

Hinweisschreiben (WA)

GZ: 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

Vor dem Hintergrund von vermehrten Anfragen an die BaFin im Geschäftsbereich Wertpapieraufsicht / Asset-Management (WA) dahingehend, ob die sog. Initial Coin Offerings (ICOs)¹ zugrunde liegenden Token oder Coins bzw. Kryptowährungen (für die Zwecke dieses Hinweisschreibens einheitlich als „**Token**“ bezeichnet) als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht angesehen werden, wird im Rahmen dieses Hinweisschreibens zu der regulatorischen Einordnung von Token im Bereich der Wertpapieraufsicht wie folgt Stellung genommen:

Die BaFin (WA) prüft bei Token im Einzelfall, ob es sich um ein Finanzinstrument i.S.d. WpHG bzw. der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) oder um ein Wertpapier i.S.d. Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) oder Vermögensanlagen nach dem Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) handelt. Diese Prüfung richtet sich nach den gesetzlichen Voraussetzungen der Rechtsnormen im Bereich der Wertpapieraufsicht, d.h. insbesondere des WpHG, WpPG, der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), des VermAnlG sowie weiterer relevanter Gesetze und einschlägiger nationaler und EU-Rechtsakte im Bereich der Wertpapieraufsicht.

Marktteilnehmer, die Dienstleistungen in Bezug auf Token erbringen, mit Token handeln oder Token öffentlich anbieten, sind gehalten, genau zu prüfen, ob ein reguliertes Instrument, d.h. z.B. ein Finanzinstrument i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG oder ein Wertpapier i.S.d. § 2 Nr. 1 WpPG vorliegt, um etwaige gesetzliche Anforderungen lückenlos zu erfüllen. Dies wird auch in der entsprechenden Warnung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) vom 13. November 2017 betont.² Die Pflicht zur Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben gilt insbesondere vor dem Hintergrund etwaiger Erlaubnispflichten nach dem Kreditwesengesetz (KWG), Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) oder Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG). Für Zweifelsfragen, ob eine Erlaubnispflicht nach dem KWG, KAGB, VAG oder ZAG vorliegt, ist die Abteilung Erlaubnispflicht und Verfolgung unerlaubter Geschäfte (EVG) der BaFin (Geschäftsbereich Abwicklung) zuständig.

Die Ausführungen dieses Hinweisschreibens beschränken sich auf die für die Wertpapieraufsicht einschlägigen Rechtsnormen. , Das *Merkblatt Finanzinstrumente (Aktien, Vermögensanlagen, Schuldtitel, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Devisen und Rechnungseinheiten)*³ oder das *Merkblatt Finanzinstrumente (Derivate)*⁴ bleiben unberührt.

¹ Zum Hintergrund der ICOs siehe unten 5.

²https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/anlage_meldung_171_109_ICOs_esma_firms.html

³https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html

⁴https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_120521_finanzinstrumente_derivate.html

1. Finanzinstrumente i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG / Anhang I Abschnitt C MiFID II

Token können je nach Ausgestaltung im Einzelfall als Finanzinstrument i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG bzw. Anhang I Abschnitt C MiFID II anzusehen sein. Abhängig von der Ausgestaltung im Einzelfall ist eine Einordnung von Token als Wertpapier (§ 2 Abs. 4 Nr. 1 in Verbindung mit § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II), als Anteil an einem Investmentvermögen (§ 2 Abs. 4 Nr. 2 WpHG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 KAGB bzw. Anhang I Abschnitt C (3) MiFID II) oder als Vermögensanlage (§ 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG in Verbindung mit § 1 Abs. 2 VermAnlG⁵) möglich.

Im Übrigen kann ein Token auch den Basiswert für ein **derivatives Geschäft** (§ 2 Abs. 3 WpHG bzw. Anhang I Abschnitt C (4) oder (9) bis (10) MiFID II) bilden. Bildet ein Token den Basiswert im Rahmen eines derivativen Geschäfts, ist das derivative Geschäft als Finanzinstrument einzuordnen. Für die Erlaubnispflicht ist in diesem Zusammenhang das *Merkblatt Finanzinstrumente (Derivate)*⁶ zu beachten.

Die rechtliche Einordnung von Token erfordert eine genaue **Einzelfallprüfung**. Für die Frage, ob ein Token als Finanzinstrument i.S.d. WpHG bzw. der MiFID II eingeordnet werden kann, ist nicht entscheidend, ob derselbe Token als Rechnungseinheit i.S.d. § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 KWG einzuordnen ist. Rechnungseinheiten sind - im Gegensatz zum KWG - keine Finanzinstrumente gemäß § 2 Abs. 4 WpHG.

a) Wertpapier i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG / Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II

Voraussetzung dafür, dass ein Token als Wertpapier i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II anzusehen ist, ist insbesondere

- seine Übertragbarkeit,
- seine Handelbarkeit am Finanzmarkt bzw. Kapitalmarkt, wobei Kryptowährungs-Handelsplattformen aus hiesiger Sicht grundsätzlich als Finanzmärkte bzw. Kapitalmärkte i.S.d. Wertpapier-Definition angesehen werden können,
- die Verkörperung von Rechten im Token, d.h. entweder Gesellschafterrechten oder schuldrechtlichen oder mit Gesellschafterrechten oder schuldrechtlichen Ansprüchen vergleichbaren Ansprüchen, die im Token verkörpert sein müssen, und
- der Token darf nicht die Voraussetzungen eines Zahlungsinstruments (wie in § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II genannt) erfüllen.

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

Ob ein Token diese Voraussetzungen erfüllt, kann nicht abstrakt beantwortet werden, sondern erfordert stets eine anhand der jeweiligen Umstände erfolgende **Einzelfallprüfung**. Entscheidend ist dabei die Ausgestaltung der in dem Token verkörperten Rechte. Die bloße Bezeichnung eines Token, beispielsweise als „Utility Token“, ist für den Ausgang der rechtlichen Analyse für sich genommen unmaßgeblich.

⁵ Das VermAnlG geht nicht auf die MiFID II zurück.

⁶https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_120521_finance_instrumente_derivate.html

Die Einordnung eines Finanzinstruments als Wertpapier i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG ist grundsätzlich auch maßgeblich für die Eröffnung des Anwendungsbereichs des WpPG sowie weiterer einschlägiger Kapitalmarktgesetze und EU-Verordnungen (z.B. MAR), welche auf den Begriff des „übertragbaren Wertpapiers“ im Sinne von Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II Bezug nehmen.

b) Anteil an einem Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB / Anhang I Abschnitt C (3) MiFID II

Ein Token kann unter Umständen **je nach Einzelfall** auch als Anteil an einem Investmentvermögen (§ 1 Abs. 1 KAGB) bzw. an einem Organismus für gemeinsame Anlagen (Anhang I Abschnitt C (3) MiFID II) anzusehen sein. Liegt dem Token in Wirklichkeit ein Anteil an einem Organismus für gemeinsame Anlagen zugrunde, handelt es sich dabei ebenfalls um ein Finanzinstrument i.S.d. WpHG bzw. der MiFID II.

Die Voraussetzungen des Vorliegens eines Investmentvermögens hat die BaFin in dem *Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“*⁷ zusammengefasst.

c) Vermögensanlage i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG

Je nach Fallkonstellation können Token subsidiär als Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG und somit als Finanzinstrument i.S.d. WpHG anzusehen sein. Voraussetzung ist gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG, dass es sich bei dem Token nicht um ein Wertpapier i.S.d. WpPG handelt. Zudem darf der Token keinen Anteil an einem Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB darstellen und die Annahme der Gelder darf nicht als Einlagengeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG) zu qualifizieren sein. Abhängig von der rechtlichen Ausgestaltung, kann ein Token u.a. als eine Unternehmensbeteiligung (§ 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG), als partiarisches Darlehen oder Nachrangdarlehen (§ 1 Abs. 2 Nr. 3 oder 4 VermAnlG), als Genussrecht (§ 1 Abs. 2 Nr. 5 VermAnlG) oder als sonstige Anlage (§ 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG) anzusehen sein.

Das Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen der Anwendbarkeit des VermAnlG ist bei jedem Token im Einzelfall zu prüfen.

2. Wertpapier i.S.d. § 2 Nr. 1 WpPG

Token können je nach Ausgestaltung auch als Wertpapiere i.S.d. § 2 Nr. 1 WpPG einzuordnen sein. Die Einordnung erfordert auch insoweit eine **genaue Einzelfallprüfung**. Hinsichtlich der Voraussetzungen für die Einordnung von Token als Wertpapiere i.S.d. § 2 Nr. 1 WpPG im Einzelfall gelten die Ausführungen unter 1. a) ("Wertpapier i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG / Artikel 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II") entsprechend.

3. Folgen der Einordnung als Finanzinstrument oder als Wertpapier i.S.d. WpPG

Liegen bei einem Token die Voraussetzungen eines Finanzinstruments i.S.d. WpHG bzw. der MiFID II oder eines Wertpapiers i.S.d. WpPG vor, kann dies die Anwendung der im Bereich der Wertpapieraufsicht anwendbaren Rechtsnormen und der in ihnen vorgesehenen aufsichtsrechtlichen Vorgaben auf einen Marktteilnehmer zur Folge haben. Dies gilt insbesondere für das WpHG, das WpPG, die MAR, die Finanzmarktverordnung (MiFIR), das VermAnlG sowie weitere relevante Gesetze und einschlägige nationale und

⁷https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html

EU-Rechtsakte im Bereich der Wertpapieraufsicht. Erfüllt ein Token die Voraussetzungen eines Anteils an einem Investmentvermögen (siehe oben 1. b)), ist auf diesen das KAGB anzuwenden.

Im Hinblick auf den Anwendungsbereich der MAR ist zu beachten, dass sich die Voraussetzungen der Anwendung der MAR am Begriff des Finanzinstruments i.S.d. Anhangs I Abschnitt C MiFID II orientieren. Zusätzlich sind die Voraussetzungen des Artikels 2 MAR, insbesondere ein geplanter oder stattfindender Handel mit den Token an einem von der MAR erfassten Handelsplatz zu beachten.

Betroffene Marktteilnehmer sollten regulatorische Zweifelsfragen im Hinblick auf Token im Vorfeld von geplanten Vorhaben bzw. Geschäften mit ausreichender Vorlaufzeit mit den zuständigen BaFin-Fachreferaten abstimmen. Die Zuständigkeit kann dem Geschäftsverteilungsplan der BaFin entnommen werden.⁸

Werden einschlägige regulatorische Anforderungen nicht eingehalten, kann dies die Untersagung entsprechender Vorhaben bzw. Geschäfte durch die BaFin zur Folge haben. Darüber hinaus können derartige Verstöße unter Umständen auch Ordnungswidrigkeiten darstellen, die durch die Verhängung von Bußgeldern geahndet werden können. Sofern Anhaltspunkte für die Begehung von Straftaten vorliegen, erfolgt eine Abgabe des Sachverhalts an die zuständige Staatsanwaltschaft zum Zwecke der Strafverfolgung.

4. Erlaubnispflicht nach KWG, KAGB, VAG oder ZAG

Je nach Ausgestaltung steht der Handel mit Token als Bankgeschäft, namentlich Finanzkommissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG) oder Emissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10 KWG), oder als Finanzdienstleistung, namentlich als Anlagevermittlung, Anlageberatung, Betrieb eines multilateralen oder organisierten Handelssystems, Platzierungsgeschäft, Abschlussvermittlung, Finanzportfolioverwaltung, Eigenhandel oder Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 bis 4, 11 KWG), nach § 32 Abs. 1 KWG unter **Erlaubnisvorbehalt**. Die Erlaubnispflicht hängt im Einzelfall maßgeblich davon ab, ob der Token als Finanzinstrument im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG zu qualifizieren ist. Der Finanzinstrumentebegriff des KWG ist weiter als der des WpHG, da er insbesondere auch Devisen und Rechnungseinheiten und damit auch **privatrechtlich** geschaffene Zahlungsmittel (sog. Kryptowährungen) erfasst, die als **Nebengeld** (synthetische Alternative zu gesetzlichen Zahlungsmitteln) in Rechnernetzen zum Einsatz kommen sollen. Wer ohne Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG Bankgeschäfte betreibt oder Finanzdienstleistungen erbringt, kann nach § 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft werden.

Im Einzelfall kommt auch die Qualifikation eines Token als Anteil an einem Investmentvermögen (siehe oben 1. b)) in Betracht. Ggf. greift der Erlaubnisvorbehalt nach dem KAGB.

Ein Versicherungsgeschäft liegt nach ständiger Rechtsprechung vor, wenn gegen Entgelt für den Fall eines ungewissen Ereignisses bestimmte Leistungen übernommen werden, wobei das übernommene Risiko auf eine Vielzahl durch die gleiche Gefahr bedrohter Personen verteilt wird und der Risikoübernahme eine auf dem Gesetz der großen Zahl beruhende Kalkulation zugrunde liegt. Dazu gehören allerdings nicht Vereinbarungen, die in einem inneren Zusammenhang mit einem Rechtsgeschäft anderer Art stehen und von dort ihr eigentliches rechtliches Gepräge erhalten. Dies ist dann der Fall, wenn die betreffende Vereinbarung mit einem anderen Vertrag, der seinerseits kein

⁸https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Liste/dl_organigramm.html?nn=7854478

Versicherungsvertrag ist, verbunden und als unselbständige Nebenabrede dieses Hauptvertrages zu werten ist (vgl. BGH, Urteil vom 23.11.2016, IV ZR 50/16 m.w.N.). Das Betreiben des Versicherungsgeschäfts steht unter Erlaubnisvorbehalt nach § 8 Abs. 1 VAG.

Bei der Einschaltung eines Dritten (etwa einer Internet-Plattform, die als Tauschinstanz des virtuellen Geldes in gesetzliche Zahlungsmittel fungiert), kommt neben dem Betrieb eines multilateralen Handelssystems nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG außerdem eine Erlaubnispflicht nach **§ 10 Abs. 1 ZAG** wegen des Erbringens von Zahlungsdiensten in Betracht. Leitet der Dritte den realen Gegenwert der Token im Auftrag des Erwerbers über sein Konto an den Tauschempfänger weiter, betreibt der Dritte das Finanztransfergeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6, 1. Alt. ZAG). Wird er im Auftrag des Zahlungsempfängers tätig, erfüllt er unter Umständen den Tatbestand des Akquisitionsgeschäfts i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5, 2. Alt. ZAG. Auch eine Kombination beider Tatbestände ist denkbar, wenn der Zahlungsdienstleister für beide Seiten des Tauschgeschäfts tätig wird, was bei Internet-Plattformen oftmals der Fall sein kann. Entscheidend sind – wie immer bei einer Beurteilung der Erlaubnispflicht – die konkreten vertraglichen Absprachen zwischen den Beteiligten.

5. Hintergrund zu Initial Coin Offerings

Ein Initial Coin Offering (ICO) ist eine Methode, mit Hilfe von sog. „Token“ Kapital aufzunehmen. Ein ICO kann auch als Initial Token Offering oder Token Sale bezeichnet werden. Bei einem ICO gibt ein Unternehmen oder eine Einzelperson Token heraus und verkauft sie im Austausch gegen herkömmliche Währungen, wie etwa Euro, oder noch häufiger gegen virtuelle Währungen wie Bitcoin oder Ether.

Die Merkmale und der Zweck der Token können sich je nach ICO unterscheiden. Einige Token ermöglichen die Nutzung oder den Kauf von Dienstleistungen oder Produkten, die der Emittent mit dem Erlös aus dem ICO entwickelt. Mit anderen werden Stimmrechte oder Anteile an künftigen Einnahmen des Emittenten erworben. Einige Token haben keinen konkreten Mehrwert. Weitere Token werden gehandelt und/oder lassen sich nach der Emission an spezialisierten Kryptowährungs-Handelsplattformen gegen herkömmliche oder virtuelle Währungen eintauschen.

ICOs werden online, d. h. über das Internet oder soziale Medien, durchgeführt. Die Token werden in der Regel mit der Distributed Ledger oder Blockchain Technologie (DLT) erzeugt und verbreitet. ICOs werden eingesetzt, um Mittel für eine Vielzahl von Projekten aufzunehmen, u. a. für Geschäfte, die die DLT nutzen.