dass Tokenausgeber bei einem Tokenverkauf den Verpflichtungen eines Güterhändlers im Sinne des GWG und der AMLD unterliegen. Die AMLD sollte an die Mechanismen im deutschen Recht angeglichen werden, so dass der Tokenausgeber bei Vorliegen von Indikatoren, die den Verdacht auf Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung begründen, die allgemeinen Sorgfaltspflichten zu erfüllen hat.
- 1.13. Aufstockung des Personals bei der BaFin für Anfragen aus dem Kryptobereich, um die Bearbeitungszeiten deutlich zu verkürzen.
- 1.14. Schaffung eines zentralen Ansprechpartners zur Koordinierung der zuständigen öffentlichen Stellen für Fragen der Kryptoökonomie (Steuern, Verbraucherschutz, Aufsicht), der Widersprüche beseitigt und für eine konsistente Linie über alle Bereiche hinweg sorgt.

## 2. Analyse und Bewertung des geltenden Regulierungsrahmens

### 2.1 Einleitung

#### 2.1.1 Distributed Ledger-Technologie

Die Distributed-Ledger-Technologie („DLT“, z.B. die Blockchain-Technologie) baut auf dem Einsatz von digitalen Werten (nachfolgend **“Token”**) auf, die diverse (Vermögens-) Ansprüche oder Rechte repräsentieren können oder auch diverse Vermögens- oder Rechteübertragungen dokumentieren. Mittels dieser Technologie gespeicherte Informationen bieten einen hohen Schutz vor Fälschung und Duplizierung, so dass mit ihrer Hilfe Märkte sicher organisiert werden können. Sie bietet eine Lösung für das grundlegende Problem, dass digitale **“Vertreter”** von Gütern grundsätzlich beliebig oft erzeugt und entsprechend übertragen werden konnten. Dies gilt selbst in einem System, in dem es kein zentrales Organ und keinen zentralen Mittelsmann gibt, die das Problem der Doppelverfügung (das **“Double Spending-Problem”**) kontrollieren würde. Insbesondere dezentrale Systeme (zulassungsfreie (auch als permissionless bezeichnete) DLT-Netzwerke) legen die Regeln für die Token in einem Software-Protokoll fest. Damit bieten sie eine Alternative zu zentralen Systemen, in denen zentrale Instanzen (z.B. klassische Wertpapier-/Aktienbörsen oder Zentralbanken) den Transfer von Vermögenswerten organisieren, erfassen und sicherstellen, dass die Marktteilnehmer die gegebenen Regeln einhalten. Aber auch zentralisierte Strukturen können die DLT-Technologie nutzen, um intern die Verwaltung von Informationen effizienter zu gestalten (**“permissioned”** DLT-Netzwerke).

Auf der DLT-Technologie basierende Token können erstellt, übertragen oder zerstört werden (sog. **„Verbrennen“** von Token). Die Preisfestsetzung dieser Token erfolgt über Angebot und Nachfrage auf kapitalmarktähnlichen Börsen (sog. Krypto-Börsen). Da die Erfassung dieser Token durch die DLT-Technologie auf kryptographischen Technologien beruht, wurde für solche DLT-basierten digitalen Gütern der Begriff **“Crypto Assets”** geprägt.

Krypto-Assets können auf zweierlei Weise entstehen: Zum einen dezentral wie z.B. bei der Bitcoin-Blockchain, bei der Bitcoins durch Zurverfügungstellung von Rechnerleistung von vielen Netzwerkteilnehmern geschaffen werden und zum anderen zentral durch die Generierung von Tokens (meist über Smart Contracts) durch einen Projektinitiator.

Bei der Schaffung dezentraler Computernetzwerke stellen die Knoten die erforderliche Rechenleistung für das Netzwerk bereit. Permissionless DLT-Netzwerke ermöglichen es jedem, sich nach Wunsch dem Netzwerk anzuschließen und es zu verlassen. Innerhalb eines permissioned DLT-Netzwerkes entscheidet eine zentrale Instanz, wer am Netzwerk teilnehmen darf. Nutzer, die den Betrieb des Netzwerks unterstützen (beispielsweise durch Verifizierungsdienstleistungen), können mit Tokens belohnt

werden.<sup>1</sup> Die Tokengenerierung erfolgt als Belohnung für erbrachte Dienstleistungen im Netzwerk und ist integraler Bestandteil des Konsensus-Algorithmus des Netzwerkes. Bei der zweiten Art der Tokengenerierung werden die Token unabhängig von der Zurverfügungstellung von Rechenleistung erzeugt. Hier erfolgt die Zuteilung der Token durch einen Smart Contract (meist auf der Ethereum Blockchain), erstellt von einem Projektinitiator. Eine solche Zuteilung kann auf einem Token-Verkauf beruhen.<sup>2</sup> Durch die Nutzung solcher Smart Contracts sind die Projektinitiatoren in der Lage, Token über online bereitgestellte Angebote zu verkaufen oder anderweitig zuzuweisen. Dies erfolgt zumeist im Austausch gegen Krypto-Währungen.

### 2.1.2 Chancen

Wir unterstützen das neue Instrumentarium der Token-Verkäufe als Finanzierungsalternative für KMUs. Bislang steht den meisten KMUs keine echte Alternative zur Bankfinanzierung zur Verfügung. Mangels der notwendigen Ressourcen ist der Weg zum Kapitalmarkt oftmals versperrt und Venture Capital ist in Deutschland nur eingeschränkt verfügbar. Token-Verkäufe können eine alternative Finanzierungsmethode darstellen, indem KMUs durch Token direkt mit ihren Kunden oder Investoren verbunden werden. Auch haben Verbraucher nur beschränkten Zugang zum Kapitalmarkt und sind weitgehend von der Teilhabe an innovativen Projekten ausgeschlossen. Zudem sind sie geeignet, auch sozial und wirtschaftlich sinnvollen Projekten eine Finanzierung zu ermöglichen, die heute auf den traditionellen Wegen in der Regel keine Investoren finden (wie die Entwicklung von Open-Source-Protokollen). Gleichzeitig sind wir uns der Herausforderungen bewusst, die sich durch diese neue Art der Finanzierung für die Sicherung der Marktstabilität und der Verhinderung von Missbrauch ergeben.

### 2.1.3 Flexible Gestaltung von Ökosystemen

Token ermöglichen eine grundlegende Veränderung der Werterfassung und -übertragung in allen Arten von Ökosystemen. Sie bieten eine Lösung für das bekannte Problem, dass etlichen Transaktionen innerhalb und zwischen Ökosystemen heute gar kein oder nur ein impliziter Wert zugewiesen wird. Darüber hinaus ermöglichen tokenbasierte Anreizsysteme nicht nur die Einführung neuer Dienstleistungen und Produkte, sondern auch völlig neuer, durch Nutzer gesteuerte Ökosysteme. Die beschränkte Anzahl von Token auf einer fälschungssicheren Datenbank hat das Potential, die derzeit gültigen, ökonomischen Spielregeln für viele Wirtschaftssysteme grundlegend zu verändern.

### 2.1.4 Positive Netzwerkeffekte

Token-Verkäufe können positive Netzwerkeffekte erzeugen, die eine dezentrale Anwendung initialisieren und fördern. Erfolgreiche Token-Projekte sind regelmäßig so

---

<sup>1</sup>Another commonly used term is "coin". We do not distinguish between tokens and coins in this paper. For the definitions please see section 1.2 (*Categorization of tokens*)

<sup>2</sup> Andere gebräuchliche Begriffe sind "initial coin offering" (ICO) und "token generation event".

organisiert, dass sie die erforderliche Nutzerbasis schaffen, die den Betrieb, die Sicherheit und die Vitalität des dezentralen Netzwerks aufrechterhält.

## 2.1.5 Neue Finanzierungs-Mechanismen

### 2.1.5.1 Tokenausgeberperspektive

Neben den klassischen Finanzierungsinstrumenten (VC-Finanzierung, Crowdfunding, Kapitalmarktinstrumente und Bankkredite) stellt der Token-Verkauf ein weiteres flexibles Finanzierungsinstrument dar. Die mit einem Token-Verkauf einhergehenden Kosten werden im Vergleich zu traditionellen Finanzierungen als deutlich niedriger eingeschätzt.

Eine Reihe der derzeit an den gängigen Finanzierungsmodellen und/oder -prozessen beteiligten Intermediäre werden voraussichtlich nicht mehr erforderlich sein.

### 2.1.5.2 Investorenperspektive

Am Kapitalmarkt agierende Verbraucher sind in Deutschland bei der Anlage ganz überwiegend auf gelistete Wertpapiere, regulierte Fondsprodukte oder Vermögensanlagen mit teilweise konzeptionell sehr hohen Verlustrisiken beschränkt. Zugang zu alternativen Anlageprodukten, welche die Wertentwicklung an Unternehmungen mit hoher Wachstumsrate spiegeln, besteht weitgehend nicht.

Die klassischen Crowdfunding-Modelle decken zumindest in Kontinentaleuropa nur einen verschwindend geringen Anteil an der Finanzierung von KMUs ab, da sie sich aufgrund der sehr eingeschränkten, zulässigen rechtlichen Strukturen, der hohen geographischen Fragmentierung in Zentraleuropa, der hohen Kosten für Intermediäre sowie der fehlenden Liquidität nie durchsetzen konnten. Die Token ermöglichen durch individuelle Programmierung neue Beteiligungsmethoden und dank ihrer Übertragbarkeit Liquidität auch für Frühphasen- und Kleininvestoren.

## 2.1.6 Kategorisierung von Token

Die nachfolgende Kategorisierung von Token ist Gegenstand vielfältiger Diskussionen und als solche nicht abschließend. Wir sind aber überzeugt, dass sie den kleinsten gemeinsamen Nenner der verwendeten Terminologien in Wissenschaft und Praxis darstellt<sup>3</sup>, die wir entsprechend für unsere weiteren Ausführungen übernehmen. Die nachfolgend näher beschriebenen Token-Klassen stellen gemeinsam „**Token**“<sup>4</sup> im Sinne dieses Dokuments dar:

---

<sup>3</sup> Hacker, LL.M., Thomale LL.M, Crypto-Securities Regulation: ICO's, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, veröffentlicht am 30. November 2017, zuletzt geändert 13. Dezember 2017, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820), II. C. 3.

<sup>4</sup> Einige argumentieren, dass "Coins" im Gegensatz zu Token auf einer Plattform ausgegeben werden, die Transaktionen dieses Instruments gewidmet ist (z.B. Bitcoin), während "Token" auf einer Plattform eines Drittanbieters ausgegeben werden (z.B. jedes ERC20-Token, außer Ether). Für die Zwecke dieses Papiers gilt diese

„**Kryptowährungs-Token**“ sind Token, die als Zahlungsmittel innerhalb eines Netzwerkes für Transaktionen zwischen den Nutzern bzw. auch zwischen dem Netzwerkbetreiber und den Nutzern eingesetzt werden.

„**Utility Token**“ sind Token, die den Inhabern der Token einen funktionalen Nutzen in Form eines (ggf. angedachten, noch zu schaffenden) Zugangs zu einem Netzwerk vermitteln sollen. Diese Token können besondere Rechte mit sich bringen, wie z.B.: (i) ein Recht auf Zugang zu einer (zukünftigen) Dienstleistung / einem (zukünftigen) Produkt (sobald entwickelt); (ii) ein Recht, den Token gegen einen Utility Token oder eine Dienstleistung / ein Produkt einzulösen; (iii) Stimmrechte, die häufig dazu bestimmt sind, die Funktionalität der Dienstleistung oder des Produkts zu beeinflussen.

„**Wertpapier- oder Security-Token**“: Token, die mit herkömmlichen Wertpapieren nach Art. 4 (1) Nr. 44 Richtlinie 2014/65/EU (**“MiFID II”**) vergleichbar sind, insbesondere konventionelle Schuldtitel und Eigenkapitalinstrumente<sup>5</sup>.

Bitte beachten Sie, dass wir diese Art der Kategorisierung in erster Linie zu Vereinfachungszwecken verwenden. Sie soll keine rechtliche oder regulatorische Bewertung implizieren. Jeder Token muss unabhängig von seiner Form oder seiner Bezeichnung stets inhaltlich geprüft und bewertet werden, wobei vor allem auf den tatsächlichen wirtschaftlichen Sachverhalt abgestellt wird (**“substance over form”**). In der Praxis weisen Token so gut wie immer hybride Formen auf, das heißt 99% der Utility- oder Security-Tokens dienen auch als Zahlungsmittel innerhalb ihres Netzwerkes, sind also auch Kryptowährungs-Token.

### 3. Der Wertpapierbegriff

Die Frage, wann Token als „Wertpapiere“ anzusehen sind, stellt sich in unterschiedlichen Zusammenhängen immer wieder neu.<sup>6</sup> Die Einordnung als Wertpapier hat diverse Folgen, insbesondere aufsichtsrechtlicher Natur.<sup>7</sup> Als Beispiel sei nur die damit verbundene Prospektpflicht erwähnt. Darüber hinaus wirkt sie sich auch auf die steuerrechtliche Erfassung von Token aus. Zu unterscheiden ist der Begriff des Wertpapiers von dem des Finanzinstrumentes. Letzterer ist weiter als der des Wertpapiers. „Wertpapiere“ sind eine von mehreren Unterkategorien von

---

Unterscheidung jedoch nicht. Jeder ERC20-Token, der auf der Ethereum-Plattform ausgegeben wird und als Zahlungsmittel dient, sowie Bitcoin gelten als Token (letzteres wird daher als Bitcoin-Token bezeichnet).

<sup>5</sup> Weitere Einzelheiten finden Sie in Abschnitt 2.4.1.1.1 (Sicherheitstoken).

<sup>6</sup> S. vergleichbare, bis ins Jahr 2009 geführte Diskussion darüber, ob Anteile an geschlossenen Fonds (dh also KG- und GmbH-Anteile) als Wertpapiere einzuordnen sind (vgl. hierzu - im Ergebnis jeweils ablehnend - Voß, BKR 2007, 45 ff.; Sester, ZBB 2008, 369 ff). Mit der Neufassung des § 2 Abs. 2b WpHG aF durch das FinAnVermAnlG hat der Gesetzgeber festgelegt, dass Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 VermAnlG, zu denen auch die in der Form eines Kommandit- oder GmbH-Anteils angebotenen Anteile an geschlossenen Fonds gerechnet wurden, gerade keine Wertpapiere sind und ist damit der im Schrifttum zur Verbesserung des Anlegerschutzes vorgeschlagenen Ausweitung des Wertpapierbegriffs (so etwa Assmann in Assmann/Schneider, § 2 WpHG Rn. 16) explizit nicht gefolgt (hierzu ausführlich Ritz in Just/Voß/Ritz/Becker, § 2 WpHG Rn. 22 f.)

<sup>7</sup> BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrundeliegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, Hinweisschreiben v. 20.2.2018, unter 3. und 4.

Finanzinstrumenten. Aufsichtsrechtliche Anforderungen können sich deshalb auch für Nicht-Wertpapiere aus der Einordnung als Finanzinstrument ergeben. Im Mittelpunkt der nachfolgenden Erläuterungen stehen die Vorschriften des europäischen und deutschen Wertpapierrechts, die sich mit der Emission und dem Handel von Wertpapieren befassen. Unberücksichtigt bleiben dabei zunächst die erweiterte Prospektspflicht aus den zivilrechtlichen, sowie die vorvertraglichen Aufklärungspflichten und die Bereiche des Aufsichtsrechts, die nicht die Ausgabe und den Handel von Wertpapieren betreffen, wie z. B. das Depotgesetz.

### 3.1 Wertpapiere nach europäischem Kapitalmarktrecht

Das europäische Kapitalmarktrecht definiert den Begriff des Wertpapiers in der MiFID II<sup>8</sup>, die auf den Art. 3 (1) Nr. 1 der Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation, "MAR")<sup>9</sup> verweist.

#### 3.1.1 MiFID II

Die MiFID II definiert als Finanzinstrumente u. a. "übertragbare Wertpapiere" (Anlage I Abschnitt C Nr. 1 MiFID II). In Art. 4 (1) Nr. 44 ist der Begriff der übertragbaren Wertpapiere definiert als

*„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 Rechtspersönlichkeiten 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;"*

Im Kern enthält diese Definition ein Negativmerkmal (kein Zahlungsinstrument), drei formale Kriterien und durch die beispielhaft aufgezählten Wertpapierarten einen Vergleichsmaßstab, um ein "übertragbares Wertpapier" zu definieren. Die formalen Kriterien sind Übertragbarkeit, Standardisierung und Handelbarkeit auf den Kapitalmärkten (wobei das Merkmal der Handelbarkeit regelmäßig als Teilelement der Übertragbarkeit anzusehen ist).<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente, ABI EU vom 12.6.2014, Nr. L 173/ S. 349

<sup>9</sup> Verordnung (EU) 2014/596 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), ABI EU vom 12.6.2014 Nr. L 173 S. 1.

<sup>10</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 6. Aufl. 2012, § 2 Rn. 10.

### 3.1.1.1 Übertragbarkeit

Übertragbarkeit bedeutet, dass das Wertpapier einer anderen Person übertragen werden kann, unabhängig davon, ob es Urkunden gibt, die das Bestehen der Anteile zertifizieren oder dokumentieren. Die Tatsache, dass die meisten Token aktiv an (Krypto-)Börsen gehandelt werden, ist ein deutliches Indiz dafür, dass das Kriterium der Übertragbarkeit bei Token erfüllt ist. Token, die aufgrund technischer Beschränkungen nicht übertragbar sind, qualifizieren daher nicht als Wertpapiere.<sup>11</sup>

### 3.1.1.2 Handelbarkeit am Kapitalmarkt

Übertragbare Wertpapiere müssen nach Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II auf einem Kapitalmarkt handelbar sein.

#### 3.1.1.2.1 Handelbarkeit

Das Merkmal der Übertragbarkeit bezieht sich auf die Zuordnung von Wertpapieren. Demgegenüber umfasst Handelbarkeit die Möglichkeit, Wertpapiere als marktgängigen Gegenstand für Tauschvorgänge zu verwenden. Handelbarkeit setzt Übertragbarkeit voraus, geht aber in den Anforderungen darüber hinaus. Fast alle übertragbaren Rechte sind in diesem Sinne auch handelbar. Etwa im Bereich des Urheberrechts sind indessen Rechte denkbar, die zwar im Erbgang übertragen, nicht aber gehandelt werden können. Die Europäische Kommission hat Beweisregeln zur Feststellung der Handelbarkeit entwickelt. Wenn es sich bei den betreffenden Wertpapieren um Wertpapiere handelt, die auf einem geregelten Markt oder einem multilateralen Handelssystem gehandelt werden können, sei dies ein schlüssiger Hinweis darauf, dass es sich bei den betreffenden Instrumenten um übertragbare Wertpapiere handelt.<sup>12</sup> Das schließt nicht aus, dass auch Instrumente, die nicht auf multilateralen Handelssystemen oder geregelten Märkten gehandelt werden können, als handelbar angesehen werden.<sup>13</sup> Die Tatsache, dass Token aktiv an (Krypto-)Börsen gehandelt werden, ist ein deutliches Indiz dafür, dass das Kriterium der Handelbarkeit bei Tokens erfüllt ist.<sup>14</sup>

#### 3.1.1.2.2 Kapitalmarkt

Die Handelbarkeit von Token auf Krypto-Börsen lässt nicht automatisch den Schluss darauf zu, dass sämtliche Token in allen ihren unterschiedlichen Ausgestaltungen auch im Sinne von Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II auf einem *Kapitalmarkt* handelbar sind<sup>15</sup>. Der Begriff „Kapitalmarkt“ ist in der MiFID II nicht legal definiert. Das Schrifttum diskutiert den Begriff im weiteren Kontext der Kapitalmarktregulierung und kommt im Ergebnis zu dem Schluss, dass ein Kapitalmarkt ein Markt ist, auf dem u. a. Aktien- und Schuldtitel gehandelt werden können und sowohl die organisierten wie die nicht-organisierten

---

<sup>11</sup> Hacker/Thomale, Chris, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law (November 22, 2017). abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3075820>, S. 20.

<sup>12</sup> Europäische Kommission, Your questions on MiFID (updated version 2008) Question No. 115.

<sup>13</sup> Europäische Kommission, ebenda, Question No. 115.

<sup>14</sup> Hacker/Thomale, aaO. (Fn. 9), S. 21 ff.

<sup>15</sup> Anders möglicherweise BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrundeliegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, Hinweisschreiben v. 20.2.2018, unter 1 lit. a

Finanzmärkte umfasst<sup>16</sup>; folglich sind insbesondere multilaterale Handelssysteme wie auch OTC-Geschäfte erfasst, sofern letztere Geschäfte nur die erforderliche Standardisierung<sup>17</sup> aufweisen<sup>18</sup>. Kapitalmärkte unterscheiden sich von anderen Märkten wie Waren-, Rohstoff- und Dienstleistungsmärkten, aber auch von Geld-, Devisen- oder Derivatemarkten<sup>19</sup>. Im Unionsrecht findet die Abgrenzung zwischen dem Kapitalmarkt und den Waren- und Dienstleistungsmärkten eine Parallele in der Abgrenzung der Grundfreiheiten untereinander, die wegen des erweiterten Anwendungsbereichs der Kapitalverkehrsfreiheit gegenüber Drittstaaten dort besonders bedeutsam ist. Instruktiv entwickelt der EuGH Kriterien dazu in einer Entscheidung zur Qualifikation des Handels mit („verbrieften“) finnischen Angellizenzen<sup>20</sup>. Es geht dort um die Abgrenzung der Waren- von der Dienstleistungsfreiheit, nimmt aber auch die Kapitalmarktfreiheit in den Blick. Dabei stellt der EuGH fest, dass nicht jeder liquide Markt als Kapitalmarkt anzusehen ist<sup>21</sup>. Konstituierendes Merkmal eines Kapitalmarktes ist vielmehr der Handel mit Eigen- oder Fremdkapitalinstrumenten. Er ist von dem Handel mit Waren und Dienstleistungen abzugrenzen.

Nur wenige der aktuell bestehenden (Krypto-)Börsen unterscheiden eindeutig zwischen dem Handel mit Eigen- und Fremdkapitalinstrumenten (Wertpapier-Token und dem Handel mit Nutzungs- und Zugangsrechten (Utility- Token)). Daher wird es Krypto-Börsen geben, auf denen Token, die Eigen- und Fremdkapitalinstrumente darstellen (Wertpapier-Token), gleichberechtigt neben anderen Instrumenten gehandelt werden können. Ungeklärt ist, ob ein solcher (faktischer) Handel aller Arten von Token auf einer einheitlichen Handelsplattform einen "Kapitalmarkt" nur für die gehandelten Eigen- und Fremdkapitalinstrumente schafft oder ob dadurch auch alle anderen auf derselben Handelsplattform gelisteten Nicht-Eigenkapital-/Nicht-Fremdkapital-Token an einem Kapitalmarkt gehandelt werden. Diese Frage wird in ihrem jeweiligen Regelungskontext zu beantworten sein.

### 3.1.1.3 Standardisierung

Das Merkmal der Standardisierung setzt voraus, dass die Wertpapiere sich durch gemeinsame Eigenschaften auszeichnen, so dass die Übermittlung von Informationen über Art und Anzahl ausreicht, um die mit ihnen verbundenen Rechte zu übertragen<sup>22</sup>. Dies trifft auf Token regelmäßig zu.

---

<sup>16</sup> Vgl. RegBegr FRUG BT-Drucks.16/4028 S. 54.

<sup>17</sup> Vgl. hierzu Ziff. 2.1.1.3.

<sup>18</sup> Veil/Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2011, § 3 I. 1; Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 2009, § 1 I. 1; Ritz in Just/Voß/Ritz/Becker, Wertpapierhandelsgesetz, 1. Aufl. 2015, § 2 Rn. 19.

<sup>19</sup> Veil/Veil, aaO. (Fn. 13), § 3 I. 1; Grunewald/Schlitt, aaO. (Fn. 13), § 1 I. 1.

<sup>20</sup> EuGH v. 21.10.1999 – C-97/98 (Peter Jägerskiöld gegen Torolf Gustafsson), C-97/98, ECLI:EU:C:1999:515.

<sup>21</sup> EuGH, aaO., Rn. 34, 36.

<sup>22</sup> Hacker/Thomale, aaO. (Fn. 9), S. 22.

#### 3.1.1.4 Kein Zahlungsinstrument

Zahlungsinstrumente sind von dem Wertpapierbegriff nach Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II ausgenommen. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob und wann Token zu Zahlungsinstrumenten in diesem Sinne zählen. Eine gängige Sichtweise versteht unter Zahlungsinstrumenten Bargeld, Schecks oder andere liquide Mittel, die üblicherweise zur Bezahlung verwendet werden<sup>23</sup>. Die BaFin versteht in ihrer Verwaltungspraxis als Zahlungsinstrument insbesondere Bar- und Buchgeld, elektronisches Geld, Einkaufsgutscheine, Komplementärwährungen sowie Schecks<sup>24</sup>. Die Europäische Kommission demgegenüber versteht unter Zahlungsinstrumenten "securities which are used only for the purposes of payment and not for investment". (Fußnote: EC, Q&A MiFID, S. 45. Dies soll insbesondere cheques, bills of exchanges erfassen). Kryptowährungs-Token sind nach unserem Verständnis daher keine Wertpapiere im Sinne der Vorschrift. Hybride Token, die zwar auch als Zahlungsinstrument dienen, sind jedoch nicht per se von dem Wertpapierbegriff ausgenommen.

Dieses Ergebnis wird auch durch das Schreiben des Finanzministeriums zur umsatzsteuerlichen Behandlung von Bitcoins gestützt. Für die Beantwortung der Frage, wie die Hingabe von Tokens steuerlich zu behandeln ist, stellt das Finanzministerium darauf ab, ob der jeweilige Token ausschließlich als Zahlungsmittel genutzt wird. Soweit das der Fall ist, soll er auch als Zahlungsmittel behandelt werden (Fußnote: mit der Folge, dass die Verwendung nicht steuerbar ist.)<sup>25</sup>. Reine Kryptowährungs-Token erfüllen diese Voraussetzung stets, mit der Folge, dass sie als reines Zahlungsmittel anzusehen sind. Wie in unseren Handlungsempfehlungen dargelegt, sollten die verschiedenen zuständigen Behörden eine einheitliche Bewertung von Token vornehmen, jedenfalls aber dieselben Differenzierungskriterien anwenden.

#### 3.1.1.5 Funktionale Vergleichbarkeit mit Aktien oder anderen verbrieften Schuldtiteln

Um neuartige Anlageprodukte zu qualifizieren, bietet die nicht abschließende Aufzählung von Beispielen für Wertpapiere in Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II Anhaltspunkte für einen Vergleichsmaßstab (siehe oben unter 2.1.1.), beschreibt diese "*non exhaustive indicative list*" doch die Vorstellung des europäischen Gesetzgebers vom Begriff des Wertpapiers.

Token, die nicht nur die drei Ausgangskriterien Übertragbarkeit, Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt und Standardisierung erfüllen, sondern jedenfalls auch mit einem der aufgeführten Beispiele vergleichbar sind, dürften daher übertragbare Wertpapiere nach europäischem Kapitalmarktrecht sein.

Regelbeispiele, wie sie hier verwendet werden, haben konkretisierende Wirkung auf die Auslegung von abstrakten Tatbestandsmerkmalen und schränken den

---

<sup>23</sup> RegBegr FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 54; Ritz in Just/Voß/Ritz/Becker, Wertpapierhandelsgesetz (1. Aufl. München 2015), § 2 Rn. 9; Fuchs in Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (2. Aufl. München 2016), § 2 Rn. 10.

<sup>24</sup> vgl. BaFin, Merkblatt Finanzinstrumente, Stand Juli 2013)

<sup>25</sup> Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen zur umsatzsteuerliche Behandlung von Bitcoin und anderen sog. virtuellen Währungen vom 27. Februar 2018, Ziff. II.

Anwendungsbereich einer Vorschrift ein<sup>26</sup>. Vor diesem Hintergrund ist die im Schrifttum bereits vertretene Ansicht überzeugend, nach der die Vergleichbarkeit mit den aufgeführten Beispielen als zusätzliches Kriterium herangezogen werden sollte<sup>27</sup>. Der Anwendungsbereich des Begriffs "übertragbare Wertpapiere" nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFiD II umfasst daher grundsätzlich nur solche Instrumente, die den bereits in der Liste aufgeführten Wertpapieren ähneln und somit Äquivalente zu handelbaren Eigen- und Fremdkapitalinstrumenten darstellen können.

Fraglich ist, welche Vergleichskriterien heranzuziehen sind und wie eng der Kreis vergleichbarer Instrumente zu ziehen ist. Diese Frage ist in ihrem jeweiligen Regelungszusammenhang zu beantworten und wird später in diesem Papier noch zu diskutieren sein (siehe unten 2.4).

### 3.1.2 Marktmissbrauchsverordnung

Die Marktmissbrauchsverordnung enthält keine direkte Anknüpfung an den Begriff des Wertpapiers. Ihr Anwendungsbereich erstreckt sich nach Art. 2 (1) auf Finanzinstrumente, die sie in Art. 3 (1) Nr. 1 durch einen Verweis auf Art. 4 (1) Nr. 15 MiFiD II definiert. Auch hier wird wieder auf Anhang I Abschnitt C MiFiD II verwiesen. Zu den dort aufgezählten Finanzinstrumenten gehören die oben dargestellten „**übertragbaren Wertpapiere**“ Art.4 (1) Nr. 44 MiFiD II.

Darüber hinaus enthält Art. 3 (2) MAR eine weitere bereichsspezifische Definition für Wertpapiere, die nur für die Anwendung von Art. 5 MAR (Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen) gilt. Diese Definition nimmt den Beispielskatalog aus Art. 4 (1) Nr. 44 MiFiD II als enumerative Liste auf und beschränkt damit die dortige Wertpapierdefinition auf die in der Liste genannten Instrumente, unabhängig von der weiteren, abstrakten Definition Art. 4 (1) Nr. 44 MiFiD. Gemäß Art. 3 (2) MAR bezeichnet der Begriff des „Wertpapiers“:

- (i) Aktien und andere Wertpapiere, die Aktien gleichwertig sind;
- (ii) Schuldverschreibungen und andere Formen verbriefter Schuldverschreibungen oder
- (iii) verbrieft Schuldverschreibungen, die in Aktien oder andere Wertpapiere, die Aktien gleichwertig sind, umgewandelt oder umgetauscht werden können.

Dies belegt die Relevanz der Beispielliste für die Auslegung des Wertpapierbegriffs nach Art. 4 (1) Nr. 44 MiFiD II.

## 3.2 Wertpapiere nach deutschem Kapitalmarktrecht

Der Begriff der "Wertpapiere" wird im deutschen Recht ferner im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), im Wertpapierprospektgesetz (WpPG), im Depotgesetz (DepotG) und im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) definiert. Das WpHG

---

<sup>26</sup> Anzinger, Die normative Reichweite des Transparenzgebots für Beteiligungen an börsennotierten Kapitalgesellschaften, WM 2011, 391, 395 mwN.

<sup>27</sup> Hacker/Thomale, aaO. (Fn. 9), S. 25.

setzt den Wertpapierbegriff der MiFID, das WpPG denjenigen der ProspektRL um, der wiederum auf die MiFID-Definition verweist<sup>28</sup>.

### 3.2.1 Wertpapierhandelsgesetz

Gemäß § 2 Abs. 1 WpHG sind Wertpapiere, unabhängig von ihrer Verbriefung, alle Gattungen von Rechten mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die an den Finanzmärkten handelbar sind, insbesondere

- Aktien,
- andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind, sowie Hinterlegungsscheine, die Aktien vertreten,
- Schuldtitel, und zwar insbesondere Genussscheine und Inhaberschuldverschreibungen und Orderschuldverschreibungen sowie Hinterlegungsscheine, die Schuldtitel vertreten, sowie sonstige Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach den Nummern 1 und 2 berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird. Zu diesem letzten Element enthält die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 nähere Bestimmungen, auf die § 2 Abs. 1 Nr. 3 Buchst. b WpHG verweist.

### 3.2.2 Wertpapierprospektgesetz

Wertpapiere sind nach § 2 Nr. 1 WpPG übertragbare Wertpapiere, die an einem Markt gehandelt werden können, insbesondere

- a) Aktien und andere Wertpapiere, die Aktien oder Anteilen an Kapitalgesellschaften oder anderen juristischen Personen vergleichbar sind, sowie Zertifikate, die Aktien vertreten,
- b) Schuldtitel, insbesondere Schuldverschreibungen und Zertifikate, die andere als die in Buchstabe a genannten Wertpapiere vertreten,
- c) alle sonstigen Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung 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,

mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten.

### 3.2.3 Investmentrecht

Das Kapitalanlagegesetzbuch („KAGB“) bildet den rechtlichen Rahmen für Investmentvermögen in Deutschland. Es verwendet den Begriff Wertpapiere im

---

<sup>28</sup> S. Ziffer 2.1 (Europäische Wertpapierdefinition nach Art. 4 (1) (44) MiFID).

Zusammenhang mit den Anlagevorschriften für OGAW (§ 193 KAGB) und die Anlagevorschriften für Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen (§ 284 KAGB), ohne ihn selbst zu definieren<sup>29</sup>. Für den Wertpapierbegriff des § 193 KAGB gilt daher auf dem Weg der richtlinienkonformen Auslegung die Definition für Wertpapiere, die in der OGAW-Richtlinie (2009/65/EG) und in der Durchführungsrichtlinie der Kommission 2007/16/EG enthalten ist. Gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. n) der OGAW-Richtlinie bedeutet „Wertpapiere“:

- Aktien und andere, Aktien gleichwertige Wertpapiere („Aktien“),
- Schuldverschreibungen und sonstige verbriefte Schuldtitel („Schuldtitel“),
- alle anderen marktfähigen Wertpapiere, die zum Erwerb von Wertpapieren im Sinne dieser Richtlinie durch Zeichnung oder Austausch berechtigen.

Für die Auslegung des Begriffs „Wertpapiere“ in § 284 KAGB wird in der Aufsichts- und Beratungspraxis weiter auf die Definition des Investmentgesetzes in § 2 Abs. 4 Nr. 1 InvG zurückgegriffen, das die rechtlichen Rahmenbedingungen für deutsche Fonds vor dem Kapitalanlagegesetzbuch bildete<sup>30</sup>. Folgt man der Gesetzesbegründung ist der Begriff des Wertpapiers in § 2 Abs. 4 Nr. 1 InvG wirtschaftlich mit einem Fokus auf die Merkmale der Liquidität und Übertragbarkeit des betreffenden Wertpapiers auszulegen. Er umfasst damit insbesondere Aktien, aktienähnliche Wertpapiere, Schuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen, die wiederholt übertragbar sind sowie andere Schuldverschreibungen oder andere marktgängige Wertpapiere<sup>31</sup>.

### **3.3 Schlussfolgerung - Merkmale regulierter Wertpapiere nach europäischem und deutschem Recht**

Das europäische Kapitalmarktrecht in Gestalt von MiFID und Marktmissbrauchsverordnung zielt darauf ab, Dienstleistungen in Verbindung mit Wertpapieren, ihre Emission und ihren Handel zu regulieren, wenn diese Wertpapiere (i) übertragbar, (ii) handelbar und (iii) standardisiert, (iv) kein Zahlungsinstrument sowie (v) vergleichbar sind zu den Instrumenten in der Beispielliste in Art 4 (1) Nr. 44 MiFID II sind. Sowohl das deutsche WpHG als auch das WpPG setzen diese Vorgaben in das deutsche Recht um<sup>32</sup> und bilden damit die Grundlage für die Qualifikation von Wertpapieren nach den oben genannten Regeln.

Die Bedeutung der auch schon früher<sup>33</sup> diskutierten Voraussetzung der Vergleichbarkeit zu Instrumenten der Beispielliste in Art 4 (1) Nr. 44 II MiFID ist für eine in sich geschlossene und über die diversen Einzeldefinitionen des Wertpapierbegriffs konsequente Auslegung im Zusammenhang mit der Klassifizierung von Token entscheidend. Ausgehend von diesem vorherrschenden Verständnis des

<sup>29</sup> von Rom, in Baur/Tappen(Ed.), Investmentgesetze, Band 1, 3. Aufl. 2015, § 193 Rn. 4.

<sup>30</sup> Livonius/Riedl, in Moritz/Klebeck/Jesch, KAGB, § 284 in Rn. 24 ff.

<sup>31</sup> BT Drucks.15/1553 S. 75; Zingler, in Baur/Tappen (Ed.), Investmentgesetze, Band 2, 3. Aufl. 2015, § 284 Rn. 12.

<sup>32</sup> Assmann, in Assmann/U.H. Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 2 Rn. 7-8; Ritz in Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, 1. Aufl. 2015, § 2 Rn. 15ff.

<sup>33</sup> Verweis auf oben

Wertpapierbegriffs kann nicht jedes übertragbare, handelbare und standardisierte Instrument als reguliertes Wertpapier angesehen werden. Vielmehr ist erforderlich, dass das Instrument mit den in verschiedenen bereichsspezifischen Definitionen genannten Regelbeispielen (oder enumerativen Listen) vergleichbar ist, und damit Ähnlichkeiten zu Eigen- und Fremdkapitalinstrumenten aufweist. Soweit die gesetzlichen Bestimmungen keinen Katalog von Mustern und Äquivalenten enthalten, ergibt sich dies zusätzlich aus dem konstituierenden Element der „Handelbarkeit am Kapitalmarkt“ in der übergeordneten Definition der MiFID II. Gegenstände des Handels am Kapitalmarkt sind nur Eigen- und Fremdkapitalinstrumente.

Ausgehend von Aktien und Anleihen als Vergleichsmuster muss das betreffende Instrument seinem Inhaber eine Art von (i) Beteiligungsrecht an irgendeiner Art von Gewinn oder Rendite oder (ii) einen finanziellen Anspruch gegenüber dem Inhaber eines solchen Instruments vermitteln. Auch wenn in den fraglichen Gesetzen Regelbeispiele verwendet werden, die nicht (immer) abschließend sind, enthält keines dieser Gesetze ein Instrument, das nicht im Kern mit einem Renditeanspruch oder einer anderen Art finanzieller Forderung gegen den Aussteller eines solchen Instruments verbunden ist. Dies impliziert, dass die Gesetzgeber sich von der Vorstellung leiten ließen, dass nur Eigen- und Fremdkapitalinstrumente und bestimmte Derivate am Kapitalmarkt gehandelt und nur diese im Kapitalmarktrecht reguliert werden sollten.

In diesem Zusammenhang erscheint uns das aktuelle Hinweisschreiben der BaFin<sup>34</sup> nur bedingt weiterführend. Es besagt pauschal, dass Voraussetzung eines Wertpapiers u.a. die Verkörperung von Rechten im Token ist, d.h. entweder von Gesellschafterrechten oder schuldrechtlichen oder mit Gesellschafterrechten oder schuldrechtlichen Ansprüchen vergleichbaren Ansprüchen. Die verunsicherte Blockchain Community neigt dazu, diese Aussage wörtlich zu nehmen und davon auszugehen, dass in Deutschland jede Art von Verkörperung schuldrechtlicher Ansprüche ein Wertpapier darstellt. Damit gäbe es keine eigene Kategorie von Utility Token im deutschen Aufsichtsrecht, was nach unserer Erfahrung im Austausch mit der BaFin nicht der Verwaltungspraxis entspricht. Es wäre sehr zu begrüßen, wenn die deutsche Aufsicht dieses Missverständnis schnellstmöglich ausräumen würde, um die laufende Abwanderung von Crypto-Unternehmen aus Deutschland aufzuhalten. Nach unserer Wahrnehmung erkennt auch die BaFin Utility Token als eigene Klasse von Token an, die nicht unter den allgemeinen Wertpapierbegriff (und damit insbesondere die Prospektpflicht) fällt. Eine öffentliche Bestätigung steht indes ebenso aus wie die Offenlegung der von der BaFin in der Praxis angewandten Abgrenzungskriterien.

---

<sup>34</sup> BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, Hinweisschreiben v. 20.2.2018, unter 1 lit. a

### 3.4 Anwendung des Wertpapierbegriffs auf Token

#### 3.4.1 Wertpapier-Token

In dieser Stellungnahme sind Wertpapier-Token bereits als Token beschrieben worden, die mit herkömmlichen Instrumenten vergleichbar sind, wie sie in Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II adressiert werden. Dies umfasst Eigen- und Fremdkapitalinstrumente. Nach den oben genannten Anforderungen sind solche Token sowohl nach europäischem als auch nach deutschem Recht als Wertpapiere anzusehen.<sup>35 36</sup>

#### 3.4.2 Utility Token

Utility Token geben dem Inhaber in der Regel das Recht, bestimmte Dienstleistungen/Güter auf einer Plattform in Anspruch nehmen zu können. Soweit damit die durch sie vermittelte Dienstleistung/Güter im Vordergrund stehen, sind sie nach unserer Auffassung keine Kapitalmarktinstrumente und fallen daher unabhängig von der mit Aktien oder anderen Formen von verbrieften Schuldtiteln vergleichbaren Handelbarkeit aus dem Wertpapierbegriff heraus<sup>37</sup>.

Utility Token können insbesondere nicht als „andere verbrieftete Schuldtitel“ im Sinne von Art. 4 (1) (44) (b) MiFID II angesehen werden. Selbst wenn man, ausgehend vom Wortsinn, jede Schuld unabhängig von einem finanziellen Anspruch einbeziehen wollte, fehlt die förmliche Verbriefung, die im Wortlaut dieser Vorschrift vorausgesetzt wird, sowie inhaltlich eine Verkörperung finanzieller Ansprüche gegen den Ausgeber bei einem Utility Token<sup>38</sup>.

Darüber hinaus ist es mit Blick auf das Schutzbedürfnis des Käufers nicht erforderlich, Utility Token durch eine Qualifikation als „andere verbrieftete Schuldtitel“ in den Anwendungsbereich der MiFID II einzubeziehen. Es stehen nicht Chancen und Risiken einer Anlage und die Erwartungen auf zukünftige Gewinne oder Verluste im Vordergrund, sondern die Möglichkeit der Inanspruchnahme einer Dienstleistung oder eines Gutes.

Diese Funktion ist bedeutsam für die Beantwortung der Frage, ob die Emission von Utility Token einer Prospektspflicht unterliegt. Prospektpflichten sind ein Instrument des Anlegerschutzes. Sie sollen die Anleger vor Informationsasymmetrien in Bezug auf die Ertrags- und Risikobewertung schützen. Steht jedoch der Wert einer Dienstleistung oder Produkts im Vordergrund, ist der Käufer eines Utility Tokens so schutzbedürftig wie der Käufer einer Ware oder Dienstleistung. Die Besonderheiten von Utility Token

---

<sup>35</sup> Eine Gegenauffassung verknüpft den Wertpapierbegriff mit der zusätzlichen Voraussetzung, dass die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs besteht. Das würde im deutschen Recht regelmäßig eine Verbriefung erfordern, die bei Token nicht gegeben ist. Diese Auffassung findet keine Stütze im Unionsrecht und wird von der Aufsichtspraxis im nationalen Recht nicht geteilt.

<sup>36</sup> Bafin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrundeliegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, Hinweisschreiben v. 20.2.2018, unter 1 a).

<sup>37</sup> Zutreffend Finma, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) Ausgabe vom 16. Februar 2018, S. 4.

<sup>38</sup> Vgl. Hacker/Thomale, aaO. (Fn. 9), S. 29.

resultieren allein daraus, dass eine hohe Liquidität der Utility Token durch den möglichen Handel auf Krypto-Börsen besteht. Aus diesem Umstand ergibt sich vor allem ein Regulierungsbedürfnis zur Schaffung von transparenten und fairen Sekundärmärkten. Dem ist Rechnung zu tragen, was aber nicht durch eine Prospektpflicht des Tokenausgebern erreicht werden kann.

Informationsasymmetrien auf den Sekundärmärkten im Zusammenhang mit dem Handel von Utility Token müssen deshalb z.B. durch Einführung von Ad-hoc-Informationspflichten gelöst werden. Bei dem originären Kauf von Utility Token benötigen die Käufer Informationen über die konsumtiven Aspekte und die Funktionalität der Token. Dies ist eine Regulierungsaufgabe für das allgemeine Verbraucherschutzrecht, aus dem sich für Utility Token bereits substantielle Informationspflichten ergeben<sup>39</sup>.

Mit Blick auf den intensiven Handel an verschiedenen Krypto-Handelsplätzen sollten Utility Token wie nachstehend dargelegt in den Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung aufgenommen werden<sup>40</sup>, um Informationsasymmetrien in Bezug auf diesen (der originären Ausgabe der Token nachfolgenden) Handel Rechnung zu tragen.

#### 3.4.3 Kryptowährungs-Token

Zahlungsinstrumente sind nach Art 4 (1) Nr. 44 MiFID II und § 2 Abs. 1 WpHG keine Wertpapiere. Sie werden ausdrücklich aus dem jeweiligen Wertpapierbegriff ausgenommen. Wie oben bereits dargelegt, verstehen wir jedenfalls reine Kryptowährungs-Token als Zahlungsinstrumente.

### 3.5 Ergebnis und Schlussfolgerung

Token, bei denen den Token-Inhabern eine finanzielle Rendite zugesagt wird (vergleichbar mit traditionellen Eigenkapital-/Schuldtiteln), sind als regulierte Wertpapiere im Sinne der oben genannten Gesetze anzusehen, aus deren Ausgabe sowie Handel für den Tokenausgeber (sowie weitere Beteiligte) bestimmte regulatorische Verpflichtungen folgen. Reine Kryptowährungs- und reine Utility Token können dagegen nicht als übertragbare Wertpapiere angesehen werden. Welcher Kategorie ein Token zuzuordnen ist, entscheidet sich nach seiner Ausgestaltung im Einzelfall<sup>41</sup>.

In der Praxis kombinieren Token oft unterschiedliche Funktionalitäten („**Hybrid Token**“). Daher besteht das Risiko, dass Tokenausgeber solcher Hybrid-Token sowohl das Kapitalmarktrecht als auch das klassische Verbraucherschutzrecht einhalten müssen, je nachdem, wie weit die zusätzlichen Funktionalitäten der Hybrid-Token

---

<sup>39</sup> Einzelheiten siehe Abschnitt 3.5 (Europäisches Verbraucherschutz- und E-Commerce-Gesetz).

<sup>40</sup> Siehe Abschnitt 4.1.1 (MAR).

<sup>41</sup> Zutreffend Bafin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrundeliegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, Hinweisschreiben v. 20.2.2018, unter 1.

ausgestaltet sind. Hybrid-Token haben sich historisch ohne Berücksichtigung der rechtlichen Situation entwickelt. Wir gehen davon aus, dass in Zukunft - sobald sich eine klare Einteilung von Token-Klassen entwickelt hat - die Ausgeber von Token darauf achten werden, eine klare Zuordnung ihrer Token zu ermöglichen.

#### 4. Regulierung der Ausgabe von Token

Im Folgenden wird untersucht, welche Verpflichtungen für den Tokenausgeber von Token bei einem Token-Verkauf sowohl nach europäischem als auch nach deutschem Recht bestehen. Dies gilt insbesondere für die Frage, welche Informationspflichten für den Tokenausgeber des Tokens gelten und ob Token-Verkäufe unter das Geldwäschereigesetz fallen.

##### 4.1 Informationspflichten

###### 4.1.1 Prospektpflicht

Nach deutschem Recht sind die Prospektanforderungen im WpPG (für Wertpapiere im Sinne der ProspektRL), im VermAnlG (für Vermögensanlagen) und KAGB (für Investmentvermögen) festgelegt.

Auf europäischer Ebene werden die Anforderungen in der „Europäischen Prospektverordnung 2017/1129“ (**„Prospekt-VO“**)<sup>42</sup> festgelegt, die in allen EU-Mitgliedstaaten uneingeschränkt und unmittelbar anwendbar ist und deren meiste Bestimmungen ab dem 21. Juli 2019 in Kraft treten werden. Es bleibt abzuwarten, wie der deutsche Gesetzgeber das derzeitige Regulierungsregime wie in 2.2.2 beschrieben anpassen wird.

Die Prospekt-VO gilt für Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden, der sich in einem EU-Mitgliedstaat befindet oder dort tätig ist. Die Definition "Wertpapiere" bezieht sich auf die Definition der "übertragbaren Wertpapiere" in der MiFID II mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 17 der Richtlinie 2014/65/EG mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten. Nicht vom Anwendungsbereich der Prospektpflicht erfasst sind daher Zahlungsinstrumente.

Daher werden die Tokenausgeber von Wertpapier-Token verpflichtet sein, einen Prospekt nach dem geltenden deutschen Recht in Verbindung mit den Vorschriften der Prospekt-VO zu veröffentlichen.

Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass sich die meisten Projekte in der Frühphase befinden und damit ein anderes Informationsinteresse bei Verbrauchern auslösen. Insbesondere die starke Ausrichtung auf Finanzdaten gibt für eine Investition via Token-Käufe mangels vorhandener Finanzdaten keinen Mehrwert. Auch bringt ein Token-Kauf

---

<sup>42</sup> bezeichnet die Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017, mit der die Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 und die entsprechenden Maßnahmen ersetzt und aufgehoben werden.

aufgrund der technologischen Möglichkeiten andere Risiken mit sich als ein durch viele Intermediäre verwaltetes Wertpapier. Erforderlich ist daher ein eigener Anhang zu noch geltendem nationalen Prospektrecht sowie künftig zur Prospekt-VO für Token-Verkäufe. Als erste Anhaltspunkte für sinnvolle Inhalte eines solchen, neuen Anhangs können die diversen Selbstregulierungsanläufe und entsprechende Entwürfe von “best practice guidelines” genommen werden.

#### 4.1.2 Zivilrecht

Fehlende Informationen können die (finanziellen und anderweitigen) Interessen eines Investors gefährden, wenn diese Investoren bei der Anlageentscheidung nicht in der Lage sind, eine umfassende und fundierte Entscheidung zu treffen. Eine vernünftige Einschätzung zu Gewinn- und sonstigen Erwartungen ist nur möglich, wenn der Käufer Zugang zu relevanten Informationen hat, einschließlich solcher Umstände, die dem nur dem Projektinhaber bekannt sind. Informations- und Offenlegungspflichten eines Tokenausgebers gleichen die Ungleichheit der Informationen zwischen Anlegern und Tokenausgebern aus. Nach deutschem Zivilrecht bestehen vorvertragliche Informationspflichten in Bezug auf solche Umstände, die für einen Vertragspartner für den Abschluss eines Vertrages erkennbar von Bedeutung sind. Grundsätzlich werden Auskunftspflichten einer Partei gegenüber der anderen Partei vor oder während der Vertragsverhandlungen ausgelöst, wenn

- es sich um besondere und zusätzliche Umstände handelt, die nur einer Partei bekannt sind, und
- von denen diese Partei weiß oder wissen muss, dass sie die Entscheidung der anderen Partei beeinflussen kann<sup>43</sup>, und
- von denen die Gegenpartei in gutem Glauben erwarten kann, dass sie darüber informiert wird<sup>44</sup>.

Dies gilt insbesondere, aber nicht ausschließlich, für Umstände, die den Vertragszweck der Gegenpartei beeinträchtigen bzw. vereiteln können<sup>45</sup>. Dieser Grundsatz spiegelt sich insbesondere in der deutschen Rechtsprechung zum Anlegerschutz wider. Nach deutscher Rechtsprechung muss dem Anleger für seine Investitionsentscheidung ein korrektes Bild des Investitionsobjekts zur Verfügung gestellt werden<sup>46</sup>. Dies bedeutet, dass der Anleger vor oder während der Vertragsverhandlungen in verständlicher und vollständiger Form über alle Umstände informiert werden muss, die für seine Investitionsentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, einschließlich Informationen über Umstände, die den Vertragszweck beeinträchtigen könnten<sup>47</sup>. Risiken, die sich aus spekulativen Merkmalen von Token ergeben, können

---

<sup>43</sup> Staudinger/Cornelia Feldmann/Manfred Löwisch (2012) BGB § 311 in Rn. 117, 126.

<sup>44</sup> Bundesgerichtshof (BGH), Urteil vom 11. August 2010, XII ZR 192/08.

<sup>45</sup> BGH, Urteil vom 10. Oktober 2008, V ZR 175/07

<sup>46</sup> BGH, 21. Juni 2016, II ZR 331/14, DE: BGH:2016:210616UIZR331.14.0, am Rand Nr. 11; B. Schneider, MDR 2016, 496.

<sup>47</sup> Z. B. BGH, 9. Juli 2013, II ZR 9/12, Rn. 33; LG Hamburg, 20. Juli 2017, 333 O 210/16, DE:LGHH:2017:0720.333O210.16.00, Rn. 44.

daher Umstände sein, die den Offenlegungspflichten des Tokenausgebers unterliegen. Dies kann auch für alle anderen Umstände gelten, die für die sachkundige Beurteilung der Gewinnerwartung durch den Anleger wesentlich sind.

#### 4.1.3 Europäisches Verbraucherschutz- und E-Commerce-Recht

Alle über das Internet verkauften Token (sowohl Wertpapier-, Utility als auch Kryptowährungs-Token) müssen den einschlägigen Regeln für elektronischen Rechtsverkehr (**“E-Commerce”**) entsprechen, einschließlich der entsprechenden Regeln zum Verbraucherschutz, wenn sie an Verbraucher verkauft werden. Zu den einschlägigen E-Commerce-Regeln gehören auch Informationspflichten<sup>48</sup>.

##### 4.1.3.1 Europäische Quellen für gesetzliche Informationspflichten

Tokenausgeber von Token, die im Internet angeboten werden, haben Informationspflichten nach dem Fernabsatzgesetz und den Regeln für den elektronischen Rechtsverkehr zu erfüllen. Die Europäische Richtlinie über Verbraucherrechte (2011/83/EG) und die Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr (2000/31/EG) (**“E-Commerce-Richtlinie”**) legen bestimmte Informationspflichten für Verträge fest, die über das Internet abgeschlossen werden. Darüber hinaus enthält die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher (2002/65/EG) bestimmte Informationspflichten in Bezug auf Finanzdienstleistungen. Die Mitgliedstaaten der Europäischen Union sind verpflichtet, die Richtlinien in nationales Recht umzusetzen.

##### 4.1.3.1.1 Richtlinie über Verbraucherrechte

Die Richtlinie über Verbraucherrechte definiert spezifische Informationspflichten für Unternehmer, wenn sie Verträge mit Verbrauchern abschließen (**„Verbraucherverträge“**), abhängig von der Art des Vertrags, den die Parteien abzuschließen beabsichtigen, und der Art der Dienstleistung, die der Unternehmer erbringt. Fernabsatzverträge sind in den Anwendungsbereich der Richtlinie einbezogen. Fernabsatzverträge sind Verträge, bei denen der Unternehmer und der Verbraucher bei der Verhandlung und dem Abschluss eines Vertrages ausschließlich auf Fernkommunikationsmittel zurückgreifen. Damit wird jeder über das Internet ausgehandelte und abgeschlossene Vertrag mit einem Verbraucher durch die Richtlinie über Verbraucherrechte erfasst.

##### 4.1.3.1.2 Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher

Art und Umfang der Informationen, die der Unternehmer dem Verbraucher zur Verfügung stellen muss, unterscheiden sich je nach Art der erbrachten Dienstleistung. Insbesondere bestehen zusätzliche Informationspflichten für Finanzdienstleistungen, bei denen es sich um eine Dienstleistung im Zusammenhang mit einer Kreditgewährung, Versicherung, Altersversorgung, Geldanlage oder Zahlung handelt.

---

<sup>48</sup> Einzelheiten siehe Abschnitt 3.1.3 (Europäisches Verbraucherschutz- und E-Commerce-Gesetz).

#### 4.1.3.1.3 E-Commerce-Richtlinie

Die E-Commerce-Richtlinie regelt Verträge im Bereich des elektronischen Geschäftsverkehrs, d. h. Verträge, die auf elektronischem Wege abgeschlossen werden („**E-Commerce-Verträge**“). Zusätzlich zu den allgemeinen Informationspflichten enthält die Richtlinie besondere Informationspflichten in Bezug auf E-Commerce-Verträge mit Verbrauchern.

#### 4.1.3.2 Umsetzung der E-Commerce- und Verbraucherschutzregelungen ins deutsche Recht

Eine Liste der Informationen, die beim Abschluss von E-Commerce-Verträgen und/oder Verbraucherverträgen offengelegt werden müssen, ist als **Anlage A** beigefügt.

##### 4.1.3.2.1 Informationspflichten beim Verkauf von Token über das Internet

Informationspflichten gemäß der E-Commerce-Richtlinie in Bezug auf Vertragsgestaltung, Webseiten und Bestellvorgang sind in § 312i BGB und Art. 246c EGBGB ins deutsche Recht umgesetzt. Dem Wortlaut nach regelt § 312i BGB nur Verträge über die Lieferung von Waren oder die Erbringung von Dienstleistungen. Als Waren werden alle körperlichen beweglichen Gegenstände verstanden. Da es Token an Körperlichkeit mangelt, stellen sie keine Ware im Sinne von § 312i BGB dar. Fraglich ist, ob ein Token-Verkauf als Dienstleistung verstanden werden kann. Die zugrundeliegende E-Commerce-Richtlinie unterscheidet nicht zwischen Waren und Dienstleistungen und weist damit einen sehr weiten Anwendungsbereich auf. Vor diesem Hintergrund ist es überzeugend, bei richtlinienkonformer Auslegung von § 312i BGB jede Art von Vertragsgegenstand unter § 312i BGB zu fassen. Ein Token-Verkauf qualifiziert daher als Vertrag im Sinne des § 312i BGB.

##### 4.1.3.2.2 Informationspflichten nach dem Verbraucherschutzrecht

Stellt der einem Token-Verkauf zugrundeliegende Vertrag einen Verbrauchervertrag dar, greifen weitere Verbraucherschutzregeln einschließlich Informationspflichten gemäß §§ 312j, 312d BGB, Art. 246a und Art. 246b EGBGB. Art. 246a EGBGB setzt die Richtlinie über Verbraucherrechte, Art. 246b EGBGB die Richtlinie über Fernabsatz von Finanzdienstleistungen um.

#### 4.1.4 Schlussfolgerung und Empfehlung

Sowohl die Tokenausgeber als auch die Token-Käufer würden erheblich von einem klaren globalen Regulierungsrahmen profitieren, die festlegt, welche Anlegerschutz- und Verbraucherschutzregelungen für welche Art von Tokens gelten. Wir sehen eine doppelte Gefahr: Einerseits belastet die Vielfalt der Regulierungssysteme die Projektinhaber übermäßig und andererseits untergraben widersprüchliche Regulierungssysteme den Anleger- und Verbraucherschutz wirksam (regulatorische Ratlosigkeit). Sowohl auf EU- als auch auf globaler Ebene besteht die vordringlichste Aufgabe darin, sowohl den Token-Verkäufern als auch den Token-Käufern Orientierung und Rechtssicherheit zu bieten. Die Vielfalt und Ungewissheit der derzeit geltenden Regulierungsanforderungen bringt die Token-Verkäufer in ein undurchsichtiges Risiko

und die Token-Käufer in eine Position unbekannter Rechte, die es ihnen erschweren, diese zu verfolgen.

#### 4.1.4.1 Bildung eines internationalen Übereinkommens über die Token-Regelung

Wir würden es sehr begrüßen, wenn auf internationaler Ebene eine Konvention für Token-Verkäufe etabliert würde, um dem globalen Phänomen von Token-Verkäufen einen einheitlichen (opt-in) Rechtsrahmen zu bieten und so eine Harmonisierung der oftmals widersprüchlichen, nationalen Regelungen zu entwickeln. Auch wenn ein solche Konvention nur den kleinsten gemeinsamen Nenner statuieren könnte, würde ein gemeinsames internationales Regime für diese neue Generation globaler, dezentraler, digitaler Anwendungen die Chance bieten, den Anlegerschutz mit der (ebenso gewünschten) Finanzierungsmöglichkeit effizient auszubalancieren. Uns ist bewusst, dass es keine schnelle internationale Lösung geben wird. Ein entschiedenes Hinarbeiten auf eine solche internationale Konvention erachten wir dennoch für unerlässlich.

#### 4.1.4.2 Mindestinformationspflichten in Bezug auf Token-Verkäufe

Das momentane Hauptproblem aus Investorensicht auf dem Token-Markt ist die offensichtliche Informationsasymmetrie und Intransparenz bei Token-Verkäufen. Wir sind der Meinung, dass die Verfügbarkeit und Qualität der Informationen über Token-Verkaufsprojekte für potenzielle Käufer von entscheidender Bedeutung ist und sich positiv auf die Erfolgswahrscheinlichkeit eines Token-Verkaufs auswirkt<sup>49</sup>. Aufgrund der Besonderheiten dieser neuen Finanzierungsform vor allem aus technischer Sicht, ist der derzeit geforderte Inhalt der Wertpapierprospekte in keiner Weise adäquat, um die Anleger angemessen über die Qualität und Funktionalität der Wertpapier-Token zu informieren. Die allgemeinen zivilrechtlichen Informationspflichten hingegen sind in der Lage, einen angemessenen Umfang von Informationen sicherzustellen. Daher empfehlen wir, im Rahmen der neuen europäischen Prospektverordnung spezifische Mindestanforderungen für die Offenlegung von Token-Verkäufen festzulegen. Wir schlagen vor, Umstände zu identifizieren, die für die Entscheidung über den Kauf von Token von großer Bedeutung sind oder sein können - dies auch vor allem vor dem Hintergrund der technischen Besonderheiten der Tokens - damit der Umfang der Informations- und Offenlegungspflichten genau definiert werden kann. Wir hielten es für angemessen, dass alle Umstände, die für die sachkundige Einschätzung der Gewinn- und sonstigen Erwartungen eines Anlegers wesentlich sind, wie z. B. Risiken im Zusammenhang mit der Handelbarkeit auf Zweitmärkten, als Umstände angesehen werden sollten, über die der jeweilige Tokenausgeber von Tokens zu informieren hat. Diese Umstände sollten dann Eingang in einen eigenen Anhang für Tokens finden, da bekannten Anhänge zahlreiche Informationspflichten enthalten, die schlechthin nicht passend sind. Zudem wäre es für eine effiziente Verwaltungspraxis nicht hilfreich, stets im Einzelfall im konkreten Prospektbilligungsverfahren klären zu müssen, welcher Anhang zur EU-ProspektVO im Einzelfall Anwendung auf eine Token-Emission findet Wir

---

<sup>49</sup> So auch die Analyse von [MIT], die demnächst in einem Artikel veröffentlicht wird

beabsichtigen, zu gegebener Zeit einen Vorschlag für einen Token-Anhang zu veröffentlichen, der insbesondere die verschiedenen Vorschläge zur Selbstregulierung berücksichtigt, die derzeit diskutiert werden.

#### 4.1.4.3 Vorvertragliche Informationspflichten nach europäischem Recht

Im Hinblick auf das europäische Recht sind wir der Auffassung, dass, soweit besondere Prospektanforderungen der europäischen Wertpapierregulierung nicht gelten<sup>50</sup>, bestimmte (vorvertragliche) Informationspflichten bestehen sollten. Nach deutschem Zivilrecht bestehen vorvertragliche Auskunfts- und Offenlegungspflichten in Bezug auf Umstände, die für einen Vertragspartner für den Abschluss eines Vertrages von Bedeutung sind. Für den Käufer von Token bedeutet dies, dass ihm für seine Kaufentscheidung ein korrektes Bild des Token zur Verfügung gestellt werden muss.

## 4.2 Geldwäscherechtliche Vorgaben

Zusätzlich zu den vorgenannten Informationspflichten fallen Tokenausgeber von Token potenziell auch unter die Pflichten der Geldwäschebekämpfungsgesetze.

Sowohl die Europäische Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung (EU 2015 (849)) („AMLD“) als auch der bestehende Rechtsrahmen in Deutschland zur Verhinderung von Geldwäsche gemäß Geldwäschegesetz (GWG), der die vorgenannte Richtlinie in nationales Recht überführt, verfolgen einen weiten Ansatz bei der Identifizierung von geldwäscherelevanten Geschäftsmodellen (vgl. hierzu Art. 1 Abs. 3 AMLD und § 10 Abs. 3 S. 3 GWG). Beide Regelungen zielen damit im Ergebnis darauf ab, zu verhindern, dass aus einer kriminellen Tätigkeit stammende Vermögensgegenstände in den legalen Wirtschaftskreislauf überführt werden. Unter „Vermögensgegenstand“ im Sinne der AMLD (vgl. Art. 3 Nr. 3 AMLD) fällt nicht nur Bargeld, sondern Vermögenswerte aller Art, egal ob körperlich oder nichtkörperlich, beweglich oder unbeweglich, materiell oder immateriell, sowie Rechtstitel und Urkunden in jeder Form (einschließlich elektronischer oder digitaler Form), die das Eigentumsrecht oder Rechte an solchen Vermögenswerten belegen. Daher könnten Tokens (unabhängig von ihrer Ausprägung) als Vermögensgegenstände im Sinne der AMLD angesehen werden und – sofern sie aus einer kriminellen Handlung stammen – auch Gegenstand von Geldwäscheaktivitäten sein.<sup>51</sup>

Dies vorangestellt ist festzuhalten, dass – auch wenn die Zielsetzung der AMLD und des GWG darauf hindeuten, dass Tokens allgemein Gegenstand von Geldwäsche sein können – derzeit die Ausgabe von Tokens weder unter der AMLD noch unter dem GWG explizit geregelt ist.

### 4.2.1 Status quo – Europäische Ebene

Ob ein Token-Verkauf dennoch unter die AMLD und damit auch unter das GWG fällt, hängt von den Besonderheiten der jeweiligen Emission ab und muss daher von Fall zu

---

<sup>50</sup> S.o. Ziffer 3.1.1 (Prospektpflicht).

<sup>51</sup> Hinsichtlich des GWG, vgl. die Definition von „Vermögensgegenstand“ in § 1 Abs. 7 GWG.

Fall beurteilt werden. Wenn z.B. die Umstände, unter denen ein Kryptowährungs-Token ausgegeben wird, dazu führen, dass solche Token als E-Geld zu qualifizieren sind, muss der Tokenausgeber als Finanzinstitut im Sinne von Art. 3 (2) (a) AMLD eingestuft werden. Die sich daraus ergebenden Verpflichtungen nach Art. 10 ff. AMLD verlangen u.a. die Durchführung einer Customer Due Diligence bei Aufnahme der Geschäftsbeziehung und/oder bei einer Transaktion in Höhe von mindestens EUR 15.000. Dasselbe gilt, wenn z.B. die Umstände des Token-Verkaufs das Einlagengeschäft begründen. In den meisten Fällen jedoch wird der Token-Verkauf so strukturiert sein, dass der Tokenausgeber weder als Finanzdienstleistungsinstitut noch als Kreditinstitut einzuordnen ist.

Ob die Verpflichtungen des GwG dennoch auf einen Token-Verkauf angewendet werden können, wird daher in meist davon abhängen, ob der Verkauf der Token die Pflichten eines Güterhändlers im Sinne von Art. 2 (1), (3), (e) AMLD auslöst. Weder der Begriff des "Guts" noch des Begriffs der „Person, die mit Gütern handelt“ sind in der AMLD definiert. Dies führt zu Unsicherheit darüber, ob der Token-Verkauf während eines ICOs hierunter zu fassen ist. Auch wenn man argumentieren könnte, dass „Gut“ und der definierte Begriff "Vermögensgegenstand" nicht identisch sein sollen, so bleibt der Begriff „Gut“ am Ende doch vage. Darüber hinaus könnte man argumentieren, dass, selbst wenn ein Token nicht nur als "Vermögensgegenstand" sondern auch als "Gut" betrachtet werden kann, der Verkauf von Token keine Pflichten für eine Person auslöst, die mit Gütern handelt i.S.d. AMLD. Dies ergibt sich daraus, dass das AMLD für eine Person, die mit Gütern handelt, nur dann gilt, wenn diese **Barzahlungen** in Höhe von mindestens EUR 10.000,00 oder mehr leistet oder erhält (vgl. Ziff. 6 der Präambel und Art. 11 (c) AMLD). Daher können die in der AMLD festgelegten Regelungen in Bezug auf eine Person, die mit Gütern handelt, nur für Tokenverkäufe gelten, bei dem Token im Austausch gegen gesetzliche Zahlungsmittel ("Fiat-Geld") ausgegeben werden. Dies wird jedoch bei Tokenverkäufen in der Regel gerade nicht der Fall sein.

#### 4.2.2 Status quo – Besonderheiten auf deutscher Ebene

Die AMLD wurde durch das GWG in deutsches Recht umgesetzt. Generell gilt das oben in Bezug auf die AMLD Gesagte auch nach deutschem Recht. Wenn also der Token-Verkauf so ausgestaltet ist, dass der Tokenausgeber als Kreditinstitut oder als Finanzdienstleistungsinstitut anzusehen ist, so ist er als Verpflichteter im Sinne des § 2 Abs. 1 GWG anzusehen und unterliegt somit den Verpflichtungen gemäß § 10 GWG ff. (z.B. Pflicht zur Identifizierung des Vertragspartners).

Die Frage, ob der Tokenausgeber bei einem Token-Verkauf als Güterhändler im Sinne des GwG anzusehen ist, ist jedoch aus dogmatischer Sicht nach deutschem Recht komplex. Im Gegensatz zur AMLD hat das GWG den Begriff in § 1 Abs. 9 GWG definiert. Die Definition bleibt jedoch vage, da ihr Hauptbestandteil – „Güter“ – undefiniert bleibt. Das Bundesministerium der Finanzen hat im Jahr 2012 eine Auslegungshilfe herausgegeben. Danach soll es entscheidend auf die zivilrechtliche Beurteilung des dem Handel zugrundeliegenden Schuldverhältnisses ankommen. Dem Güterhandel liege regelmäßig ein Kaufvertrag im Sinne des § 433 BGB (im Gegensatz zu einem

Dienstleistungsvertrag)<sup>52</sup> zugrunde. Soweit Token durch Zahlung mit gesetzlichen Zahlungsinstrumenten erworben werden, wird das regelmäßig (wenn auch nicht immer) der Fall sein. Soll allerdings (wie bei Tokenverkäufen üblich), die ausgegebenen Token mit Kryptowährungs-Token bezahlt werden, führt das zu der Frage, ob eine solche Zahlung in Token als Zahlung des Kaufpreises im Sinne des § 433 Abs. 2 BGB anzusehen ist. Diese Frage wird derzeit diskutiert<sup>53</sup>, in Betracht kommt auch ein Tauschvertrag. Verneint man dies, würde dies dazu führen, dass der Tokenausgeber nicht als Güterhändler handelt<sup>54</sup>. Es gibt gute Argumente dafür, dass das von dem Finanzministerium bemühte „Kaufvertrags“-Kriterium, also ein Abstellen auf das zugrunde liegende Schuldverhältnis, zu eng ist und nicht berücksichtigt, was bei der Einführung der Definition des Güterhändlers im GWG beabsichtigt war<sup>55</sup>. Ein Hauptargument gegen die Anwendung des Kriteriums ist, dass die Verpflichtung des Güterhändlers sich auf "Transaktionen" im Sinne des GWG beziehen. Unter anderem muss die Person, die mit Gütern handelt, bei verdächtigen Transaktionen eine Customer Due Diligence durchführen (vgl. § 10 Abs. 3 S. 3 GWG). "Transaktion" ist im Ergebnis sehr weit definiert als jegliche Handlung, die eine Vermögensverschiebung bezweckt (vgl. § 1 Abs. 5 GWG). Dies zeigt einmal mehr den weit gefassten Ansatz bei der Bestimmung von geldwäsche-sensiblen Bereichen. Die Definition des Güterhändlers auf eine bestimmte Art von rechtlichen Vereinbarungen zu beschränken, die diesem Geschäft zugrunde liegen, würde einem solchen Ansatz widersprechen. Daher kann der Tokenausgeber, d.h. der Verkäufer, eines Tokenverkaufs durchaus als Güterhändler im Sinne des GWG angesehen werden.

Es gilt zu berücksichtigen, dass das GWG geringfügig von der AMLD abweicht, da es zur Einhaltung der Verpflichtungen aus dem GWG/AMLD nicht nur bei Barzahlungen über EUR 10.000, sondern auch bei Verdacht auf Geldwäsche vorsieht.

#### 4.2.3 Empfehlung

Wir gehen davon aus, dass sich ein allgemein anerkanntes Verständnis für die Behandlung von Token nach den geltenden europäischen und deutschen Gesetzen hinsichtlich einer einheitlichen Anwendung der geldwäscherechtlichen Vorgaben nicht kurzfristig herausbilden wird. Diese Rechtsunsicherheit in Bezug auf potenzielle geldwäscherechtlichen Verpflichtungen der Teilnehmer dezentrale Netzwerke hemmt die weitere Entwicklung solcher Systeme, und stellt eindeutig eine Bedrohung für die notwendige Geldwäscheprävention dar. Auch wenn jüngste Untersuchungen zeigen, dass die Verwendung von Token zum Zwecke der Geldwäsche - im Gegensatz zur allgemeinen Annahme - geringer ist als erwartet<sup>56</sup>, schlagen wir basierend auf den ohnehin bei vielen Token-Projekten angewandten Vorgangsweise der vorsorglichen

---

<sup>52</sup> Siehe dazu Schreiben des Bundesfinanzministeriums vom 24.4.2012; VII A 3 – WK 5023/11 /10021.

<sup>53</sup> Vgl. z.B. *Beck/König* JZ 2015, 130, 133 ff.

<sup>54</sup> In Bezug auf Bitcoin-token, d.h. ein Cryptocurrency Token, vgl. Spindler/Bille, WM 2014, 1357, 1362; Engelhardt / Klein, MMR 2014, 355, 359 verstehen die zugrundeliegende Vereinbarung nicht als Kaufvertrag.

<sup>55</sup> Siehe dazu Zeidler, CCZ 2014, 105, 108 ff.

<sup>56</sup> Vgl. HM Treasury, Nationale Risikobewertung der Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung 2017, S. 40.

Anwendung der KYC-Maßnahmen (d.h. Identifizierung und Validierung von Token-Käufern bei ICOs) folgendes vor:

- Es sollte klargestellt werden, dass Tokenausgeber in einem Tokenverkauf den Verpflichtungen eines Güterhändlers im Sinne des GWG und der AMLD unterliegen. Die AMLD sollte an die Mechanismen im deutschen Recht angeglichen werden, so dass der Tokenausgeber bei Vorliegen von Indikatoren, die den Verdacht auf Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung begründen, die allgemeinen Sorgfaltspflichten zu erfüllen hat.
- Es könnte in Betracht gezogen werden, die vorgenannten Pflichten auf jeden gewerblichen Empfänger von Zahlungen in Token anzuwenden, wenn deren Marktwert mindestens 10.000 EUR beträgt, unabhängig von einem etwaigen Verdacht. Die Beschränkung auf die Annahme von Barzahlungen (also das Barzahlungsprivileg in § 10 Abs. 6 GWG) könnte ggf. für den Güterhändler insofern nicht gelten. Wie in Präambel 6 des AMLD dargelegt ist, wurde die Bargeldvoraussetzung von 10.000 Euro aufgenommen, weil die Aufsichtsbehörde davon ausgeht, dass diese Art von Zahlungen besonders anfällig für Geldwäsche sind. Dies zeigt, dass der Regulator beabsichtigte, einen risikoorientierten Ansatz zu verfolgen. Es besteht ein nicht unerhebliches Risiko, dass Token-Sales für Geldwäsche missbraucht werden können. Dagegen könnte man zwar argumentieren, dass DLT es konzeptionell erlaubt, jede Transaktion zurückzuverfolgen und somit per se verhindert, dass ein solcher Token innerhalb des Wirtschaftskreislaufes verschwindet. Die durch die AMLD und das GWG angestrebten Ziele würden also bereits durch die zugrundeliegende Technik erreicht. Die Existenz von Anwendungen wie Mixern jedoch, die auf die Anonymisierung von Transaktionen abzielen, zeigt jedoch, dass dieses Argument in seiner Allgemeinheit nicht überzeugend ist.
- Wie in dem Vorschlag der Kommission vom 5. Juli 2016 (2016/0208 (COD)) vorgesehen, sollten Wallet-Provider als „Verpflichtete“ im Sinne von Art. 2 AMLD reguliert werden.

## **5. Regulierung in Bezug auf Handel mit Token auf Sekundärmärkten**

Im nachfolgenden Abschnitt soll untersucht werden, welche Vorschriften im Hinblick auf den Handel mit Token auf dem Sekundärmarkt Anwendung finden.

### **5.1 Kapitalmarktrecht**

Die offensichtlich hohe Liquidität der an Kryptobörsen gehandelten Token wirft die Frage auf, ob und inwieweit die Vorschriften des Sekundärmarktes für Tokenausgeber und Intermediäre von Token Verkäufen Anwendung finden müssen bzw. sollen.

## 5.1.1 MAR

### 5.1.1.1 Materieller Anwendungsbereich

Gemäß Art. 1 MAR wird mit dieser Verordnung "ein gemeinsamer Rechtsrahmen für Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) sowie für Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch geschaffen, um die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken."

Obwohl Token derzeit nur an wenigen regulierten Märkten (außerhalb der EU) gehandelt werden, können diese im Rahmen von Art. 2 Abs. 1 lit. b) oder c) MAR als Teil eines multilateralen Handelssystems (MTF) oder eines organisierten Handelssystems (OTF) qualifiziert werden, auch wenn der Handel auf diesen Plattformen ohne oder sogar gegen den Willen des Tokenausgebers erfolgt.

Nach Art. 3 (1) Nr. 7 MAR i.V.m. Art. 4 (1) Nr. 22 MiFID bezeichnet

"Multilaterales Handelssystem" oder "MTF" als ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt, die in einen Vertrag gemäß Titel II dieser Richtlinie resultieren"

Nach Art. 3 (1) Nr. 8 MAR i.V.m. Art. 4 (1) Nr. 23 MiFID ist ein

"organisiertes Handelssystem" oder "OTF" bezeichnet ein multilaterales System, bei dem es sich nicht um einen geregelten Markt oder ein MTF handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten innerhalb des Systems in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäß Titel II dieser Richtlinie führt;"

Solange Token nicht als Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate oder Derivate qualifizieren, können Kryptobörsen, an denen solche Token notiert sind, nicht als OTF's im Sinne der Definitionen eingeordnet werden.

MTF's verlangen hingegen, dass Finanzinstrumente gehandelt werden. Hinsichtlich der Definition von Finanzinstrumenten verweist Art. 3 (1) Nr. 1 MAR auf Art. 4 (1) Nr. 15 MiFID und diese weiter auf Anhang I Abschnitt C MiFID.

Nach dem insgesamt elf Punkte umfassenden Schlusskatalog dieses Anhangs umfasst der Begriff des Finanzinstruments insbesondere übertragbare Wertpapiere. Bei diesen handelt es sich gem. Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II um Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können. Exemplarisch zählt Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II Aktien und diesen gleichzustellenden Wertpapieren, Schuldverschreibungen oder

andere verbrieftete Schuldtitel und sonstige Wertpapiere die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, auf.

Ob ein Token die Voraussetzungen des Wertpapierbegriffs erfüllt und damit als Finanzinstrument nach MiFID und MAR qualifiziert, kann nicht abstrakt beantwortet werden. Die BaFin stellt in ihrem Hinweisschreiben vom 20.02.2018 (GZ: WA 11 – QB 4100-2017/0010) klar, dass stets eine anhand der jeweiligen Umstände erfolgende Einzelfallprüfung erforderlich ist. Entscheidend ist dabei die Ausgestaltung der in dem Token verkörperten Rechte.

Damit erscheint es gut vertretbar, dass als übertragbare Wertpapiere nur bestimmte Arten von Token in Betracht kommen. Wie oben dargelegt<sup>57</sup>, dürften nach dem anwendbaren Recht Utility Token und Kryptowährungs-Token nicht unter den Wertpapierbegriff der MiFID II fallen. Diese Token gelten demnach auch nicht als Finanzinstrumente gemäß MiFID II und MAR.

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass die Auslegung des Begriffs Finanzinstrument nach MiFID und MAR von der Definition im Kreditwesengesetz ("**KWG**"), trotz des namentlich gleichen Begriffs, abweicht. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("**BaFin**") hat Kryptowährungen, d.h. konkret den Bitcoin, in der Tatbestandsalternative der Rechnungseinheiten gem. § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG rechtlich verbindlich als Finanzinstrumente im Sinne des KWG qualifiziert. Diese Interpretation bezieht sich jedoch nicht auf den Begriff des Finanzinstrumentes nach MiFID II und MAR.

Da sich MTFs nur auf Finanzinstrumente nach MiFID II und MAR beziehen, sind Kryptobörsen, an denen (ausschließlich) nicht als Finanzinstrumente qualifizierende Token notiert sind, keine MTFs. Damit fallen diese nicht in den Anwendungsbereich der MAR. Dahingegen erfüllen Handelseinrichtungen, an denen als Finanzinstrumente qualifizierende Token gehandelt werden, die Merkmale eines MTF<sup>58</sup>.

Im Hinweisschreiben vom 20.02.2018 lässt die BaFin die Einordnung von Kryptobörsen als Finanzmarkt bzw. Kapitalmarkt, wie auch eine Stellungnahme zu Einordnung als MTF oder OTF offen und beschränkt sich auf die Aussage, dass eine Einordnung als Finanzmarkt bzw. Kapitalmarkt grds. möglich ist. Die derzeitige Position der BaFin zur Einordnung von Kryptowährungen führt im Ergebnis dazu, dass bestimmte Token, bspw. Utility Token und Kryptowährungs-Token nicht als Finanzinstrumente qualifizieren und damit zwar kein MTF im Sinne der MiFID II bestehen kann, hingegen wegen der Qualifikation als Rechnungseinheit und damit als Finanzinstrument nach dem KWG ein MTF nach § 1 Abs. 1a Nr. 1b KWG gegeben ist. Die Qualifizierung einer Kryptobörse als MTF hat weitreichende aufsichtsrechtliche Folgen für den Betreiber, der insbesondere erlaubnispflichtig nach dem KWG wäre<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> Verweis auf Kapitel ...

<sup>58</sup> Zu den Folgeproblemen s.u. Ziffer 5.4

<sup>59</sup> S.u. Ziffer 5.4

Die BaFin vertritt die Auffassung, dass die Einbeziehung von Token deutscher Tokenausgeber in den Handel von unregulierten Kryptobörsen zu einer Einbeziehung des Tokenausgebers in die erlaubnispflichtigen Geschäfte der (ausländischen) Kryptobörsen im Inland führen kann. Auch wenn die BaFin davon ausgeht, dass sich deutsche Kunden eigeninitiativ an derartige ausländische Plattformen wenden, d. h. aus Sicht der Plattformen rein zufällig und nicht aufgrund eines zielgerichteten Herantretens der Plattformen an den deutschen Markt wenden, könnte nach Ansicht der BaFin die Beurteilung gerechtfertigt sein, dass sich die Plattformen durch ein aktives Listing eines deutschen Tokenausgebers mit ihren erlaubnispflichtigen Geschäften gezielt (auch) an deutsche Kunden wenden. Diese Wertung greift unseres Erachtens viel zu weit. Die reine Akzeptanz eines Tokens eines deutschen Tokenausgebers, der sich eigenaktiv um das Listing bemüht, auf einer ausländischen Kryptobörse kann unseres Erachtens nicht als gezieltes Ansprechen des deutschen Marktes durch die betreffende ausländische Kryptobörse gewertet werden. Zu berücksichtigen ist insoweit auch die Verwaltungspraxis für die Annahme eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren bei einem Listing im Freiverkehr nach Maßgabe des WpPG. Selbst dort löst die reine Einbeziehung in den Handel noch kein Angebot, vulgo: keine Ansprache des Marktes im Inland aus. Diese deutsche Verwaltungspraxis wird zudem bestätigt durch die neue EU-ProspektVO, in deren Erwägungsgrund 14 es wörtlich heißt: *“Die bloße Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem MTF oder die Veröffentlichung von Geld- und Briefkursen ist nicht per se als öffentliches Angebot von Wertpapieren zu betrachten und unterliegt daher nicht der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts gemäß dieser Verordnung.”* Kann aber schon nach unmittelbar geltendem europäischem Recht das bloße Listing an einem Handelsplatz wie einem MTF kein Angebot von Wertpapieren und damit auch keinen Vertrieb im Inland auslösen, so kann dies erst recht nicht für ein Listing von möglicherweise im Einzelfall als Wertpapiere einzustufenden Wertpapier-Token an einer im Ausland belegenen Kryptobörse der Fall sein<sup>60</sup>.

#### 5.1.1.2 Räumlicher Geltungsbereich

Im Gegensatz zur MiFID II ist der Geltungsbereich der MAR nicht auf das Hoheitsgebiet der Mitgliedstaaten der Europäischen Union beschränkt. Gemäß Art. 2 Abs. 4 MAR gelten die Verbote und Anforderungen für Handlungen und Unterlassungen in Bezug auf die geregelten Instrumente in der Union und in Drittländern.

Die MAR berücksichtigt in den Kompetenzbestimmungen lediglich die rechtlichen Grenzen der staatlichen Souveränität der Mitgliedstaaten und der Europäischen Union und regelt damit indirekt den räumlichen Geltungsbereich.

Gemäß Art. 22 Satz 3 MAR gewährleistet

“die zuständige Behörde die Anwendung der Bestimmungen dieser Verordnung in ihrem Hoheitsgebiet, auf alle in ihrem Hoheitsgebiet ausgeführten Handlungen und auf im Ausland ausgeführte Handlungen in Bezug auf Instrumente, die zum

---

<sup>60</sup> S. hierzu auch Ziff. 5.4

Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, für die eine Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt beantragt wurde, die auf einer Versteigerungsplattform versteigert wurden oder die auf einem in ihrem Hoheitsgebiet betriebenen multilateralen oder organisierten Handelssystem gehandelt werden oder für die eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem in ihrem Hoheitsgebiet beantragt wurde.“

Würde man elektronische Handelsplattformen wie Kryptobörsen als MTFs oder OTFs qualifizieren, müsste die komplexe Frage beantwortet werden, von wo aus diese Handelsplattformen betrieben werden. Diese Frage gewinnt weiter an Komplexität, wenn Distributed Ledger Technologien und Smart Contracts den autonomen Selbstbetrieb dieser Handelsplattformen unabhängig von Finanzinstituten oder einem formellen Betreiber ermöglichen. Auch aus diesem Grunde besteht ein dringender Handlungsbedarf auf Seiten des europäischen Gesetzgebers, um Rechtssicherheit zu schaffen.

#### 5.1.1.3 Erweiterter Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation nach MAR

Die Bestimmung des Art. 2 Abs. 2 MAR erweitert den Anwendungsbereich der Verordnung um Bestimmungen über Marktmanipulation in den Artikeln 12 und 15 der MAR.

Diese Artikel gelten auch für

- Waren-Spot-Kontrakte, die keine Energiegroßhandelsprodukte sind, bei denen die Transaktion, der Auftrag oder die Handlung eine Auswirkung auf den Kurs oder den Wert eines Finanzinstruments gemäß Absatz 1 hat, oder eine solche Auswirkung wahrscheinlich oder beabsichtigt ist;
- Arten von Finanzinstrumenten, darunter Derivatekontrakte und derivative Finanzinstrumente für die Übertragung von Kreditrisiken, bei denen das Geschäft, der Auftrag, das Gebot oder das Verhalten eine Auswirkung auf den Kurs oder Wert eines Waren-Spot-Kontrakts hat oder voraussichtlich haben wird, dessen Kurs oder Wert vom Kurs oder Wert dieser Finanzinstrumente abhängen, und
- Handlungen in Bezug auf Referenzwerte.

Da Token typischerweise keine Kreditrisiken beinhalten oder Referenzwerte widerspiegeln, fallen sie in der Regel nicht unter den vorstehenden zweiten und dritten Aufzählungspunkt. Token können jedoch Nutzungsrechte, Urheberrechte oder Dienstleistungen verkörpern und diese Werte wie Waren handelbar machen. Gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 MAR bezeichnet

“ „Waren-Spot-Kontrakt“ einen Kontrakt über die Lieferung einer an einem Spotmarkt gehandelten Ware, die bei Abwicklung des Geschäfts unverzüglich geliefert wird, sowie einen Kontrakt über die Lieferung einer Ware, die kein Finanzinstrument ist, einschließlich physisch abzuwickelnde Terminkontrakte“

und nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 14 MAR i.V.m. Art. 2 Nr. 1 der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006/EG der Kommission bezeichnet

” "Ware" Güter fungibler Art, die geliefert werden können; dazu zählen auch Metalle sowie ihre Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom; ”

Ziel dieses erweiterten Anwendungsbereichs ist es, indirekte Marktmanipulationen von Basiswerten zu verhindern. Zu diesem Zweck wäre es ratsam, das Manipulationsverbot auf alle an liquiden Märkten gehandelten Vermögenswerte auszudehnen, bei denen ein vergleichsweise hohes Risiko der Marktmanipulation besteht. Dieses wünschenswerte weite Verständnis ist jedoch durch den Wortlaut der Vorschrift nicht abgedeckt.

Der Wortlaut der Definition von Ware bezieht sich auf lieferbare materielle Güter und umfasst damit nicht die in Token typischerweise verkörperten Dienstleistungen, Nutzungsrechte und Urheberrechte. Er bezieht sich ausschließlich auf physische Objekte und Energie. Zudem müssen die Transaktionen Auswirkungen auf den Kurs oder den Wert von Finanzinstrumenten haben, die in den Anwendungsbereich der MAR fallen. Dies ist unwahrscheinlich für den Handel mit Utility Token, die in der Regel Dienstleistungen, Nutzungsrechte und Urheberrechte verkörpern. Damit ist der erweiterte Anwendungsbereich der MAR in der Regel für diese Art von Tokens nicht gegeben. Um das bestehende Risiko der Marktmanipulation auf den Sekundärmärkten für Token zu verhindern, sollte die Ausweitung des Anwendungsbereichs der MAR *de lege ferenda* erwogen werden.

#### 5.1.2 Deutsches Wertpapierhandelsgesetz / Anforderungen der MAR

Das deutsche Wertpapierhandelsgesetz regelt insbesondere die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, die Erbringung von Datenbereitstellungsdiensten und marktmissbräuchlichen Verhaltens im börslichen und außerbörslichen Handel mit Finanzinstrumenten. Nach § 1 Abs. 2 Satz 1 WpHG umfasst der räumliche Geltungsbereich auch Handlungen und Unterlassungen im Ausland, sofern sie einen in Deutschland ansässigen Tokenausgeber, Finanzinstrumente, die an einem inländischen multilateralen Handelssystem oder einem inländischen organisierten Handelssystem gehandelt werden oder Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen betreffen, die auf dem inländischen Markt angeboten werden. Auch hier stellt sich in Bezug auf Handelsplattformen die Frage nach dem Inlandskonzept.

Der Begriff "Finanzinstrument" wird in § 2 Abs. 4 WpHG definiert und ist weiter gefasst als der Begriff des Finanzinstruments in der MAR und nach MiFID II. Dieser umfasst auch Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 des VermAnlG. Der im Vergleich zum KWG engere Begriff des Finanzinstruments in der MAR und nach MiFID II kann unter Beachtung der Auffassung der BaFin wiederum dazu führen, dass ein Token zwar nicht unter den Anwendungsbereich des WpHG fällt, wohl aber Gegenstand von

Finanzdienstleistungen nach dem KWG sein kann. Dies führt insbesondere bei Kryptobörsen zu Wertungswidersprüchen.

Im Bereich der Marktmissbrauchsüberwachung erweitert das WpHG den Anwendungsbereich von MAR. Nach § 25 WpHG gilt Art. 15 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 bis 4 MAR entsprechend auch für

- Waren im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG; und
- ausländische Zahlungsmittel im Sinne des § 51 des Börsengesetzes,

die an einer inländischen Börse oder einem vergleichbaren Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum gehandelt werden.

Die Definition der Waren in § 2 Abs. 5 WpHG entspricht der oben genannten Definition der MAR und schließt daher auch hier keine Dienstleistungen, Urheber- und Nutzungsrechte ein. Die wörtliche Bedeutung von "fungiblen Gütern" und den Beispielsregelungen schließt Dienstleistungen, Urheberrechte etc. nicht ein. Der alleinige Zweck des § 25 WpHG, die Manipulation von Basiswerten in den Schutzbereich von Warenderivaten einzubeziehen, reicht unseres Erachtens nicht aus, um sie auf andere Wertkategorien auszudehnen.

Daher sollten die nationalen Gesetzgeber auch in Erwägung ziehen, den Anwendungsbereich der Sekundärmarktregulierung, also die Regeln für den Handel nach der Emission (sog. Zweitmarkt), auszuweiten, um auch (i) die an Kryptobörsen gehandelten Token-Rechte wie Nutzungsrechte, Dienstleistungen und Urheberrechte, wie sie typischerweise in Utility Token enthalten sind, und/oder (ii) Utility Token selbst in den Anwendungsbereich einzubeziehen.

### 5.1.3 Insiderhandel

Die MAR enthält zudem als Teil des Marktmissbrauchrechts das Insiderrecht. Die Kontrolle des Insiderhandels erfolgt vorrangig durch das Insiderhandelsverbot des Art. 14 MAR. Dieses wird flankiert durch Präventivmaßnahmen zur Vermeidung von Insiderhandel:

- der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 MAR,
- der Meldepflicht für Eigengeschäfte von Führungskräften (sog. Director's Dealings) nach Art. 19 MAR sowie
- die Führung von Insiderlisten nach Art. 18 MAR.

Eine Folgeversion dieses Papiers wird detailliert untersuchen, wann und unter welchen Voraussetzungen diese Regeln auf welche Art von Token Anwendung finden können.

Grundsätzlich gilt es zu bedenken, dass Token in der Regel von Unternehmen in der Anfangsphase verkauft werden, die Startkapital suchen, um die tatsächliche Entwicklung des Produkts zu finanzieren. Solche Investitionen, die manchmal sogar nicht einmal auf einer frühen Version oder einem minimal tragfähigen Produkt

basieren, sind naturgemäß sehr riskant, da Token-Käufer den Totalverlust bei dem (in diesem Stadium nicht auszuschließenden) Scheitern des Projektes riskieren. Gleichzeitig bestehen bei einer solch frühen Investition naturgemäß auch die höchsten Gewinnchancen.

Vor diesem Hintergrund kann jede (geringfügige) Entwicklung auf Produktebene in Anbetracht der frühen Phase der Unternehmen und der derzeit oft ineffizienten Märkte erhebliche Auswirkungen auf die Preisbildung der Token am Markt haben und infolgedessen als zu veröffentlichende Insiderinformationen einzuordnen sein. Situationen, in denen die Offenlegung solcher Informationen nicht die Ausnahme sind sondern der Regelfall, können nicht nur die Compliance-Belastung dieser Unternehmen erhöhen, sondern sich auch als eher verwirrend als informativ für den Markt erweisen.

Drittens sind je nach spezifischer Ausgestaltung der Token Szenarien denkbar, in denen die mit der Wertsteigerung eines Tokens verbundene Investitionsmöglichkeit nicht die primäre Motivation für den Erwerb eines Token ist, sondern vielmehr die Nutzenfunktion des Tokens. Aus der Sicht eines Käufers kann es Situationen geben (z.B. Utility Token), bei denen eher eine Produktinformation in Bezug auf den Token für den Verbraucher anstelle einer Finanzinformation über den Tokenausgeber eine geeignete und effiziente Möglichkeit ist, dem legitimen Schutz des Käufers gerecht zu werden.

Zu bedenken ist, dass unter Berücksichtigung des sog. Lafonta-Urteils (EuGH C-628/13 vom 11.03.2015)<sup>61</sup> die BaFin ihre Verwaltungspraxis zum Tatbestandsmerkmal der „Geeignetheit zur erheblichen Kursbeeinflussung“ weiter angepasst hat. Die BaFin versteht die Entscheidung des EuGH so, dass es zur Bestimmung der Geeignetheit der erheblichen Kursbeeinflussung

nicht darauf ankommen soll, ob dem Wesen der Information eine eindeutig positive oder negative Kursauswirkung entspringen wird. Stattdessen soll es ausreichen, dass eine erhebliche Kursbeeinflussung erwartet werden könne, und zwar unabhängig davon, in welche Richtung diese gehe. Auch wenn daher aus Ex-ante-Sicht keine eindeutig positive oder negative Kursauswirkung prognostiziert werden konnte, weil sowohl negative als auch positive Effekte aus dem Umstand den Kurs tangieren, werde die Aufsicht das Vorliegen einer Insiderinformation auch dann bejahen, wenn zumindest ein erheblicher Kursausschlag zu erwarten ist. Inhaltlich hat das Urteil des EuGH nach Ansicht und derzeitiger Verwaltungspraxis zur Folge, dass das Spektrum des verständigen Anlegers zumindest auch auf den spekulativ handelnden Anleger erweitert wird, der nur eine kurzfristige Kursbewegung ausnutzen will, für die auch unerheblich sein kann, in welche Richtung diese ausschlägt. Das Potential zur erheblichen Kursbeeinflussung wird daher von der BaFin „im Zweifel eher früher als später“ angenommen.

Das Verständnis der BaFin ist indessen unzutreffend, dem Lafonta-Urteil lässt sich gerade nicht entnehmen, dass es auf den „spekulativen Anleger“ ankommen soll. Daher empfiehlt es sich vor dem Hintergrund dieser Rechtsprechung, wonach gerade das bloße Vorhandensein von Volatilitätsinformationen grundsätzlich das Vorliegen einer Insiderinformation begründen kann, dass die BaFin unter Aufgabe der derzeit gehandhabten Verwaltungspraxis in ihren FAQ klar stellt, dass es insoweit auf den verständigen und gerade nicht den spekulativen Anleger ankommt, um Token Verkäufe

---

<sup>61</sup> Vgl. hierzu Voß, BB 2015, 788; Klöhn, NZG 2015, 809 ff.

regulatorisch nicht über Gebühr zu belasten und nicht unnötigen Haftungsrisiken auszusetzen.

## **5.2 Deutsches Strafrecht**

Marktmanipulation kann zudem nach den Vorschriften über Betrug nach § 263 StGB und Untreue nach § 266 StGB strafbar sein<sup>62</sup>. Im Falle eines Verstoßes gegen diese strafrechtlichen Bestimmungen ist auch eine zivilrechtliche Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB nicht ausgeschlossen. Das Verhältnis dieser Haftungsvorschriften zu den spezielleren Vorschriften der MAR und des WpHG ist bisher nicht abschließend in der rechtswissenschaftlichen Literatur geklärt.

## **5.3 Wettbewerbsrecht**

Für alle Mitteilungen und Erklärungen des Tokenausgebers in Bezug auf sein Geschäft und Geschäftsmodell einschließlich des Angebots oder Handels mit Token kann (Europäisches) Wettbewerbsrecht Anwendung finden<sup>63</sup>. Dieses sieht insbesondere ein generelles Verbot unlauterer Geschäftspraktiken vor. Umfasst sind insbesondere alle Geschäftspraktiken, die falsche oder irreführende Informationen über die Hauptmerkmale eines Produkts, seinen Nutzen, seine Risiken, seine Verwendung u.s. w. enthalten. So kann jede täuschende und/oder nicht wahrheitsgemäße Aussage des Tokenausgebers über Erfolgs- und Entwicklungsaussichten für einen Token auf Sekundärmärkten zu Ansprüchen wegen unlauteren Wettbewerbs führen.

Darüber hinaus sind die Vertragsparteien, zumindest nach deutschem Zivilrecht, grundsätzlich verpflichtet, wahrheitsgemäß zu handeln. Folglich kann eine Vertragspartei haftbar gemacht werden, wenn sie der anderen Partei falsche und irreführende Informationen übermittelt<sup>64</sup>.

Schließlich dürfen sich die Beteiligten auch nicht an kartellrechtswidrigen Verhaltensweisen, insbesondere an einem unzulässigen Informationsaustausch, beteiligen. Dies wäre etwa der Fall, wenn es unter Wettbewerbern zu einem Austausch über oder zu einer einseitigen Preisgabe von strategisch relevanten Informationen (bspw. geplanten Preisen, Mengen, Kunden, Projekte) kommt. Verstöße können u. a. mit Bußgeldern in erheblicher Höhe geahndet werden und Schadensersatzansprüche auslösen. Dieses Thema wird insbesondere bei den vielfältig angedachten Industrie-Plattformen relevant.

## **5.4 Schlussfolgerung und Empfehlung**

Um Rechtssicherheit der Marktteilnehmer zu gewährleisten muss geklärt werden, ob und unter welchen Bedingungen (i) Token tatsächlich als Wertpapier oder Finanzinstrument im Sinne der Bestimmungen der MAR und des KWG qualifizieren und

---

<sup>62</sup> Siehe Vogel in Assmann/Schneider, 6. Auflage 2012, § 20a WpHG, Rn. 9 ff.

<sup>63</sup> Richtlinie 2005/29/EG über unlautere Geschäftspraktiken und Richtlinie 2006/114/EG über irreführende und vergleichende Werbung.

<sup>64</sup> Emmerich, in: Münchener Kommentar zum BGB, 7. Fassung 2016, § 311 Rn. 65.

(ii) die Anwendung der MAR auf solche Token beschränkt ist, die als Finanzinstrumente qualifizieren und an einem in der EU betriebenen Handelsplatz gehandelt werden.

Unbeschadet des Vorstehenden gibt es aus unserer Sicht gute Argumente dafür, dass zumindest ein grundlegender Regelungsrahmen für transparente und faire Sekundärmärkte bestehen sollte, einschließlich solcher Sekundärmärkte, an denen keine als Finanzinstrumente qualifizierenden Token gehandelt werden.

Der EU-Rechtsrahmen für Insiderhandel (Offenlegung von Insiderinformationen und Verhinderung von Marktmanipulation (Marktmissbrauch)) soll die Integrität der Finanzmärkte in der EU gewährleisten und den Anlegerschutz sowie das Vertrauen in diese Märkte stärken. Diese Grundsätze sollten *mutatis mutandis* auch für alle Sekundärmärkte Anwendung finden, an denen Token gehandelt werden.

Allerdings muss die Regulierung von Sekundärmärkten für Token berücksichtigen, dass der Inhalt angemessener Offenlegung aufgrund der Unterschiede von Token zu herkömmlichen Finanzinstrumenten einer Anpassung auf die in diesem Zusammenhang entscheidenden Informationen bedarf.

Schließlich werden Kryptobörsen im Zuge der technologischen Weiterentwicklung wahrscheinlich immer dezentraler, was eine weitere Klärung darüber erforderlich macht, welche Regeln für solche dezentralen Handelssysteme gelten.

## 6. Regulierung von Token-bezogenen Dienstleistungen

Zur Beurteilung der Erlaubnispflicht von Geschäftsmodellen, die sich auf Token beziehen, gehen wir unter Berücksichtigung der aktuellen wahrnehmbaren Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht von der folgenden Qualifizierung der Token aus:

Security Token: Qualifizierung als Finanzinstrumente nach dem KWG, als Wertpapiere (und damit zugleich als Finanzinstrumente) nach dem WpHG, jedoch keine Qualifikation als Wertpapiere nach dem KWG für Zwecke des Depotgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG.

Utility Token: Unserer Meinung nach ist es möglich, dass Utility Token so ausgestaltet sind, dass diese nicht als Finanzinstrument im Sinne des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierhandelsgesetzes einzuordnen sind, auch wenn die BaFin der Ansicht zu sein scheint, dass auch Utility Token als Rechnungseinheit und damit als Finanzinstrument im Sinne des Kreditwesengesetzes zu qualifizieren sein können. Es deutet sich an, dass die BaFin Utility Token, denen Zahlungsfunktion zukommt, als Rechnungseinheiten ansehen könnte, womit dieser Mehrzahl aller Utility Token ebenfalls Finanzinstrumente darstellen würden. Klare Abgrenzungskriterien durch die BaFin wären besonders in diesem Bereich wünschenswert, um Rechtsklarheit zu schaffen.

Kryptowährungen qualifizieren als Finanzinstrumente (Rechnungseinheiten) im Sinne des Kreditwesengesetzes, nicht aber als Finanzinstrumente im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes.

Nachfolgend werden zunächst die Tatbestände nach dem KWG erörtert. In einem weiteren Abschnitt werden dann die für Wertpapierdienstleistungsunternehmen

(“WpDIU”) relevanten Pflichten dargestellt, die im Rahmen von Token-Geschäftsmodellen grundsätzlich zu beachten sein könnten. Dies sind insbesondere die Pflichten nach §§ 63 ff WpHG. Erfasst sind mithin nicht alle, die Wertpapierdienstleistungen oder -nebendienstleistungen erbringen, sondern - abgesehen von Kreditinstituten - nur solche Institute, die als Finanzdienstleistungsinstitute iSd § 1 Abs. 1a KWG einzuordnen sind sowie die Zweigstellen von Unternehmen mit Sitz im Ausland, welche nach § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG als Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut gelten (§ 2 Abs. 10 WpHG [§ 2 Abs. 4 WpHG aF]). Zum besseren Verständnis des nicht juristisch vorgebildeten Lesers sind die “Schwester-Normen” des WpHG bereits bei den entsprechenden Normen des KWG zitiert.

### **6.1 Anlageberatung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG)**

Der Tatbestand der Anlageberatung umfasst die Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf einer Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für den Anleger geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder in der Öffentlichkeit bekannt gemacht wird.

Wer Anlageberatung in Bezug auf Finanzinstrumente anbietet, benötigt nach dem KWG eine Erlaubnis der BaFin. Die Anlageberatung in Bezug auf Security Tokens oder Kryptowährungs-Token qualifiziert daher als regulierte Tätigkeit und bedarf einer vorherigen Erlaubnis der BaFin.

Die Anlageberatung in Bezug auf Utility Tokens, die nicht als Finanzinstrumente qualifizieren, ist grundsätzlich keine regulierte Tätigkeit im Sinne des Kreditwesengesetzes. In den meisten Fällen bezieht sich die Anlageberatung jedoch auf den Erwerb von Utility Token im Tausch gegen Kryptowährungen. In solchen Fällen besteht die Anlageempfehlung für den Kauf des Utility Token im Tausch gegen eine Kryptowährung wie Bitcoin aus zwei Empfehlungen. Die erste in Form des Kaufs des Utility Token und die zweite in Form des Verkaufs der Kryptowährung. Da sich die zweite Empfehlung auf ein Finanzinstrument bezieht, würde die Tätigkeit als Anlageberatung im Sinne des Kreditwesengesetzes gelten, da sich die Empfehlung auch auf ein Finanzinstrument bezieht. Unabhängig von der aktuellen Unsicherheit über die aufsichtsrechtliche Qualifikation von Utility Tokens qualifiziert die Anlageempfehlung in Bezug auf den Erwerb von Utility Tokens im Austausch gegen Kryptowährungen als erlaubnispflichtige Tätigkeit unter dem Kreditwesengesetz.

Nur in den Fällen, in denen sich die Anlageberatung auf ein Geschäft bezieht, an dem kein Finanzinstrument beteiligt ist (wie der Erwerb eines Utility Token im Austausch gegen Euro oder andere Fiatwährungen), qualifiziert die Tätigkeit nicht als erlaubnispflichtige Anlageberatung.

## **6.2 Finanzportfolioverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG)**

Die gleichen Grundsätze gelten auch für die Erbringung der Finanzportfolioverwaltung nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG.

## **6.3 Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG)**

Anlagevermittlung bezeichnet die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Kreditwesengesetzes.

Basierend auf der Verwaltungspraxis der BaFin umfasst die Anlagevermittlung (i) die Übermittlung von Aufträgen über den Erwerb oder die Veräußerung eines Finanzinstruments vom Käufer oder Verkäufer an die jeweils andere Person oder (ii) die Förderung der Bereitschaft einer Person, ein bestimmtes Finanzinstrument zu erwerben.

Die Übermittlung kann auch in Form einer elektronischen Plattform erfolgen, die Angebote zum Erwerb oder zur Veräußerung eines Finanzinstruments von einem Mitglied an ein anderes Mitglied der Plattform übermittelt.

Ebenso wie die Anlageberatung bedarf auch die Anlagevermittlung einer vorherigen schriftlichen Erlaubnis der BaFin nach dem Kreditwesengesetz. Wer also eine (elektronische) Plattform betreibt, die Aufträge zum Erwerb von Kryptowährungen, Security-, Utility Token übermittelt, die als Finanzinstrument von einem Teilnehmer an einen anderen Teilnehmer qualifizieren, benötigt eine vorherige Erlaubnis der BaFin.

Die Anlagevermittlung in Bezug auf Utility Token, die nicht als Finanzinstrument qualifizieren (zu beachten ist jedoch, dass die BaFin wohl dahin tendiert, auch bestimmte Utility Token als Finanzinstrumente im Sinne des Kreditwesengesetzes zu qualifizieren), ist keine erlaubnispflichtige Tätigkeit im Sinne des Kreditwesengesetzes, sofern der Utility Token nicht im Tausch gegen Security-Token oder Kryptowährungstoken erworben oder veräußert wird. Im letzteren Fall würde die Aktivität als Anlagevermittlung in Bezug auf die Kryptowährung bzw. den Security Token eingestuft.

## **6.4 Multilaterale Handelssysteme nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG**

Die gleichen Grundsätze gelten auch für den Betrieb eines multilateralen Handelssystems, als welche die gängigen Kryptobörsen qualifizieren, nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG, für dessen Betrieb eine Erlaubnis nach dem Kreditwesengesetz erforderlich ist, wenn die an einem solchen multilateralen Handelssystem gehandelten Token als Finanzinstrumente im Sinne des KWG qualifizieren.

Bei multilateralen Handelsplattformen, die nicht in Deutschland ansässig sind, stellt sich die Frage nach der Anwendbarkeit des deutschen Kreditwesengesetzes. Nur Bank- und Finanzdienstleistungen, die in Deutschland erbracht werden, unterliegen einer Erlaubnispflicht nach § 32 KWG. Bei elektronischen Handelsplattformen ist es

umstritten, welcher inländische Bezug erforderlich ist. Die vorherrschende Auffassung erfordert entweder eine physische Präsenz in Deutschland oder ein aktives und zielgerichtetes Wenden an den deutschen Markt in Form von Dienstleistungen an Personen mit Sitz in Deutschland, damit die Dienstleistung in Deutschland erbracht wird. Die bloße Möglichkeit für deutsche Kunden, eine elektronische Handelsplattform zu nutzen, die nicht in Deutschland ansässig ist, reicht nicht aus, um eine Erlaubnispflicht der Kryptobörse in Deutschland auszulösen<sup>65</sup>.

Allerdings hat die BaFin zu erkennen gegeben, dass sie es in dem Fall, in dem ein Tokenausgeber, der seine Token in Deutschland im Rahmen eines ICO zum Erwerb angeboten hat, eine Handelsaufnahme seiner Token an einem multilateralen Handelssystem im Ausland aktiv betreibt, für möglich hält, dass der Betreiber des multilateralen Handelssystems sich durch die Aufnahme des Tokens zum Handel zielgerichtet an den deutschen Markt wendet. Eine solche Verwaltungspraxis würde praktisch darauf hinauslaufen, dass bei einem zielgerichteten Vertrieb von Token in Deutschland die Handelsaufnahme dieser Token an einer Kryptobörse ausgeschlossen ist, da hierdurch die Kryptobörse sich zielgerichtet an den deutschen Markt wenden würde und somit einer Erlaubnis zum Betreiben eines multilateralen Handelssystems in Deutschland benötigen würde.

Nach der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin zu grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen mussten sich ausländische Anbieter die Tätigkeit von in Deutschland tätigen Personen für die Frage des zielgerichteten Wendens an den deutschen Markt zurechnen lassen, wenn der ausländische Anbieter diese als Vertriebsnetz für seine Dienstleistungen in Deutschland nutzt. Insofern erscheint es für die Frage, ob der Betreiber der Kryptobörse seine Dienstleistung in Deutschland aktiv anbietet, sachgerechter zu sein, darauf abzustellen, ob der Tokenausgeber die Handelsmöglichkeit seiner Token in Deutschland in Abstimmung mit der Kryptobörse bewirbt oder bekannt macht, als auf das Betreiben der Handelsaufnahme der Token durch den Tokenausgeber abzustellen. Durch die Aufnahme der Token zum Handel bietet der Betreiber der Kryptobörse seine Dienstleistung noch nicht zielgerichtet deutschen Kunden an, da es an einer für einen Vertrieb erforderlichen Kommunikation zwischen Kryptobörse oder Tokenausgeber gegenüber deutschen Kunden fehlt.

Im Zusammenhang mit der Auffassung der BaFin besteht darüber hinaus das Problem, dass im europäischen Ausland als multilaterale Handelssysteme zugelassene Kryptobörsen aufgrund der unterschiedlichen Definition des Finanzinstruments im KWG und der MiFID II ihre Tätigkeit auch nicht im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs nach § 53b KWG unter dem europäischen Pass in Deutschland anbieten können. Voraussetzung für ein Tätigwerden im Wege grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs ist, dass das betreffende Geschäft von der jeweiligen Zulassung des Unternehmens in dessen Heimatstaat abgedeckt ist. Für die Zulassung der Tätigkeit in einem anderen EU-Mitgliedstaat im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs hat das jeweilige Unternehmen anzugeben, welche

---

<sup>65</sup> Fischer/Müller, Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Fassung 2016, § 32 KWG Rn.19

Finanzdienstleistungen in Bezug auf welche Finanzinstrumente unter der MiFID II in dem anderen EU-Mitgliedstaat erbracht werden sollen. Unternehmen aus EU-Mitgliedstaaten, welche die Zulassungspflicht für multilaterale Handelssysteme entsprechend den Vorgaben der MiFID II ausgestaltet haben, verfügen jedoch über keine Erlaubnis für den Betrieb eines multilateralen Handelssystems in Bezug auf den Handel von Rechnungseinheiten, so dass diese Tätigkeit grundsätzlich auch nicht im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs erbracht werden kann.

Vor diesem Hintergrund wäre jedenfalls eine Klarstellung der BaFin wünschenswert, dass Unternehmen, die ein multilaterales Handelssystem im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs in Deutschland nach § 53b KWG für andere Finanzinstrumente anbieten dürfen, ebenfalls berechtigt sind, dieses multilaterale Handelssystem im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs in Deutschland in Bezug auf Rechnungseinheiten anzubieten.

## **6.5 Depotgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG)**

Das Depotgeschäft ist die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren für Dritte. Bei den Wertpapieren handelt es sich in diesem Zusammenhang nur um Wertpapiere im Sinne von § 1 Abs. 1 des DepotG. Bei Wertpapieren im Sinne des Depotgesetzes handelt es sich um Urkunden, die ein Recht in einer Weise verbriefen, dass nur der Inhaber der Urkunde dieses Recht ausüben kann<sup>66</sup>. Alle vorgenannten Token sind nicht in einer Urkunde verbrieft und qualifizieren daher nicht als Wertpapiere im Sinne des DepotG. Die Verwahrung von Token für Dritte gilt daher nicht als Depotgeschäft im Sinne des KWG.

Bei dem Depotgeschäft handelt es sich auch um eine Wertpapiernebenleistung im Sinne des § 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG. Die Definition des Depotgeschäfts nach dem WpHG weicht von der Definition des KWG ab. Das Depotgeschäft im Sinne des WpHG umfasst die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten (im Sinne des WpHG) für andere einschließlich der damit verbundenen Dienstleistungen.

Nach § 84 WpHG muss ein WpDIU Maßnahmen zum Schutz der Eigentumsrechte seiner Kunden an Finanzinstrumenten treffen, die sich im Besitz des Wertpapierdienstleistungsunternehmens befinden. Ein solches Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, Wertpapiere, die es bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen von Kunden erhält, an ein Kreditinstitut weiterzuleiten, das nach dem Kreditwesengesetz zum Betreiben des Depotgeschäfts zugelassen ist. Wäre diese Bestimmung auf Token, die zwar als Wertpapiere im Sinne des WpHG, nicht aber im Sinne des Kreditwesengesetzes bzw. Depotgesetz qualifizieren, unmittelbar anwendbar, so stünde das Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor dem Problem, dass solche Token derzeit von Kreditinstituten nicht zur Aufbewahrung angenommen werden. Auch erkennen wir nicht die Notwendigkeit der Verwahrung von Token bei Banken, die speziell für das

---

<sup>66</sup> Scherer, Depotgesetz, 1. Fassung 2012, § 1 Rn. 2

Depotgeschäft zugelassen sind. Daher sind wir im Hinblick auf Token der Meinung, dass § 84 Abs. 3 WpHG dahingehend auszulegen ist, dass das betreffende Wertpapierdienstleistungsunternehmen Maßnahmen zu treffen hat, die sicherstellen, dass die wirtschaftliche Verfügungsgewalt über die Token beim jeweiligen Kunden verbleibt. Eine Übertragung der Token an ein Kreditinstitut zur Verwahrung ist nicht erforderlich, da die Token nicht als Wertpapiere im Sinne des § 1 Abs. 1 des DepotG qualifizieren.

Weiterhin ist zu beachten, dass WpDIU nach dem WpHG nur Kreditinstitute oder Finanzdienstleister sind, die Wertpapierdienstleistungen nach dem WpHG ausschließlich oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen erbringen. Die alleinige Erbringung von Wertpapiernebenleistungen führt daher nicht zu einer Qualifikation als WpDIU nach dem WpHG.

Folglich benötigen Unternehmen, die ausschließlich die Verwahrung von Tokens anbieten, keine Erlaubnis nach dem Kreditwesengesetz und qualifizieren auch nicht als WpDIU unter dem WpHG und müssen daher auch nicht die Verhaltens- und Organisationspflichten des Wertpapierhandelsgesetzes beachten, zu denen auch § 84 WpHG gehört.

Unternehmen, die zusätzlich andere Wertpapierdienstleistungen, wie die Anlageberatung, Anlagevermittlung oder Finanzportfolioverwaltung in Bezug auf Token erbringen, und als Finanzdienstleistungsinstitute nach dem Kreditwesengesetz zugelassen sind, qualifizieren als Wertpapierdienstleistungsunternehmen und müssen daher die Verhaltens- und Organisationspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz beachten. Nach unserer Einschätzung bedeutet dies jedoch nur, dass sie in Bezug auf die Verwahrung von Tokens Maßnahmen zu ergreifen haben, die sicherstellen, dass die wirtschaftliche Verfügungsgewalt über die Token beim jeweiligen Kunden verbleibt. Eine Übertragung der Token auf ein Kreditinstitut für Zwecke der Verwahrung ist hingegen nicht erforderlich, da die Tokens nicht als Wertpapiere im Sinne des § 1 Abs. 1 DepotG qualifizieren.

## **6.6 Handel für eigene Rechnung (§ 32 Abs. 1a Satz 2 KWG)**

Unter dem Eigengeschäft versteht man den Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung der kein Eigenhandel ist. Das Eigengeschäft bedarf nur unter bestimmten Voraussetzungen einer vorherigen Erlaubnis nach dem Kreditwesengesetz. Nach § 32 Abs. 1a Satz 2 KWG ist eine Erlaubnis erforderlich, wenn das Eigengeschäft als Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems betrieben wird. Kryptobörsen erfüllen in der Regel die Definition eines multilateralen Handelssystems. Darüber hinaus erteilen die Nutzer solcher Kryptobörsen ihre Aufträge direkt an der jeweiligen Börse und im Gegensatz zu Wertpapierbörsen nicht über einen Finanzintermediär. Daher agieren die Nutzer von Kryptobörsen als Mitglieder oder Teilnehmer eines multilateralen Handelssystems. Das bedeutet, dass auf der Grundlage des Wortlauts von § 32 Abs. 1a Satz 2 KWG eine in

Deutschland ansässige Person, die gewerblich an einer Kryptobörse Token kauft oder verkauft, nach dem Kreditwesengesetz eine vorherige Erlaubnis benötigen würde.

Die Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft als Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems wurde im Rahmen des zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes in das KWG aufgenommen und setzt Art. 2 Abs. 1 lit. d ii) der MiFID in nationales Recht um. Gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. d ii) der MiFID sollen die Mitgliedstaaten Maßnahmen ergreifen, dass die Personen, die für eigene Rechnung als Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems mit Finanzinstrumenten im Sinne von Anhang I Abschnitt C der MiFID handeln, einer vorherigen Erlaubnis benötigen.

Die Definition von Finanzinstrumenten in Anhang I Abschnitt C der MiFID weicht von der Definition von Finanzinstrumenten nach dem KWG ab und umfasst keine Rechnungseinheiten. Daher hat der deutsche Gesetzgeber mit der Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft in Bezug auf Rechnungseinheiten die Erlaubnispflicht auf Tätigkeiten ausgeweitet, die nicht von der Richtlinie 2014/65/EG erfasst sind.

Der Gesetzgeber hat in den Gesetzgebungsunterlagen erklärt, dass er beabsichtigt, die MiFID 1:1 in nationales Recht umzusetzen<sup>67</sup>. An Stellen, an denen der Gesetzgeber zusätzliche Anforderungen oder strengere Vorschriften als in der MiFID im nationalen Recht eingeführt hat, werden diese zusätzlichen Vorschriften in den Gesetzgebungsunterlagen deutlich erwähnt. Die Gesetzgebungsunterlagen geben keinen Hinweis darauf, dass der Gesetzgeber die Absicht hatte, die Erlaubnispflicht des § 32 Abs. 1a Satz 2 KWG auf Konstellationen, die nicht unter den Anwendungsbereich der MiFID fallen, zu erweitern. Es spricht daher viel dafür, dass der Gesetzgeber unbeabsichtigt eine Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft mit Token als Mitglied oder Teilnehmer eines multilateralen Handelssystems eingeführt hat, die es erfordert, den Umfang der Erlaubnispflicht im Rahmen der teleologischen Auslegung auf Fälle zu beschränken, die von den Vorgaben der MiFID an eine Erlaubnispflicht erfasst sind.

Wir sind daher der Auffassung, dass nur das Eigengeschäft in Wertpapier-Token als Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes oder multilateralen Handelssystems nach dem Kreditwesengesetz erlaubnispflichtig ist.

Eine Folgeversion des Papiers wird sich mit den Anforderungen an einen möglichen Eigenhandel nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c) WpHG befassen.

## **6.7 Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen**

Die Verhaltenspflichten für WpDIU waren schon in Umsetzung der MiFID I durch das FRUG von 2007 erheblich verschärft worden (vgl. §§ 31 ff WpHG a.F.)<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> BT-Drucks. 18/10936, Seite 3.

<sup>68</sup> Hierzu Voß in Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, 1. Aufl. 2015, § 31 Rn. 14 ff.

Neben in jedem Fall bei Erbringung einer Wertpapierdienstleistung einzuhaltenden allgemeinen Verhaltensregeln, die in § 63 WpHG aufgeführt werden, sind je nach Fallkonstellation bestimmte Pflichten je nach Kategorie eines Wertpapiergeschäfts zu beachten. Dabei begründen das Vorliegen einer Anlageberatung bzw. einer Finanzportfolioverwaltung nach wie vor das größte Schutzniveau (vgl. § 64 WpHG); insbesondere ist in diesen Fällen eine Geeignetheitsprüfung vorzunehmen. Beim beratungsfreien Geschäft hat lediglich eine Angemessenheitsprüfung zu erfolgen.

#### 6.7.1 Allgemeine Verhaltensregeln

##### 6.7.1.1 Interessenwahrungspflicht

Ein WpDIU trifft nach § 63 Abs. 1 WpHG die Verpflichtung, Wertpapier(neben)dienstleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im bestmöglichen Interesse seiner Kunden zu erbringen. Das in § 63 Abs. 1 WpHG erwähnte Interesse der Kunden bedeutet, dass eine Ausrichtung an dessen ersichtlichen individuellen Interessen zu erfolgen hat, nicht am objektiven Interesse. Für die Bestimmung des Kundeninteresses muss sich das WpDIU durch eine Befragung des Kunden informieren (*“know your customer”*).

##### 6.7.1.2 Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten

Das WpDIU muss sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten bemühen (§ 63 Abs. 2 WpHG [§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F] .). Vorrang kommt insoweit den präventiven organisatorischen Maßnahmen nach § 80 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpHG und Art. 33 ff. der Delegierten VO 2017/565 (§ 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG a.F] . zu. Sollten gleichwohl Interessenkonflikte unvermeidbar sein, ist der Investor über die Art und Herkunft des Interessenkonflikts aufzuklären sowie darüber, welche Schritte zur Risikobegrenzung im Hinblick auf die Beeinträchtigung von Kundeninteressen unternommen wurden. Nach Umsetzung der MiFID II in das deutsche Recht ist insoweit neu, dass dem Kunden in einem solchen Fall auch die zur Begrenzung der Risiken unternommenen Schritte *“eindeutig”* darzulegen sind; vgl. § 63 Abs. 2 Satz 1 WpHG.

##### 6.7.1.3 Pflichten betreffend Konzeption und Vertrieb

§ 63 Abs. 4 und 5 WpHG legen Verhaltenspflichten betreffend die Konzeption und den Vertrieb von Finanzinstrumenten, die in Übereinstimmung mit dem sog. Zielmarkt stehen müssen, fest. Der Zielmarkt ist vom *“Produkthersteller”* festzulegen. Die in Rede stehenden Finanzinstrumente (insbesondere also Wertpapiere im Fall von Security Token) müssen auf Basis eines sog. Produktfreigabeverfahrens den Bedürfnissen des jeweiligen Zielmarkts entsprechen. Dabei wird nicht nur verlangt, dass das vertreibende WpDIU die von ihm angebotenen Finanzinstrumente versteht, sondern dass auch die Vereinbarkeit mit den Bedürfnissen der jeweiligen Kunden beurteilt und sichergestellt wird.

#### 6.7.1.4 Informationspflichten

Nach § 63 Abs. 6 Satz 1 WpHG (§ 31 Abs. 2 Satz 1 WpHG aF) müssen die vom WpDIU erteilten Informationen an die Kunden redlich und eindeutig sein und dürfen nicht irreführend sein. Es kommt insoweit auf die Sichtweise eines "durchschnittlichen Angehörigen der Gruppe, an die sie gerichtet sind bzw. zu der sie wahrscheinlich gelangen" an (Art. 44 Abs. 2 lit. d der Delegierten VO 2017/65). Eine Irreführung wird nur vermieden, wenn Werbung ausdrücklich als solche erkennbar ist; vgl. § 63 Abs. 6 Satz 2 WpHG.

Sofern eine Werbung Informationen über Finanzinstrumente oder Tokenausgeber in Verbindung mit einer (direkten oder indirekten) Anlageempfehlung, die auch Gegenstand einer Finanzanalyse sein könnte, ist Art. 36 Abs. 2 der Delegierten VO 2017/565 zu beachten - danach müssen die WpDIU die Information deutlich mit dem Hinweis versehen, dass es sich um eine Finanzanalyse handelt, und gleichzeitig darf die Empfehlung, würde sie vom WpDIU ausgehen, für sich betrachtet keine Anlageberatung darstellen.

Die Kunden müssen rechtzeitig und in verständlicher Form informiert werden (§ 63 Abs. 7 Satz 1 WpHG [§ 31 Abs. 3 Satz 1 WpHG a.F] .), so dass sie nach vernünftigem Ermessen die Art und Risiken der Token und der damit verbundenen Wertpapierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage ihre Anlageentscheidung treffen können.

#### 6.7.2 Besondere Verhaltensregeln

In § 64 WpHG sind besondere Verhaltensregeln für die Erbringung von Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung geregelt. Der Begriff der "Anlageberatung" entspricht demjenigen des WpHG a.F. und wird dahingehend definiert, dass eine persönliche Empfehlung an den (potenziellen) Anleger oder dessen Beauftragten erteilt wird (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG, Art. 9 Unterabs. 1 der Delegierten VO 2017/565 [§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 9 WpHG a.F.]).

Finanzportfolioverwaltung meint gem. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG (§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 7 WpHG aF) die Verwaltung eines oder mehrerer in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum.

WpDIU, die Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung betreiben, müssen zusätzlich zu den Angaben nach § 63 Abs. 7 WpHG den Investor über verschiedene Punkte aufklären; vgl. § 64 Abs. 1 WpHG. So muss z.B. offenbart werden, ob die Anlageberatung auf einer umfangreichen oder eher beschränkten Analyse verschiedener Arten von Finanzinstrumenten basiert. Auch ist der Kunde darüber in Kenntnis zu setzen, ob das WpDIU "dem Kunden regelmäßig eine Beurteilung der Geeignetheit der empfohlenen Finanzinstrumente" zur Verfügung stellt (§ 64 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG).

Zudem ist einem Privatkunden nach § 64 Abs. 2 WpHG (§ 31 Abs. 3a WpHG aF) rechtzeitig vor Abschluss eines Geschäfts grundsätzlich ein kurzes und leicht

verständliches Informationsblatt über das betreffende Finanzinstrument zur Verfügung zu stellen (“Beipackzettel”).

Auch sind eine Kundenexploration und eine Geeignetheitsprüfung durchzuführen. Die Erkundigungspflicht bezieht sich dabei (“nur”) auf diejenigen Informationen, die erforderlich sind, um dem Kunden ein für ihn geeignetes Finanzinstrument oder eine für ihn geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können. Die sog. “Geeignetheit” ist hierbei Kernelement, da nur geeignete Finanzinstrumente bzw. Wertpapierdienstleistungen empfohlen werden dürfen. Die Geeignetheit wird durch die Art. 54 f. der Delegierten VO 2017/565 konkretisiert, wonach das WpDIU diejenigen Informationen beim Kunden einholen muss, die dazu führen, dass es davon ausgehen kann, dass die Empfehlung den Anlagezielen und dem vom Kunden finanziell tragbaren Anlagerisiko entspricht und der Kunde dieses mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen verstehen kann (Art. 54 Abs. 2 der Delegierten VO 2017/565 [vgl. § 31 Abs. 4 Satz 2 WpHG a.F] .).

Nicht zuletzt haben die WpDIU dem Privatkunden bei der Anlageberatung vor Vertragsschluss gem. § 64 Abs. 4 WpHG eine sog. “Geeignetheitserklärung” zur Verfügung zu stellen, die das bislang nach § 34 Abs. 2a WpHG a.F. erforderliche Beratungsprotokoll ersetzt hat.

### 6.7.3 Weitere ausgewählte Verhaltenspflichten

Weitere im Einzelfall wesentliche Pflichten betreffen das Verbot der Annahme von Zuwendungen (§ 70 WpHG) sowie Aufzeichnungspflichten bzgl. Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation (§ 83 Abs. 3 ff. WpHG).

## 6.8 Schlussfolgerungen und Empfehlungen zum deutschen Recht

Hinsichtlich der Anlageberatung, der Anlagevermittlung und des Portfoliomanagements sehen wir keinen Bedarf an einer zusätzlichen Regulierung bei der Erbringung dieser Tätigkeiten in Bezug auf Tokens, da in den meisten Fällen eine Erlaubnispflicht nach dem KWG besteht sowie damit einhergehend die Wohlverhaltensregeln des WpHG einzuhalten sind. Denn auch bei Token, die nicht als Finanzinstrumente im Sinne des KWG einzuordnen sind, wird die jeweilige Dienstleistung in den meisten Fällen gleichzeitig auch in Bezug auf Tokens erbracht, die als Finanzinstrument qualifizieren. Darüber hinaus ist es unwahrscheinlich, dass ein Anbieter seine Leistungen nur auf Token beschränkt, die nicht als Finanzinstrumente qualifiziert sind, da dies die wichtigsten Kryptowährungen wie Bitcoin ausschließen würde. Zu empfehlen ist allein eine Ergänzung der einschlägigen Rundschreiben der BaFin wie namentlich der sog. “Mindestanforderungen an die Compliance” (MaComp).

Im Hinblick auf die Verwahrung von Token für andere sehen wir derzeit keinen unmittelbaren Bedarf für eine zusätzliche Regulierung, obwohl eine solche Tätigkeit derzeit für Token nicht geregelt ist. Diese Ansicht beruht auf der Tatsache, dass es für Inhaber von Tokens nicht erforderlich ist, einen Anbieter zur Verwahrung ihrer Token zu nutzen. Jeder Token-Inhaber kann seine Token in einem individuellen Wallet

verwahren, für die nur der Inhaber der Token den private key besitzt. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zwischen der Verwahrung von Tokens und der Verwahrung von Wertpapieren. Bei den meisten Wertpapieren ist der Inhaber der Wertpapiere nicht in der Lage, die betreffenden Wertpapiere selbst zu verwahren, und benötigt daher einen Dienstleister, der die Wertpapiere in seinem Namen verwahrt.

Allerdings sehen wir eine Nachfrage von professionellen Anlegern nach der Verwahrung von Token als Dienstleistung. Ein solcher institutioneller Anleger wird von dem betreffenden Anbieter einen Mindeststandard an professioneller Organisation und Kontrolle verlangen. Für den Fall, dass die Nachfrage von institutionellen Anlegern an einer solchen Dienstleistung weiter zunimmt, könnte eine zusätzliche gesetzliche Regelung dieser Dienstleistung hilfreich sein und die bis dahin durch die Nachfrage von professionellen Anlegern etablierte Marktpraxis berücksichtigen.

In Bezug auf die Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft als Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes oder multilateralen Handelssystems wäre eine Klarstellung der BaFin oder des deutschen Gesetzgebers im Sinne der obigen Feststellungen sehr wünschenswert, dass eine solche Erlaubnispflicht nur für das Eigengeschäft in Wertpapier-Token gilt.

\*\*\*

## **Anhang A:**

Informationen, die nach dem europäischen E-Commerce- und Verbraucherschutzregelungen offengelegt werden müssen

### **1. Informationspflichten gemäß der E-Commerce-Regelungen**

Der Unternehmer hat den Kunden zu informieren

- über die einzelnen technischen Schritte, die zum Vertragsabschluss führen,
- darüber, ob der Vertragstext nach Vertragsschluss vom Unternehmer gespeichert wird und ob er dem Kunden zugänglich ist,
- darüber, wie der Kunde Eingabefehler erkennen und korrigieren kann, bevor er die Vertragserklärung abgibt,
- über die Sprachen, die für den Vertragsabschluss zur Verfügung stehen,
- über alle einschlägigen Verhaltenskodizes, denen der Unternehmer unterliegt, sowie über die Möglichkeit des elektronischen Zugangs zu diesen Regeln und
- über Lieferbeschränkungen und die verschiedenen Zahlungsmittel.

### **2. Informationspflichten gemäß Verbraucherschutzregelungen**

#### **2.1 Informationspflichten bei Fernabsatzverträgen**

Der Unternehmer hat den Kunden zu informieren über

- die wesentlichen Eigenschaften von Waren und Dienstleistungen,
- seine Identität, z. B. Firmenname, Anschrift, Telefonnummer, Telefaxnummer und E-Mail-Adresse sowie die Anschrift und Identität des Unternehmers, für den er tätig ist,
- gegebenenfalls die Anschrift des Unternehmers oder des Unternehmers, für den er tätig ist, bei Beanstandungen, wenn sie von der oben genannten Anschrift abweicht,
- den Gesamtpreis der Waren oder Dienstleistungen einschließlich aller Steuern und Abgaben,
- den Gesamtpreis bei unbefristeten Verträgen oder Abonnements,
- die Laufzeit des Vertrages oder die Kündigungsbedingungen bei unbefristeten oder automatisch verlängerten Verträgen,
- etwaige Mehrkosten für die Nutzung von Fernkommunikationsmitteln, die für den Vertragsabschluss verwendet werden, wenn dem Verbraucher dadurch zusätzliche Kosten entstehen,
- die Zahlungs-, Liefer- und Leistungsbedingungen, den Termin, bis zu dem der Unternehmer die Ware zu liefern oder die Dienstleistung zu erbringen hat, und

gegebenenfalls das Verfahren des Unternehmers zur Bearbeitung von Reklamationen,

- das Bestehen eines gesetzlichen Haftungsanspruchs bei Mängeln der Ware,
- gegebenenfalls das Vorhandensein und die Bedingungen des Kundendienstes, der Kundendienstleistungen und der Garantien,
- gegebenenfalls bestehende einschlägige Verhaltenskodizes, die sich auf bestimmte Geschäftspraktiken oder Sektoren beziehen, sowie auf die Frage, wie Exemplare dieser Verhaltenskodizen beschafft werden können,
- gegebenenfalls die Mindestverpflichtungsdauer, die der Verbraucher mit dem Vertrag eingeht,
- gegebenenfalls die Tatsache, dass der Unternehmer den Verbraucher auffordern kann, eine Sicherheitsleistung oder eine andere finanzielle Sicherheit zu leisten, sowie die Bedingungen für diese Sicherheitsleistung oder andere finanzielle Sicherheit,
- gegebenenfalls das Funktionieren digitaler Inhalte, einschließlich anwendbarer technischer Schutzmaßnahmen, die auf diese Inhalte anwendbar sind,
- gegebenenfalls erhebliche Einschränkungen der Interoperabilität und Kompatibilität digitaler Inhalte mit Hard- und Software, sofern der Unternehmer von solchen Einschränkungen Kenntnis hat oder haben muss,
- gegebenenfalls, dass der Verbraucher außergerichtliche Rechtsbehelfs- und Rechtsbehelfsverfahren, denen der Unternehmer unterliegt, nutzen kann, und dessen Bedingungen für den Zugang, und
- das Bestehen eines Widerrufsrechts, die Bedingungen, Fristen und Verfahren für den Widerruf sowie gegebenenfalls die Kosten des Widerrufs und die Bedingungen für den vorzeitigen Ablauf des Widerrufsrechts.

## 2.2 Informationspflichten im Zusammenhang mit Finanzdienstleistungen

Der Unternehmer muss den Verbraucher informieren über

- seine Identität sowie das Handelsregister und die Registernummer,
- die Haupttätigkeit und die für die Genehmigung zuständige Aufsichtsbehörde,
- die Identität des Vertreters des Unternehmers in dem Mitgliedstaat, in dem der Verbraucher seinen Wohnsitz hat, wenn es einen solchen Vertreter gibt, oder die Identität einer anderen gewerblichen Person, als des Unternehmers, wenn der Verbraucher mit dieser Person in Geschäftsbeziehungen steht, und die Eigenschaft, in der diese Person gegenüber dem Verbraucher handelt,
- seine ladungsfähige Anschrift und den Namen des Vertretungsberechtigten, wenn es sich bei dem Unternehmer um eine juristische Person handelt,

- die wesentlichen Merkmale der Finanzdienstleistung sowie Informationen darüber, wie der Vertrag zustande kommt,
- der Gesamtpreis der Finanzdienstleistung einschließlich aller damit verbundenen Kostenbestandteile und vom Unternehmer abgeführten Steuern, oder, wenn es nicht möglich ist, einen genauen Preis zu nennen, die Berechnungsgrundlage, damit der Verbraucher den Preis beurteilen kann,
- gegebenenfalls zusätzlich anfallende Kosten und die Angabe von zusätzlichen Steuern und Kosten, die vom Unternehmer nicht abgeführt werden oder von ihm in Rechnung gestellt werden,
- gegebenenfalls den Hinweis darauf, dass es sich die Finanzdienstleistung auf Finanzinstrumente bezieht, das aufgrund ihrer besonderen Merkmale oder der durchzuführenden Vorgänge besonderen Risiken unterliegt oder deren Preis Schwankungen auf dem Finanzmarkt unterliegt, die vom Unternehmer nicht beeinflusst werden können, und dass in der Vergangenheit erwirtschaftete Erträge kein Indikator für künftige Erträge ist,
- eine Beschränkung der Gültigkeitsdauer der bereitgestellten Informationen, z. B. die Gültigkeitsdauer befristeter Angebote, insbesondere hinsichtlich des Preises,
- Einzelheiten zur Bezahlung und Erfüllung des Vertrages,
- alle spezifischen Mehrkosten für die Nutzung von Fernkommunikationsmitteln, die für den Vertragsabschluss anfallen, wenn dem Verbraucher dadurch zusätzliche Kosten entstehen,
- das Bestehen oder Nichtbestehen eines Widerrufsrechts, die Bedingungen dieses Rechts, insbesondere Name und Anschrift der Stelle, an die der Widerruf gerichtet ist, und die Folgen des Widerrufs, einschließlich der Angabe des Betrags, der für eine bereits erbrachte Dienstleistung zu zahlen ist,
- die Mindestvertragslaufzeit des Vertrages, wenn es sich um eine kontinuierliche oder wiederkehrende Dienstleistung handelt,
- die vertraglichen Kündigungsbedingungen, einschließlich etwaiger Vertragsstrafen,
- die Mitgliedstaaten der Europäischen Union, deren Recht der Unternehmer der Aufnahme von Beziehungen zum Verbraucher vor Vertragsabschluss zugrunde legt,
- die Vertragsklausel über das anwendbare Recht und über das zuständige Gericht,
- die Sprachen, in denen die Vertragsbedingungen und die in dieser Bestimmung genannten Vorabinformationen übermittelt werden, sowie die Sprachen, in denen sich der Unternehmer verpflichtet, mit Zustimmung des Verbrauchers während der Laufzeit dieses Vertrags zu kommunizieren,

- gegebenenfalls, dass der Verbraucher außergerichtliche Rechtsbehelfs- und Rechtsbehelfsverfahren, denen der Unternehmer unterliegt, nutzen kann, und dessen Zugangsvoraussetzungen, und
- das Bestehen eines Garantiefonds oder sonstiger Entschädigungsregelungen.

