

Recht der Finanzinstrumente

4. 2019

Betriebs-Berater Kapitalmarkt

9.Jg. | 18.11.2019 | Seiten273-352 | www.rdf-online.de

EDITORIAL

Lutz Auffenberg: Kryptoverwahrgeschäft:
deutscher Alleingang und schleichende Zentralisierung 273

AUFSÄTZE

AUFSICHTSRECHT

Dr. Patrick Scholl, Marcel Hörauf, und Alexei Döhl:
Derivateregulierung in EMIR – Umsetzung und Weiterentwicklung
in der Praxis 276

Dr. Volker Baas und Dr. Lea Maria Stiering: Neue
Finanzanlagenvermittlungsverordnung – MiFID für alle 284

Dr. Ivan Zlatanov und Sascha Weiss: Regulatorische Aspekte
des algorithmischen Handels 290

Eric Romba und Dr. Anika Patz: Zweites Hinweisschreiben zu
Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe
von Krypto-Token 298

STEUERRECHT

Franz Schober und Jochen Weiss: Allgemeiner offener Spezial-AIF
nach § 282 KAGB als Anlagevehikel für Alternative Investments 306

Christian Ebner: Investmentsteuererlass vom 21.5.2019 und JStG 2019
unter besonderer Berücksichtigung von Spezial-Investmentfonds 314

Peter Moons und Tom Hamen: Finanzinstrumente mit Wandlungselementen
im Luxemburger Steuerrecht 321

Joost van Helvoirt und Anna Ratzenhofer: Finanzinstrumente mit
Wandlungselementen im niederländischen Steuerrecht 325

Andreas Patzner und Jürgen Nagler: RdF-Rechtsprechungsreport
zu 2017–2019 veröffentlichten EuGH-Urteilen zu „Finanzinstrumenten“ 330

WORKSHOP

Martin Mager: RdF-Workshop „Aktuelle rechtliche und steuerliche Aspekte
der Anlageklasse Immobilien“ am 29.10.2019 in Frankfurt a. M. 349

Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe von Krypto-Token

Bereits 2018 veröffentlichte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ein erstes Hinweisschreiben zur aufsichtsrechtlichen Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICO) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht. Darauf aufbauend bietet das im August 2019 veröffentlichte zweite Hinweisschreiben der BaFin zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sog. Krypto-Token weitergehende Einblicke in die Verwaltungspraxis der BaFin und gibt praktische Hinweise für Berater und Unternehmen, die sich mit der Emission von blockchainbasierten Token befassen. Im nachfolgenden Beitrag werden das zweite und das erste Hinweisschreiben erläutert sowie kritisch eingeordnet, und es wird ein umfassender Überblick zur derzeit geltenden Auffassung der BaFin zum Thema ICO, Security-Token und Krypto-Token gegeben.

Eric Romba, RA, und Dr. Anika Patz, RAin

I. Einleitung

Am 16.8.2019 hat die BaFin das zweite Hinweisschreiben¹ zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe von Krypto-Token veröffentlicht. Es folgt dem ersten Hinweisschreiben² vom 20.2.2018, in dem sich die BaFin erstmals ausführlicher zur aufsichtsrechtlichen Einordnung von Token oder Coins bzw. Kryptowährungen, die im Rahmen von Initial Coin Offerings begeben werden, als Finanzinstrumente geäußert hat.

Die BaFin gibt mit dem zweiten Hinweisschreiben praktische Hinweise für Berater und Unternehmen, die sich mit der Emission von Token befassen. Darüber hinaus verdichtet die Aufsicht ihre bisherige Verwaltungshaltung zu sog. Security Token Offerings (STO) und ICO basierend auf den Erfahrungen, die sie in der Zeit zwischen dem ersten und dem zweiten Hinweisschreiben gesammelt hat. Das zweite Hinweisschreiben hat insofern Relevanz für die Praxis, als die Beachtung der praktischen Hinweise für eine Beschleunigung der fachlichen Anfragen bei der Aufsicht sorgen kann.

II. Relevanz der Hinweisschreiben für politische Initiativen und konkrete Gesetzgebungsvorhaben

Zur Einordnung und Erfassung der gesetzgeberischen Aktivitäten ist es unerlässlich, die mit den Hinweisschreiben der BaFin gelegten Grundlagen insbes. zu den verschiedenen Tokenarten zu kennen. Neben den beiden Hinweisschreiben gibt es politische

Initiativen zu gesetzlichen Anpassungen und Neuerungen, um den technologischen Entwicklungen im Bereich Distributed-Ledger-Technologie (DLT) und Blockchain gerecht zu werden. Die im September 2019 veröffentlichte Blockchain-Strategie der Bundesregierung sieht vor, das deutsche Recht für elektronische Schuldverschreibungen zu öffnen, die keine Verbriefung in einer Urkunde erfordern.³ Durch eine technologieneutrale Regulierung sollen zukünftig auch elektronische Wertpapiere auf einer Blockchain begeben werden können.⁴ So ist laut der Blockchain-Strategie noch für Ende 2019 ein Gesetzentwurf angekündigt, der sich mit elektronischen und damit auch blockchainbasierten Inhaberschuldverschreibungen befassen soll.⁵ Zudem plant die

1 BaFin, Merkblatt – Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sog. Krypto-Token – WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003 (Zweites Hinweisschreiben), abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (Abruf: 23.9.2019).

2 BaFin, Hinweisschreiben (WA) – WA 11-QB 4100-2017/0010, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht (Erstes Hinweisschreiben), abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Abruf: 23.9.2019).

3 BMWi, Blockchain-Strategie der Bundesregierung, 18.9.2019, abrufbar unter https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Digitale-Welt/blockchain-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=12 (Abruf: 23.9.2019), S. 6f.

4 BMWi (Fn. 3), S. 6f.

5 BMWi (Fn. 3), S. 6f.

Bundesregierung, einen Gesetzentwurf zur Regulierung des öffentlichen Angebots „bestimmter Krypto-Token“ zu veröffentlichen.⁶ Gemeint sind damit Token, die weder Wertpapiere i. S. d. der RL 2014/65/EU (MiFID II) sind noch Vermögensanlagen i. S. d. Vermögensanlagegesetz (VermAnlG).

III. Aktuelle Entwicklungen im ICO- und im STO-Markt

Nach Angabe der BaFin gab es 2018 ca. 130 Anfragen, die sich auf Token-Modelle und die Emission von Token bezogen.⁷ Nach Beobachtungen der BaFin nahmen Ende 2018 die Fälle zu, die zu einer Einordnung von Token als Wertpapiere führen können; teilweise besteht sogar eine Tendenz im Markt, dass Anbieter ihre Token gern als Wertpapiere eingeordnet wissen möchten.⁸

Der erste sog. Security-Token mit einem durch die BaFin gebilligten Wertpapierprospekt – erstellt gemäß Wertpapierprospektgesetz (WpPG) und der alten EU-Prospektverordnung (EG) Nr. 809/2004⁹ – wurde Anfang 2019 von der Bitbond Finance GmbH öffentlich angeboten. Der Security-Token wurde als tokenbasierte Schuldverschreibung rein digital auf der Stellar Blockchain ohne Hinterlegung einer Sammelurkunde begeben. Auch ohne urkundliche Verbriefung gilt ein solcher Token als Wertpapier i. S. d. MiFid II und damit auch als Wertpapier i. S. d. Wertpapierprospektrechts und der Wertpapierhandelsrechts sowie auch als Finanzinstrument i. S. d. Bankaufsichtsrechts. In Deutschland gab es in der Folge drei weitere sog. tokenisierte Schuldverschreibungen.¹⁰

IV. Verwendete Begrifflichkeiten in den Hinweisschreiben

1. ICO und STO

In dem zweiten Hinweisschreiben der BaFin werden die Begriffe „Initial Coin Offering“ (ICO), „Initial Token Offering“ (ITO) und „Security Token Offering“ (STO) verwendet. Synonym für diese drei Begriffe wird wie bereits im ersten Hinweisschreiben der Begriff bzw. das Akronym „ICO“ verwendet, als Oberbegriff für die Einwerbung von finanziellen Mitteln zur Realisierung einer Geschäftsidee durch ein Unternehmen im Wege eines ICO.¹¹

2. Krypto-Token, Token, Coins, Kryptowährungen

In den Hinweisschreiben werden daneben die Begriffe Token bzw. Krypto-Token, Coins sowie Kryptowährungen verwendet. Die BaFin unterscheidet hier nicht weiter, sondern verwendet den Begriff Krypto-Token bzw. Token einheitlich für verschiedene Tokenarten.¹²

Ein Token kann dabei verschiedene Rechte oder auch Ansprüche repräsentieren.¹³ Die meisten Token-Projekte werden bisher auf öffentlichen Blockchains wie z. B. Ethereum oder Stellar aufge-

setzt, wobei die Erzeugung von Token über den jeweiligen Smart Contract einer Emittentin erfolgt, durch den Token generiert und an Käufer ausgegeben werden können.¹⁴ Smart Contracts sind in erster Linie einfache Softwareprogramme bzw. computergestützte Transaktionsprotokolle, die die Bedingungen eines Vertrags ausführen können.¹⁵

Coins bezeichnen dabei im gängigen Sprachgebrauch eine native Kryptowährung oder ein Zahlungsmittel, während sog. Token eine weitergehende Funktionalität haben und auf einem bestehenden Blockchain-Protokoll wie Ethereum aufbauen.¹⁶ Coins sollen als Zahlungsmittel eingesetzt werden und wie eine Fiat-Währung, also Geld, gehandelt werden können. Coins dienen damit als Rechnungseinheiten zur Wertaufbewahrung und Übertragung von Werten, weshalb sie aufsichtsrechtlich nach dem Kreditwesengesetz (KWG) als Finanzinstrumente in der Form von Rechnungseinheiten gem. § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 Var. 2 KWG gelten.¹⁷

6 BMWi (Fn. 3), S. 7.

7 *Höhlein/Weiß*, RdF 2019, 116, 117.

8 Vgl. *Höhlein/Weiß* (Fn. 7), 117.

9 Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung, ABIEU vom 30.4.2019, L 149, 1.

10 StartMark GmbH; Fundament RE GmbH; Exporo Projekt 83 GmbH (allerdings Billigung des Prospekts durch die luxemburgische Aufsicht CSSF).

11 BaFin (Fn. 1), Abschn. I., S. 1.

12 BaFin (Fn. 2), S. 1; BaFin (Fn. 1), S. 1; s. auch Bundesbank, Monatsbericht Juli 2019, S. 39 ff.

13 *Veil*, ZHR 183 (2019), 346, 348; *Koch*, ZBB 2018, 359, 360.

14 *Veil* (Fn. 13), 346, 350.

15 *Szabo*, Smart Contracts, 1994, abrufbar unter www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html (Abruf: 24.9.2019): „A smart contract is a computerized transaction protocol that executes the terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize the need for trusted intermediaries.“; *Antonopoulos/Wood*, Smart Contracts and Solidity, 12.11.2018, abrufbar unter <https://github.com/ethereumbook/ethereumbook/blob/develop/07smart-contracts-solidity.asciidoc#what-is-a-smart-contract> (Abruf: 24.9.2019); *Möslein*, ZHR 183 (2019), 254, 260.

16 *Azimdoust*, Unterschied zwischen Token und Coin, 17.7.2019, abrufbar unter <https://blockchainwelt.de/token-coin-unterschied/> (Abruf: 24.9.2019).

17 S. BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG (Aktien, Vermögensanlagen, Schuldtitel, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Devisen, Rechnungseinheiten und Emissionszertifikate), 20.12.2011 (zul. geänd. 26.7.2018), abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/7852552> (Abruf: 24.9.2019); BaFin, Bitcoins: Aufsichtliche Bewertung und Risiken für Benutzer, 19.12.2013, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1401_bitcoins.html (Abruf: 22.9.2019); BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC), 28.4.2016, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_artikel.html (Abruf: 9.10.2019); BaFin (Fn. 2); s. auch *Röh*, in: *Schwarz/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommen-

V. Rechtliche Einordnung des Hinweisschreibens

Bislang gibt es keine Regelungen im deutschen Recht für kryptographische Token und die Emission von Token im Rahmen eines ICO oder generell Token-Sales. Wie ein Token-Sale aufsichtsrechtlich einzuordnen ist, misst die BaFin an aufsichtsrechtlichen Gesetzen. Entscheidend ist dabei die singuläre Gestaltung des Token sowie die Struktur des Token-Sales.¹⁸ Am Ende wird nach dem aufsichtlichen Grundsatz „substance-over-form“ beurteilt.¹⁹ Nicht die namentliche Bezeichnung ist ursächlich für die Beurteilung, sondern allein die tatsächliche Ausgestaltung und Einordnung in den rechtlichen Rahmen.

Mit der Veröffentlichung von Rundschreiben, Auslegungsentscheidungen und Merkblättern wird auf die Herstellung einer einheitlichen Verwaltungspraxis abgestellt. Die BaFin veröffentlicht diese Verwaltungsvorschriften, damit sich die von ihr Beaufsichtigten darauf einstellen und die von der BaFin formulierten Anforderungen umsetzen können.²⁰ Die Veröffentlichung erfolgte ohne eine vorherige Konsultation von Marktteilnehmern.

1. Hintergrund und Ziel der Veröffentlichung

Die BaFin erläutert unter Abschn. I. zunächst den Hintergrund zur Veröffentlichung des Merkblatts. Dabei stellt sie noch einmal heraus, worum es sich bei Krypto-Token handelt:

„Als Krypto-Token bezeichnet man eine digitalisierte, auf einer Blockchain dezentral gespeicherte Abbildung von Vermögenswerten. Ihnen wird eine bestimmte Funktion oder ein bestimmter Wert zugesprochen. Diese Werte können unterschiedlichste Eigenschaften, Funktionalitäten oder Rechte darstellen. Die Werte können den Krypto-Token selbst innewohnen oder die Werthaltigkeit wird den Krypto-Token von den beteiligten Verkehrskreisen zugesprochen.“²¹

Im Anschluss daran wird auf das Thema ICO und sog. Whitepaper eingegangen. Danach sind Whitepaper Dokumente, die Informationen zum geplanten Geschäftszweck, zu den handelnden Personen und der technischen Ausgestaltung der Token beinhalten können.²² Diese Whitepaper sind nach Feststellung der BaFin allerdings nicht reguliert und in ihrer Form und ihrem Inhalt beliebig gestaltbar.²³ Es wird herausgestellt, dass die Whitepaper i. d. R. PR- und Marketingfunktion haben. Die Aufsicht macht deutlich, dass Whitepaper keine mit Wertpapier- und Vermögensanlagenprospekten bzw. gesetzlich vorgeschriebenen Informationsblättern vergleichbare Informations- und Haftungsdokumente darstellen.

Schließlich kommt die BaFin zu dem Thema Anfragen. Danach erreichen die Aufsicht zahlreiche Anfragen darüber, ob Token, die Anlegern bei ICO angeboten werden, Prospekt- oder Erlaubnispflichten auslösen. Zentral sei hierbei sehr häufig die Frage, ob die Konstruktion des Token im konkreten Fall ein Wertpapier

i. S. d. europäischen Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129 – EU-ProspektVO) und des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) darstellt.

Zur Motivation der Veröffentlichung äußert sich die BaFin dahingehend, dass der Bereich von ICO und Token-Sales noch ein junges Umfeld sei. Erforderlich sei Rechtssicherheit. Um diese Rechtssicherheit zur regulatorischen Einordnung von Token im Bereich der Wertpapieraufsicht zu erhöhen, habe die BaFin ein (erstes) Hinweisschreiben am 20.2.2018 veröffentlicht.²⁴ Dieses weitere Schreiben dient der Weiterentwicklung und Nuancierung einzelner Ausführungen.

Weiter ist es ein Anliegen der Aufsicht, mit anderen nationalen und europäischen Aufsichtsbehörden²⁵ an der Weiterentwicklung einer einheitlichen Aufsichtspraxis zu arbeiten. Sie kündigt an und stellt in Aussicht, dass es in der Zukunft weitere Veröffentlichungen geben kann.

Unter Abschn. III. definiert die BaFin konkret drei Ziele, die mit der Veröffentlichung erreicht werden sollen. Dabei sieht die Aufsicht das zweite Hinweisschreiben als aufbauend und ergänzend zur bisherigen Verwaltungspraxis, gestützt auf den seit Februar 2018 gemachten Erfahrungen. Die drei Ziele²⁶ sind:

- Hilfestellung für ICO-Emittenten und deren Rechtsvertreter: Welche Informationen und Unterlagen braucht die BaFin, um Anfragen zielführend und zeitnah beantworten zu können?
- Weitere Informationen geben zur Wertpapiereigenschaft nach der EU-ProspektVO oder dem WpPG bzw. Vermögensanlageneigenschaft nach dem VermAnlG und damit zu einer

tar, 5. Aufl. 2019, § 72 WpHG, Rn. 7 (im Erscheinen); Patz, BKR 2019, 435, 436; Patz, MMR 2018, 828, 830 ff.; daneben Fritzsche, BKR 2018, 475 ff., und Besprechung von Danwerth/Hildner, BKR 2019, 57, 58 ff.; a. A. Lehmann, NJW 2018, 3734, 3737.

18 Vgl. Höhle/Weiß (Fn. 7), 116; zu verschiedenen Prospektregimen für Token, die zur Unternehmensfinanzierung eingesetzt werden sollen, vgl. Patz/Bögeholz, Rethinking Law 4/2019, 28 ff.

19 Vgl. ESMA, Annex 1, Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, Jan. 2019, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf (Abruf: 22.9.2019).

20 Eine Übersicht aller gültigen Rundschreiben, Merkblätter und Auslegungsentscheidungen ist unter https://www.bafin.de/DE/Recht/Regelungen/Verwaltungspraxis/verwaltungspraxis_node.html abrufbar.

21 BaFin (Fn. 1), Abschn. I., S. 1.

22 BaFin (Fn. 1), Abschn. I., S. 1.

23 BaFin (Fn. 1), Abschn. I., S. 1.

24 BaFin (Fn. 2).

25 S. z. B. ESMA, SMSG Advice – Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ESMA22-106-1338, 19.10.2018, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf (Abruf: 24.9.2019); FCA, Guidance on Cryptoassets, Feedback and Final Guidance to CP 19/3, Policy Statement, PS19/22, July 2019, abrufbar unter <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf> (Abruf: 24.9.2019).

26 BaFin (Fn. 1), Abschn. III., S. 2.

möglichen Prospektpflicht oder Informationsblattspflicht nach EU-ProspektVO/WpPG oder VermAnlG.²⁷

- Information geben zu möglichen Erlaubnispflichten nach dem Kreditwesengesetz (KWG),²⁸ dem Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) oder dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).

2. Adressaten der Veröffentlichung

Einen spezifischen Adressatenkreis der Veröffentlichung gibt es nicht. In der Darstellung heißt es, dass sich das Merkblatt an alle natürlichen und juristischen Personen richtet, die in Deutschland Krypto-Token emittieren oder Geschäfte im Zusammenhang mit Krypto-Token, ICO und STO betreiben.

VI. Kernaussagen des ersten Hinweisschreiben

Eine Grundlagenwirkung für die fortschreitende rechtliche Entwicklung von Token-Sales in Deutschland kommt dem ersten BaFin-Hinweisschreiben vom 20.2.2018 zu. Darin gab die Aufsichtsbehörde eine ausführliche aufsichtsrechtliche Einordnung von Token und Kryptowährungen, die im Wege eines ICO ausgegeben werden. Für Marktteilnehmer lieferte dieses Hinweisschreiben eine erste Orientierung, in welche Finanzproduktkategorien ihre Tokenkonzepte einzuordnen sind.

Danach prüft die Aufsicht bei Token im Einzelfall, ob es sich um ein Finanzinstrument i. S. d. WpHG bzw. der MiFID II oder um ein Wertpapier i. S. d. WpPG oder Vermögensanlagen nach dem VermAnlG handelt. Darüber hinaus kann sich je nach Ausgestaltung der Token-Struktur auch die Frage nach einem Investmentvermögen nach KAGB stellen.

Die rechtliche Einordnung von Token erfordert nach Auffassung der BaFin eine genaue Einzelfallprüfung. Für die Einstufung eines Token als Finanzinstrument i. S. d. WpHG bzw. der MiFID II spielt es keine Rolle, ob derselbe Token als Rechnungseinheit i. S. d. § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 KWG einzuordnen ist. Rechnungseinheiten sind – im Gegensatz zum KWG – keine Finanzinstrumente gem. § 2 Abs. 4 WpHG.²⁹

Von einem Wertpapier ist dann auszugehen, wenn der Token übertragbar und an den Finanz- oder Kapitalmärkten handelbar ist. Daneben muss ein Token mitgliederschaftliche Beteiligungs- oder schuldrechtliche Vermögensrechte verkörpern und darf kein reines Zahlungsinstrument darstellen. Einer urkundlichen Verbriefung bedarf es zur Begründung der Wertpapiereigenschaft eines Token hingegen nicht.³⁰

Wenn bei einem Token die Voraussetzungen eines Finanzinstruments i. S. d. WpHG bzw. der MiFID II oder eines Wertpapiers i. S. d. WpPG vorliegen, kann nach Auffassung der Aufsicht die volle Anwendung der im Bereich der Wertpapieraufsicht angewend-

baren Rechtsnormen und der in ihnen vorgesehenen aufsichtsrechtlichen Vorgaben in Betracht kommen. Dies gilt insbes. für das WpHG, das WpPG, die Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 569/2014 (MAR), die Finanzmarktverordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR), das VermAnlG sowie weitere relevante Gesetze und einschlägige nationale und EU-Rechtsakte im Bereich der Wertpapieraufsicht.³¹

Neben den wertpapierrechtlichen Vorschriften können die Erlaubnispflichten aus KWG, KAGB, Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) oder Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) treten. In diesem Zusammenhang weist die Aufsicht richtigerweise darauf hin, dass der Finanzinstrumentebegriff des KWG weiter ist als der des WpHG, da er auch Devisen und Rechnungseinheiten und damit auch privatrechtlich geschaffene Zahlungsmittel wie Kryptowährungen erfasst.³²

Wie beschrieben, hatte das erste Hinweisschreiben Grundlagenwirkung. Mit Abstand und in der Nachbetrachtung stellt man fest, wie die grundsätzlichen Einordnungen z. B. von Token als Wertpapiere in der laufenden Zeit bis heute sich im Markt wie in der aufsichtsrechtlichen Praxis etabliert haben. Stand beim ersten Security-Token-Offering von Bitbond die Herleitung und Einordnung als Wertpapier noch im Vordergrund, ist die Rechtsqualität und Einordnung von Token neuerer Zeit klar und gesetzt.³³

VII. Wesentliche Inhalte des zweiten Hinweisschreibens

1. Anfragen an die BaFin – Anforderungen und Folgen

Mit Abschn. IV. sowie dem Anhang I widmet die Aufsicht einen umfangreichen Teil des Merkblatts den Anforderungen betreffend Anfragen bei der BaFin zu Tokenprojekten.³⁴ Aus dem Text lässt sich entnehmen, dass es für eine Erläuterung Anlass gab. Die BaFin weist insbes. darauf hin, dass die Emittenten und Anbieter selbst einen „wichtigen Beitrag leisten können“, damit Anfragen zügig von der Aufsicht beantwortet werden können. Dabei werden konkrete Ursachen für Verzögerungen benannt. Diese liegen vornehmlich darin, dass für die Bewertung von Sachverhalten und Token relevante Unterlagen gar nicht oder unvollständig eingereicht werden, sich im Inhalt oft widersprechen und An-

27 S. dazu u. a. *Höhlein/Weiß* (Fn. 7), 116 ff.; *Patz/Bögeholz* (Fn. 18), 28 ff.

28 S. dazu bereits BaFin (Fn. 2), S. 4. Zu Erlaubnispflichten für Handelsplattformen für Kryptowährungen und Kryptoassets *Patz*, BKR 2019, 435 ff.

29 BaFin (Fn. 2), Ziff. 1. S. 2.

30 BaFin (Fn. 2), Ziff. 1 a) S. 2.

31 BaFin (Fn. 2), Ziff. 3, S. 3.

32 BaFin (Fn. 2), Ziff. 4, S. 4.

33 Vgl. *Romba/Oppenheim*, BZ vom 16.2.2019, abrufbar unter <https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2019038071> (Abruf: 22.9.2019).

34 BaFin (Fn. 1), Abschn. IV., S. 2 (s. *Höhlein/Weiß* [Fn. 7], 117).

fragen häufig nicht spezifische Fragen adressieren, auf die sich konkrete Antworten geben lassen.³⁵

Die Aufsicht setzt daher Leitplanken für Anfragen. Diese Leitplanken umfassen zusammengefasst folgende Punkte:³⁶

- *Vollständigkeit*: Alle für die Bewertung relevanten Unterlagen sind einzureichen. Die Unterlagen sollen verbindlich sein.
- *Selbsteinschätzung*: Anfragen sollen eine rechtliche Bewertung des Sachverhalts als Selbsteinschätzung beinhalten und auf die Unterlagen referenzieren. Wenn sich Unterlagen ändern, ist die Selbsteinschätzung auf ihre weiterhin bestehende Gültigkeit zu überprüfen und ggf. zu überarbeiten.
- *Kontakt Daten*: Wer Fragen stellt, bekommt Antworten. Allerdings müssen Emittenten und Anbieter auch erreichbar sein über Telefon, Mail oder Post-Adresse.

Konkretisiert werden die Leitplanken durch einen Anhang I,³⁷ der als Grundlage für Anfragen genommen werden kann. Der Anhang ist in vier Segmente unterteilt:

1. Generelle Informationen,
2. Beschreibung des Geschäftsvorhabens,
3. Beschreibung des Token,
4. Sonstiges.

Eine Limitierung des Umfangs von Anfragen entsprechend den Segmenten ist nicht festgelegt. Neben schriftlichen Ausführungen können auch explizit Abbildungen eingefügt werden.

2. Prospekt- und Erlaubnispflichten bei der Ausgabe von Krypto-Token

a) Einführung

In Abschn. V. werden ausführlich weitere Informationen zu Prospekt- und Erlaubnispflichten bei der Ausgabe von Krypto-Token gegeben.³⁸ Nach grundsätzlichen Ausführungen folgt ein Aufgriff konkreter Token-Kategorisierungen. In der Folge schließen sich Ausführungen zur Einordnung von Token als Wertpapiere an. Der Abschnitt endet mit einer rechtlichen Bewertung zu den übrigen Erlaubnispflichten aus KWG, ZAG und KAGB sowie auf sog. tokenbezogene Dienstleistungen.

In dem Schreiben wird betont, dass es bei der Beurteilung von Tokenprojekten zwei Perspektiven gibt: zum einen die Perspektive bezogen auf Prospektspflichten, zum anderen die Perspektive bezogen auf Erlaubnispflichten. Erstere spielt im Bereich der Prospektspflichten: regelnde Gesetze wie die EU-ProspektVO sowie die europäischen Delegierten Verordnungen (EU) 2019/979 und (EU) 2019/980 und dem nationalen VermAnlG sowie der Vermögensanlagen-Verkaufprospektverordnung (VermVerkProspV). Die andere Perspektive betrifft v.a. Fragen

des KWG. In diesem Kontext weist die Aufsicht darauf hin, dass in der Frage der Erlaubnispflichten auch „Vorphasen“ wie Werbung für Tokenprojekte Erlaubnispflichten auslösen können, ebenso „Nachphasen“ z. B. mit Bezug auf den Handel an Sekundärmärkten.³⁹

b) Token-Kategorisierung

In dem Merkblatt stellt die Aufsicht eine vereinfachte Kategorisierung von Token dar. Schematisch lässt sich die Token-Kategorisierung wie folgt darstellen:⁴⁰

Tabelle: **Rechtliche Token-Kategorisierung** (Quelle: eigene Darstellung)

Bezeichnung	Beschreibung	Rechtliche Bewertung
Utility-Token (alternativ: App-Token, Nutzungstoken)	Zugriff auf bestimmte Dienstleistungen oder Produkte, vergleichbar mit „Eintrittskarte“ oder Gutschein.	Kein Wertpapier i. S. d. WpPG Keine Vermögensanlage i. S. d. VermAnlG I. d. R. („in vielen Fällen“) kein Finanzinstrument nach KWG
Zahlungstoken (auch Virtuelle Währung, Payment-Token oder Bare-Bone-Token)	Nutzung der Token als alternatives Zahlungsmittel	Keine Wertpapiere i. S. d. WpPG Keine Vermögensanlage i. S. d. VermAnlG Regelmäßig Finanzinstrument nach KWG
Wertpapier(ähnliche) Token (auch Equity-Token, Security-Token, Investment-Token oder Asset-Token)	Inhabern stehen mitgliederschaftliche Rechte oder schuldrechtliche Ansprüche vermögenswerten Inhalts zu, die denen eines Aktieninhabers oder Inhabers von Schuldtiteln vergleichbar sind.	Wertpapiere i. S. d. EU-ProspektVO, WpPG und des WpHG Finanzinstrumente nach KWG
Hybride Token	Mischformen, z. B. Gebrauch von Nutzungstoken als Zahlungsmittel und virtuelle Währung.	Abstellen auf Schwerpunkt der Funktion zur rechtlichen Einordnung.

c) Ausführungen zum Wertpapierbegriff

Die Aufsicht erläutert in dem Merkblatt noch einmal ausführlich, warum ein Token als Wertpapier eingeordnet werden kann. Ausgangspunkt ist der Wertpapierbegriff des Art. 3 lit. a) EU-ProspektVO und des § 2 Nr. 1 WpPG. Bezugnehmend auf die Begrifflichkeiten aus der MiFID II müssen danach folgende Kriterien kumulativ erfüllt sein:⁴¹

35 BaFin (Fn. 1), Abschn. IV., S. 3.
 36 BaFin (Fn. 1), Abschn. IV., S. 3.
 37 BaFin (Fn. 1), Anh. I., S. 13.
 38 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 4.
 39 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 5.
 40 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 5, 6.
 41 S. dazu auch BaFin (Fn. 2), Ziff. 1.a); *Fußwinkel/Kreiterling*, BaFin Perspektiven 1/2018, S. 48, 57; *Hacker/Thomale*, ECFR 2018, 645, 663ff.;

- Übertragbarkeit,
- Handelbarkeit an den Finanzmärkten,
- Verkörperung von wertpapierähnlichen Rechten im Token.

Einer Verbriefung bedarf es nach Aufsichtsrecht explizit nicht. Die BaFin stellt in diesem Zusammenhang klar, dass Finanzinstrumente i. S. d. KWG nicht automatisch Wertpapiere i. S. d. EU-ProspektVO bzw. des WpPG darstellen und anders zu behandeln sind als im KWG. Gleichzeitig sind auch nicht sämtliche Token Finanzinstrumente i. S. d. KWG.⁴²

Bemerkenswert ist, dass die Aufsicht deutlich macht, dass das VermAnIG in Bezug auf Token von geringerer Bedeutung ist als die wertpapierrechtlichen Regelungen. Zwar sind klassische Vermögensanlagen keine Wertpapiere, da sie sich mit Bezug auf Standardisierung, Übertragbarkeit und Handelbarkeit nicht mit Wertpapieren vergleichen lassen. Gleichwohl ergeben sich durch den Einsatz von Technologie, der Anwendung von Blockchain Veränderungen. Vermögensanlagen wandeln sich dann zu Wertpapieren eigener Art (sui generis).⁴³

Definiert wird der Begriff der wertpapierähnlichen Rechte. Diese sollen dann gegeben sein, wenn der Token dem Inhaber ein aktionärsähnliches Eigenkapitalinteresse bzw. ein mit einem Schuldtitelgläubiger vergleichbares Fremdkapitalinteresse vermittelt.⁴⁴ Um Token mit einem Wertpapier vergleichbar zu machen, müssen also entweder vermögensmäßige Rechte oder mitgliedschaftliche Rechte vorliegen. Nach Auffassung der Aufsicht sind vermögensmäßige Rechte dann gegeben, wenn die Rückzahlung des eingesetzten Vermögens zum Laufzeitende des Token oder regelmäßig mit der Inhaberschaft am Token verbundene Zahlungen aufweist. Mitgliedschaftliche Rechte kommen in Frage, sofern der Token einer Dividendenzahlung vergleichbare Ansprüche enthält (die auch in Form zusätzlicher Token erfolgen können) oder mittels Token die Einflussnahme auf mit dem ICO in Verbindung stehende Unternehmen ermöglicht.⁴⁵

Eine klare Aussage trifft die Aufsicht in der Frage des öffentlichen Angebots von Wertpapieren im Inland. Danach ist ein Inlandsbezug dann zu bejahen, wenn in der Bundesrepublik ansässige Anleger angesprochen werden sollen. Bei einem unbeschränkt zugänglichen Angebot im Internet bedeutet dies nach Auffassung der BaFin, dass grundsätzlich Publikum auf der ganzen Welt angesprochen wird, womit auch eine Prospektpflicht in Deutschland besteht.⁴⁶

d) Weitere Erlaubnispflichten

In der Folge thematisiert die Aufsicht im Merkblatt Erlaubnispflichten, die sich aus anderen Gesetzen wie dem KWG, ZAG

oder KAGB ergeben können. Dabei wird bestätigt, dass der Tatbestand des Einlagengeschäfts nach § 1 Abs. 2 Nr. 1 KWG erfüllt sein kann, wenn es bei Investment-Token einen unbedingten Rückzahlungsanspruch gibt.

Das Schreiben stellt ferner klar, dass Token bei Ausgabe gegen gesetzliche Zahlungsmittel, wie z. B. Euro, als E-Geld qualifizieren können. Kein E-Geld soll dann vorliegen, wenn Token ausschließlich gegen virtuelle Währungen ausgegeben werden.

Ebenso kann die Emission eines Token den Anwendungsbereich des KAGB eröffnen, wenn ein Investmentvermögen vorliegt.

Erfreulich ist die klare Feststellung, dass die Eigenemission von Krypto-Token regelmäßig keine Finanzdienstleistung darstellt.

Schließlich weist die BaFin in dem Merkblatt darauf hin, dass Krypto-Token, soweit sie Finanzinstrumente sind, genauso einzustufen sind wie klassische Finanzinstrumente nach KWG, womit der Reigen der erlaubnispflichtigen Geschäfte nach KWG, wie Anlagevermittlung, Finanzkommission, Eigenhandel etc. eröffnet ist.

Deutlich wird die BaFin auch dann, wenn erlaubnispflichtige Tätigkeiten von Dritten ohne das Vorliegen einer Erlaubnis angeboten werden. Denn dann kann auch der Emittent nach § 37 Abs. 1 S. 4 KWG herangezogen werden und Adressat aufsichtsrechtlicher Maßnahmen sein. Danach kann die BaFin ihre Befugnisse auch gegenüber Unternehmen durchsetzen, die in die Anbahnung, den Abschluss oder die Abwicklung dieser Geschäfte einbezogen ist. Als Beispiel wird ein nicht lizenzierter Handelsplatz beschrieben, auf dem Transaktionen eines Token abgewickelt werden.⁴⁷

VIII. Bewertung und praktische Auswirkungen

In der Gestaltung und im Aufbau vergleichbar ist das Merkblatt mit der Wegleitung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) vom 16.2.2018.⁴⁸ Auch der Anhang I entspricht in der

Weitnauer, BKR 2018, 231, 232; *Maume/Fromberger*, Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws, 10f.; *Zickgraf*, AG 2018, 293, 301; *Barsan*, RTDF 3/2017, 54, 58; *Röh*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2019, § 72 WpHG, Rn. 7 (im Erscheinen); *Patz* (Fn. 28), 436.

42 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 7.

43 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 7; *Weiß*, BaFin, Tokenisierung, 15.4.2019, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html (Abruf: 24.9.2019).

44 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 8.

45 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 8.

46 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 9.

47 BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 9, 10.

48 FinMa, FinMa publiziert Wegleitung zu ICOs, 16.2.2018, abrufbar unter <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/> (Abruf: 22.9.2019).

Struktur und in den abgefragten Inhalten weitestgehend dem Anhang der FINMA Wegleitung. Es zeugt von gesundem Pragmatismus der deutschen Aufsicht, sich an bestehenden Unterlagen anderer internationaler Aufseher zu orientieren. Damit wird mitteilbar auch ein Beitrag zur Standardisierung geleistet.

Inhaltlich bietet das Schreiben keine Überraschungen. Es fasst im Wesentlichen zusammen, was zuvor in diversen Publikationen der Aufsicht wie BaFin-Journalen oder Vorträgen dargestellt war.⁴⁹ Die Ausführungen insbes. zur Qualifizierung von Token als Wertpapiere mögen juristisch-akademisch streitbar sein.⁵⁰ In der Praxis sind sie Leitbild für die aufsichtsrechtliche Einstufung. Selbst wenn sie eine andere Auffassung hierzu haben, sind Emittenten und Anbieter gut beraten, ihr Token-Modell allein an der Rechtsauffassung der BaFin zu messen.

Der erste Security-Token der Bitbond Finance GmbH wurde noch nach „altem“ deutschen Prospektrecht auf Basis des WpPG gebilligt. In der Zwischenzeit hat die EU-ProspektVO mit den Delegierten Verordnungen zum 21.7.2019 Geltung erlangt. Das bisherige WpPG gilt nun in neuer Fassung.⁵¹ Das zweite Hinweisschreiben nimmt hierauf Bezug in seiner Herleitung eines Token als Wertpapier.

Beachtenswert und herauszustellen ist, dass mit dem Merkblatt manifestiert wird, wie gesetzliche Regelungszwecke durch Technologie transponiert werden. Die Schaffung eines Wertpapiers sui generis nach EU-Wertpapierrecht aus einer Vermögensanlage nach nationalem VermAnlG durch den Einsatz von Technologie, ist Ergebnis der nachrangigen Einordnung der Vermögensanlage im Verhältnis zu Wertpapier und Investmentvermögen in § 1 Abs. 2 S. 1 VermAnlG. Die Frage wird zu stellen sein, wie der Bedeutungsgehalt des VermAnlG durch die technologische Entwicklung abnimmt. Unter der Prämisse, dass in Zukunft die Tokenisierung von Assets durch Wertpapiere sui generis zunimmt, wird man die Implosion des Vermögensanlagenrechts annehmen können. Umso mehr sich Blockchain-Technologie durchsetzt, desto weniger rechtlicher Raum wird für Vermögensanlagen bleiben.

Die Ausführungen zu Token und die Einordnung in das Wertpapierregime sind zielführend. Allerdings hätte zur Abrundung auch noch der Hinweis zu den Möglichkeiten des Wertpapierinformationsblatts (WIB) nach §§ 4, 6 WpPG und Token erfolgen können. Denn im Markt entwickeln sich die ersten tokenisierten Schuldverschreibungen unter Nutzung der neu eingeführten Kurzinformationen sowie Anlageschwellen.

Gänzlich unerwähnt bleibt das Thema Token und PRIIPS-Verordnung (EU) Nr. 1286/2014.⁵² Dabei hatte sich die Aufsicht un-

längst zur aufsichtsrechtlichen Einordnung einzelner Ausstattungsmerkmale von Unternehmensanleihen auf Grundlage der PRIIPS-VO geäußert.⁵³ Die Frage, ob tokenisierte Schuldverschreibungen ggf. in den Anwendungsbereich der PRIIPS-VO fallen, bleibt zumindest im zweiten Hinweisschreiben unbeantwortet – jedoch eine wichtige Frage, mit der sich Emittenten und Anbieter beschäftigen müssen.

Keine Aussagen trifft das Merkblatt zu etwaigen zivilrechtlichen Fragen. Dies ist auch nicht Aufgabe und Zuständigkeit der Finanzaufsicht. Gleichwohl – unter Beachtung des Ziels der Information von Emittenten und Anbieter – wäre es wünschenswert gewesen, wenn ein Hinweis erfolgt wäre, dass neben der aufsichtsrechtlichen Beurteilung, z. B. zur Prospektpflicht, eine zivilrechtliche Betrachtung von Emittenten und Anbietern anzustellen ist. So kann bspw. die Erstellung von gesonderten Risikohinweisen neben einem Wertpapierinformationsblatt nach § 4 WpPG zivilrechtlich geboten sein.

Offen bleibt mit Bezug auf die Gestaltung von BaFin-Anfragen, zu welchem Zeitpunkt ein Erstkontakt sinnvoll ist. Die Aufsicht spricht davon, dass verbindliche Unterlagen zum Tokenprojekt eingereicht werden sollen. In der Praxis wird lange im Entwurfsstadium gearbeitet, da die vertragliche Ausgestaltung von z. B.

49 S. auch BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency, 28.6.2016, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_artikel.html (Abruf: 22.9.2019); BaFinJournal November 2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2017/bj_1711.html (Abruf: 22.9.2019); BaFinJournal März 2018, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2018/bj_1803.html (Abruf: 22.9.2019); BaFin-Tech 2018: Workshop 2 ICO im internationalen aufsichtlichen Kontext (Christoph Kreiterling, BaFin), Vortragsunterlagen im Rahmen der BaFin-Veranstaltung: BaFin-Tech 2018 am 10. April 2018, 12.4.2018, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl_180410_BaFinTech_2018_WS2.html (Abruf: 22.9.2019); *Fusswinkel/Kreiterling* (Fn. 41).

50 Vgl. aktuell *Höhlein/Weiß* (Fn. 7), 116 m.w.N. u.a. *Weitnauer*, BKR 2018, 231 ff.; *Brockner/Klebeck*, RdF 2018, 288 ff.; *Zickgraf*, AG 2018, 293 ff.

51 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 22. Juni 2005, BGBl. I 2005, 1698, das zuletzt durch Art. 1 des Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen vom 8. Juli 2019, BGBl. I 2019, 1002, geändert worden ist.

52 Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsprodukte (PRIIP), ABIEU vom 19.12.2014, L 352, 1.

53 BaFin, 22.8.2019, geänd. am 17.9.2019 – VBS 1-Wp 5430-2019/0071, Aufsichtsrechtliche Einordnung einzelner Ausstattungsmerkmale von Unternehmensanleihen auf Grundlage der PRIIPS-VO, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/WA/mb_210819_aufsichtsrechtliche_Einordnung_einzerner_Merkmale_Unternehmensanleihen_auf_Grundlage_PRIIPS_VO.html (Abruf: 22.9.2019).

Schuldverschreibungsbedingungen stark von der aufsichtsrechtlichen Qualifikation abhängt. Daher werden einzureichende Unterlagen nur eine bedingte Verbindlichkeit haben können. Die Emittenten und Anbieter werden daher grundsätzlich nach ihren Anfragen und nach Rückmeldung der Aufsicht eine Aktualisierung mitteilen müssen, selbst wenn die finalen Unterlagen denen der eingereichten Unterlagen entsprechen.

Emittenten und Anbieter werden sich die Frage stellen, welchen rechtlichen Charakter die Antworten auf Anfragen haben. Als Zusicherungen i. S. d. § 38 Verwaltungsverfahrensgesetzes (VerwVerG) dürften sie nicht zu verstehen sein. Gleichzeitig verknüpft die Aufsicht in dem Merkblatt seine Antwort auf Anfragen für den Fall, dass im Nachgang ein Billigungsverfahren durchgeführt wird. Bei späterer Einreichung eines Wertpapierprospekts soll auf das BaFin-Geschäftszeichen des Verfahrens verwiesen werden.⁵⁴

Aufhorchen lässt die Aussage der BaFin in dem Merkblatt, für sich eine Zuständigkeit zu bejahen, wenn ein öffentliches Angebot im Internet sich auch an in der Bundesrepublik ansässige Anleger richtet. Zwar soll in der Folge auf das Vorliegen von Indizien im Einzelfall abgestellt werden. Dies entspricht auch der Haltung der bisherigen Rechtsprechung des Bundesverwaltungsgerichts (BVerwG).⁵⁵ Emittenten und Anbieter aus dem Ausland müssen danach genau prüfen, ob sie ihr Internetangebot auch in deutscher Sprache einstellen oder sogar mit sog. IP-Adressen-Blocker arbeiten, um den Zugang von in der Bundesrepublik ansässigen Anlegern zu verhindern und nicht eine Prospektspflicht nach deutschem bzw. europäischem Recht auszulösen.

Besondere praktische Relevanz liegt auch in dem Hinweis der Aufsicht, dass auch gegen Emittenten bei unerlaubter Tätigkeit Dritter eingeschritten werden kann. Neben den aufsichtsrechtlichen Maßnahmen besteht das Risiko der Beihilfe zu unerlaubten Bankgeschäften durch die Emittentin oder den Anbieter. Denn das unerlaubte Betreiben von Bankgeschäften ist nach § 54 KWG eine Straftat.

ZUSAMMENFASSUNG

1. Das zweite Hinweisschreiben ist ein wichtiger Baustein zur Gestaltung des rechtlichen Rahmens für Token-Sales in Deutschland. Inhaltlich bringt das Schreiben im Vergleich

zum ersten Hinweisschreiben keine Änderungen in der rechtlichen Bewertung. Stattdessen werden getroffene Aussagen präzisiert und verdichtet.

2. Darüber hinaus enthält das Schreiben wertvolle Hinweise für Eingaben an die Aufsicht im Zusammenhang mit Token-Sales. Es ist für einen reibungslosen und effizienten Ablauf von solchen Anfragen ratsam, wenn die Vorgaben der Aufsicht von den Petitionen beherzigt werden.
3. Ein Gesetzentwurf zur Änderung des geltenden Kapitalmarktrechts mit Bezug auf tokenisierte Schuldverschreibungen ist noch für 2019 angekündigt. Es ist zu erwarten, dass sich inhaltliche Regelungen aus dem Gesetzentwurf an den Haltungen und Bewertungen aus den Hinweisschreiben orientieren. Daher dürften auf den Markt keine wesentlichen Überraschungen zukommen.
4. In der Gesamtschau wird deutlich: Obwohl DLT und Blockchain-Technologie in ihrer Anwendung im Finanzsektor und insbes. im Wertpapierbereich noch jung sind, schaffen die Aktivitäten auf Verwaltungs- und Gesetzesebene einen Rahmen, der eine dauerhafte Etablierung der Technologie ermöglicht, was nach Auffassung der Verf. Grundlage für eine wesentliche Veränderung in dem Markt sein kann.



AUTOREN

Eric Romba, RA, ist Partner in der Kanzlei *lindenpartners Partnerschaft von Rechtsanwälte mbB* in Berlin. Sein Beratungsschwerpunkt ist das Kapitalmarktaufsichtsrecht, insbes. bei Kapitalverwaltungsgesellschaften, AIF und Wertpapieremittenten.



Dr. Anika Patz, RAin, ist Associate in der Kanzlei *lindenpartners* in Berlin im Bereich des Bank- und Kapitalmarktrechts. Schwerpunkte ihrer Beratung bilden aufsichtsrechtliche Vorgaben für Banken, Finanzdienstleister, Handelsplätze und Fondsinitiatoren.

⁵⁴ BaFin (Fn. 1), Abschn. V., S. 4.

⁵⁵ Vgl. u. a. BVerwG, 22.4.2009 – BVerwG 8 C 2.09, abrufbar unter <https://www.bverw.de/220409U8C2.09.0> (Abruf: 22.9.2019).