

# Merkblatt

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

GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003

## I. Hintergrund

Im Rahmen eines „Initial Coin Offering“ (ICO), „Initial Token Offering“ (ITO), „Security Token Offering“ (STO)<sup>1</sup> werden zur Realisierung einer Geschäftsidee durch ein Unternehmen finanzielle Mittel eingeworben. Für diese finanziellen Mittel erhalten Anleger sodann „Krypto-Token“ oder „Coins“. 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.

Bei ICOs werden regelmäßig sogenannte White Paper bereitgestellt, welche beispielsweise Informationen zum geplanten Geschäftszweck, zu den handelnden Personen und der technischen Ausgestaltung der Token beinhalten können. Diese White Paper sind jedoch nicht reguliert und in ihrer Form und ihrem Inhalt beliebig gestaltbar. Es ist zu beobachten, dass Informationen in White Paper oftmals nicht hinreichend umfassend und präzise sind und dass die Inhalte der White Paper auch während der ICO-Laufzeit geändert werden. White Paper werden in erster Linie als PR-Maßnahme und Kommunikationsmittel genutzt. Hierdurch bedingt ist kein hinreichender Schutz für Anleger gegeben. Die White Paper sind keine mit Wertpapier- und Vermögensanlagenprospekten bzw. gesetzlich vorgeschriebenen Informationsblättern vergleichbare Informations- und Haftungsdokumente.

Die BaFin erreichen zahlreiche Anfragen darüber, ob Token, die Anlegern bei ICOs angeboten werden, Prospekt- oder Erlaubnispflichten auslösen. Zentral ist hierbei sehr häufig die Frage, ob die Konstruktion des Token im konkreten Fall ein Wertpapier im Sinne der europäischen Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129 - ProspektVO) und des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) darstellt.

---

<sup>1</sup> Im folgenden Text wird für „ICO“, „ITO“ und „STO“ einheitlich der Begriff „ICO“ verwendet

Um die Rechtssicherheit zur regulatorischen Einordnung von Token im Bereich der Wertpapieraufsicht zu erhöhen, hat die BaFin ein Hinweisschreiben am 20.02.2018 (GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010) veröffentlicht. Gleichzeitig arbeitet die BaFin mit anderen nationalen und europäischen Aufsichtsbehörden an der Weiterentwicklung einer einheitlichen Aufsichtspraxis. Die rechtliche Bewertung des Themas ist dabei noch im Fluss, so dass es in der Zukunft weitere Veröffentlichungen geben kann oder bestehende Hinweisschreiben oder Merkblätter ergänzt und weiterentwickelt werden.

## II. Anwendungsbereich

Das Merkblatt richtet sich an alle natürlichen und juristischen Personen, die in Deutschland Krypto-Token emittieren oder Geschäfte im Zusammenhang mit Krypto-Token, ICOs und STOs betreiben.

## III. Ziel dieser Veröffentlichung

Auf den bisher gemachten Erfahrungen aufbauend und ergänzend zu dem oben genannten Hinweisschreiben verfolgt das nun vorliegende Merkblatt insbesondere drei Ziele:

- Hilfestellung für ICO-Emittenten und deren Rechtsvertreter: Welche Informationen und Unterlagen braucht die BaFin, um Anfragen im Vorfeld von ICOs mit Blick auf mögliche Prospekt- und Erlaubnispflichten zielführend und zeitnah beantworten zu können?
- Weitere Informationen zur Wertpapiereigenschaft nach der ProspektVO oder dem WpPG bzw. Vermögenanlageneigenschaft nach dem Vermögenanlagegesetz (VermAnlG) und damit zu einer möglichen Prospektpflicht oder Informationsblattspflicht nach ProspektVO/WpPG oder VermAnlG.
- Information zu möglichen Erlaubnispflichten nach dem Kreditwesengesetz (KWG), dem Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) oder dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).

## IV. Anforderungen betreffend Anfragen

### a) Problemstellungen und Erfahrungen aus der Praxis

Die BaFin ist bestrebt, Anfragen schnell und umfassend zu beantworten. Eine schnelle Antwort liegt allerdings nicht alleine in den Händen der BaFin, auch der Emittent oder der Anbieter kann einen wichtigen Beitrag hierzu leisten. Sowohl viele Unternehmen als auch die Aufsicht betreten bei der rechtlichen Bewertung von ICOs Neuland. Viele Startup-

Unternehmen haben noch keine Erfahrung mit der BaFin und treten erstmalig mit dieser in Kontakt. Die BaFin hat daher die häufigsten auftretenden Themen bei Anfragen identifiziert und versucht im Folgenden, mit diesem Merkblatt Hilfestellung zu geben.

Bei der bisherigen Bearbeitung entsprechender Anfragen hat sich etwa gezeigt, dass diese oft nicht unmittelbar inhaltlich beantwortet werden können. Unternehmen reichen relevante Unterlagen häufig unvollständig oder gar nicht ein, ändern sie wiederholt ab, ohne die BaFin zu informieren oder widersprechen Aussagen in zuvor vorgelegten Unterlagen. Häufig wird nicht konkret auf die Fragen der BaFin eingegangen, sondern es werden unpräzise und für das Verwaltungsverfahren nicht zielführende allgemeine strategische oder allgemeinpolitische Ausführungen zur Bedeutung der Blockchain-Technologie gemacht.

## **b) Anforderungen an Anfragen**

Die BaFin ist um eine zügige und präzise Bearbeitung bemüht. Um dies zu ermöglichen, bittet sie im Interesse aller Beteiligten um die Beachtung folgender Punkte:

- Alle einschlägigen und für die rechtliche sowie regulatorische Einordnung relevanten Unterlagen und Vertragsdokumente (White Paper/General Terms and Conditions/Agreements etc.) werden in verbindlicher Form der Anfrage beigelegt.
- Die Anfragen enthalten eine Einschätzung, wie die im Rahmen des ICO zu begebenden Token rechtlich einzuordnen sind. Diese „Selbsteinschätzung“ wird rechtlich begründet.
- Die Begründung soll sich am Hinweisschreiben und dem Merkblatt der BaFin ausrichten und alle dort genannten Punkte adressieren.
- In der rechtlichen Begründung ist auf die relevanten Angaben in den beizufügenden Unterlagen und Vertragsdokumenten unter Nennung der jeweiligen Fundstelle Bezug zu nehmen.
- Änderungen der eingereichten Unterlagen und Vertragsdokumente sollten der BaFin unverzüglich mitgeteilt werden. Die BaFin hat Verständnis dafür, dass Änderungen erforderlich sein können, nicht zuletzt kann dies auf Maßnahmen der BaFin selbst zurückgehen. In jedem Falle ist aber wichtig, die Änderungen der BaFin frühzeitig mitzuteilen.
- Die geänderten Unterlagen und Vertragsdokumente sollten zusammen mit einer angepassten Selbsteinschätzung und rechtlichen Begründung unverzüglich bei der BaFin eingereicht werden.
- Änderungen der Zeitpläne sowie etwaige Änderungen der Angebotsfristen für ein öffentliches Angebot der betreffenden Token/Coins sollten der BaFin unverzüglich mitgeteilt werden.
- Der Anfragende muss dafür Sorge tragen, dass er erreichbar ist. Hierzu sollte eine aktuelle Anschrift, eine funktionierende E-Mail-Adresse und ein funktionierender Telefonanschluss bzw. die Erreichbarkeit über ein Mobiltelefon sichergestellt werden.

Im Anhang zu diesem Merkblatt finden sich näher bezeichnete Mindestangaben, welche für die aufsichtsrechtliche Einordnung des ICO bzw. der Token und die Bestimmung etwaiger Prospekt- oder Erlaubnispflichten erforderlich sind und die daher in den Anfragen adressiert werden sollten.

Die Einzelfallprüfung ist oftmals aufwändig, und derzeit bearbeitet die BaFin eine große Anzahl von Anfragen. Die BaFin empfiehlt daher dringend, frühzeitig Kontakt aufzunehmen. Dies gilt insbesondere für Zeitpläne bei geplanten ICOs. Hierfür ist ein ausreichender zeitlicher Vorlauf einzuplanen, insbesondere im Hinblick auf die gegebenenfalls erforderliche Erstellung und Prüfung eines Wertpapier- oder Vermögensanlagenprospekts.

Emittenten, die beabsichtigen, ein öffentliches Angebot von Wertpapieren mittels eines Wertpapierprospektes oder Wertpapier-Informationsblattes durchzuführen, wird empfohlen, vorher in Abstimmung mit der BaFin die Wertpapiereigenschaft des Token abzuklären. Wird ein solches Verfahren durchgeführt, so bitten wir, bei eventueller späterer Einreichung eines Wertpapierprospektes oder Wertpapier-Informationsblatts das BaFin-Geschäftszeichen dieses Verfahrens anzugeben.

### **c) Folgen der Anforderungen**

Die BaFin ist an einer zügigen Beantwortung der Anfragen interessiert. Werden die vorstehenden Punkte beachtet, hilft das, die Bearbeitungszeit deutlich zu reduzieren. Dies trägt auch auf Emittentenseite zur schnellen und erfolgreichen Projektdurchführung bei und stellt sicher, dass innovative Produkte und Dienstleistungen den gesetzlichen Anforderungen entsprechen.

Priorität muss die BaFin denjenigen einräumen, die umfassend mit ihr zusammenarbeiten und alle Unterlagen vorlegen. Muss sie dagegen den Sachverhalt erst eruieren, verlängert dies die Bearbeitungsdauer. Eine Nichtbeachtung der Anforderungen erschwert die BaFin-internen Prüfungsabläufe und kann folglich zu einer längeren Bearbeitungsdauer führen.

Weiteres Kriterium für die Bearbeitungsdauer sind die Ressourcen und die Auslastung der BaFin. Liegt eine Vielzahl von Anfragen vor, kann auch dies die Bearbeitungsdauer beeinflussen.

## **V. Weitere Informationen zu Prospekt- und Erlaubnispflichten**

### **a) Grundsätzliches**

In Deutschland existiert im Zusammenspiel von europäischen und nationalen Gesetzen ein sicherer und präziser Rahmen für die Bewertung von Krypto-Token. Dieser wird auch bereits erfolgreich genutzt. So konnten seit Januar 2019 erste „Token-Wertpapierprospekte“ gebilligt werden. Ob ein Krypto-Token oder die Durchführung eines ICOs aufsichtsrechtlich relevant ist, beurteilt die BaFin deshalb technologieneutral anhand der bestehenden Gesetze und

anhand des jeweiligen Einzelfalls. Dies ist abhängig von der konkreten Ausgestaltung der Token und des ICOs. So wird sichergestellt, dass eine verhältnismäßige und prinzipienbasierte Einschätzung stattfindet und aufsichtliche Einzelfallgerechtigkeit durchgesetzt wird.

Unter aufsichtsrechtlichen Gesichtspunkten sind dabei zunächst zwei verschiedene Bereiche zu unterscheiden: Prospektpflichten und Erlaubnispflichten.

Prospektpflicht bedeutet, dass vor dem öffentlichen Angebot eines Wertpapiers oder der Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt ein entsprechender Prospekt erstellt und veröffentlicht werden muss. Der Wertpapierprospekt muss alle wesentlichen Angaben über den Emittenten und die angebotenen Wertpapiere enthalten. Er soll den Anleger in die Lage versetzen, sich ein zutreffendes Bild über das Angebot zu machen und unter diesen Voraussetzungen seine Investitionsentscheidung zu treffen. Grundlage für die Erstellung, Billigung und Geltung des Prospekts ist die ProspektVO. Der Inhalt und die Aufmachung werden durch die europäischen Delegierten Verordnungen (EU) 2019/979 und (EU) 2019/980 konkretisiert.

Auch Vermögensanlagen dürfen nicht ohne einen Prospekt öffentlich angeboten werden. Der Prospekt für Vermögensanlagen ist nach dem VermAnlG zu erstellen. Sein Inhalt und Aufbau ist in der Vermögensanlagen-Verkaufprospektverordnung (VermVerkProspV) geregelt.

Eine Erlaubnispflicht besteht, wenn nach den Vorgaben des KWG oder eines anderen Aufsichtsgesetzes eine bestimmte Tätigkeit erst dann ausgeübt werden darf, wenn dem Betreiber eine Erlaubnis der BaFin erteilt worden ist.

Im Zusammenhang mit der Frage der Erlaubnispflichten sind wiederum zwei Phasen der geplanten Tätigkeit zu unterscheiden. So kann bereits die Ausgabe von Krypto-Token oder eine vorgeschaltete Werbung hierfür eine erlaubnispflichtige Tätigkeit sein; zum anderen können Tätigkeiten des Anbieters oder Dritter, die der Ausgabe der Token nachgelagert sind, wie etwa der spätere Handel mit Token, Erlaubnispflichten auslösen oder eine Einbezogenheit in erlaubnispflichtige Geschäfte Dritter begründen. Ob solche nachgelagerten Tätigkeiten erlaubnispflichtig sind, hängt wiederum von der aufsichtsrechtlichen Einstufung der Token selbst ab.

## **b) Kategorien**

In der aufsichtsrechtlichen Praxis haben sich – wie im Markt – eine Reihe von Token-Kategorien herausgebildet, die eine erste, grobe Einschätzung zur Eigenschaft als Finanzinstrument zulassen. Vereinfacht dargestellt unterscheidet die BaFin aktuell folgende Token-Arten:

Utility-Token (auch „App-Token“ oder „Nutzungstoken“): Krypto-Token, die Zugriff auf bestimmte Dienstleistungen oder Produkte erlauben, ähnlich einer Eintrittskarte oder eines Gutscheins. In diese Kategorie fiel die Mehrzahl der hier bisher bekannten im Inland im Rahmen eines ICOs ausgegebenen Krypto-Token. Grundsätzlich stellen Utility-Token keine Wertpapiere iSd WpPG oder Vermögensanlagen iSd VermAnlG dar. Solche Token sind in vielen Fällen auch keine Finanzinstrumente nach dem KWG.

Zahlungstoken (auch „Virtuelle Währung“, „Payment-Token“ oder „Bare-Bone-Token“): Sind ahlich wie Bitcoin ausgestaltet, eine Nutzung der Token als alternatives Zahlungsmittel ist vom Anbieter beabsichtigt. Grundsätzlich stellen Zahlungstoken keine Wertpapiere iSd WpPG oder Vermögensanlagen iSd VermAnlG dar, sie sind aber regelmäßig Finanzinstrumente nach dem KWG.

Wertpapier(ahliche) Token (auch „Equity Token“, „Security Token“, „Investment Token“ oder „Asset Token“): Inhabern solcher Token stehen mitgliedschaftliche Rechte oder schuldrechtliche Ansprüche vermögenswerten Inhalts zu, die denen eines Aktieninhabers oder Inhabers eines Schuldtitels vergleichbar sind (z. B. Ansprüche auf dividendenahliche Zahlungen, Mitbestimmung, Rückzahlungsansprüche, Verzinsung). Wertpapier(ahliche) Token stellen grundsätzlich Wertpapiere iSd ProspektVO, des WpPG und des WpHG dar und sind daneben auch Finanzinstrumente iSd KWG.

Häufig existieren Mischformen dieser Token-Arten („hybride Token“), insbesondere streben viele Anbieter für die Zukunft einen Gebrauch ihrer Nutzungs-Token als Zahlungsmittel und damit virtuelle Währung an. In diesen Fällen ist entscheidend, auf welchen Funktionen der Schwerpunkt des jeweiligen Tokens liegt. Die konkreten Umstände des Einzelfalles sind ausschlaggebend.

Die typisierende Bezeichnung ist dabei nicht maßgeblich, auch wenn eine Kategorisierung – beispielsweise nach „Beteiligungs-Token“, „Utility Token“ und „Payment Token“ – einen ersten Anhaltspunkt für die Art des Token liefern kann. Sie kann jedoch keine umfassende und verbindliche aufsichtsrechtliche Einordnung ersetzen. Die BaFin prüft mögliche Prospekt- und Erlaubnispflichten daher in jedem Einzelfall unabhängig von einer solchen Bezeichnung. Entscheidend ist, welche Rechte mit dem jeweiligen Token verbunden sind. Wegen der zahlreichen am Markt auftretenden Ausgestaltungen von Token wäre eine allgemeingültige Aussage zu deren Rechtsnatur zu pauschal. Ohne Prüfung aller individuellen Umstände und Merkmale ist es nicht möglich, eine aufsichtsrechtliche Einordnung vorzunehmen.

### **c) Weitere Informationen zur Wertpapiereigenschaft nach WpPG bzw. Vermogensanlageneigenschaft nach VermAnlG und möglichen Prospektpflichten**

#### **aa) Allgemeines**

Stellen die Krypto-Token Wertpapiere iSd ProspektVO bzw. des WpPG oder Vermögensanlagen iSd VermAnlG dar, unterfallen sie den Regelungen dieser Gesetze ebenso wie andere Wertpapiere und Vermögensanlagen. Insbesondere wäre eine im Rahmen der beiden Gesetze geltende Prospektpflicht für die jeweiligen Token zu beachten (siehe dazu auch Punkt 5 a).

Das VermAnlG ist subsidiär gegenüber dem WpPG. Stellt der Krypto-Token also ein Wertpapier iSd WpPG dar, kann er keine Vermögensanlage iSd VermAnlG sein.

#### **bb) Wertpapierbegriff**

Ausgangspunkt für das Vorliegen eines Wertpapiers iSd ProspektVO und des WpPG und damit einer möglichen Prospektpflicht nach der ProspektVO bzw. dem WpPG ist der Wertpapierbegriff des Art. 2 lit. a) ProspektVO und des § 2 Nr. 1 WpPG. Dieser

Wertpapierbegriff geht zurück auf die Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) und ist daher, wie auch der Wertpapierbegriff im WpHG, im Wesentlichen (bis auf eine Ausnahme für bestimmte Geldmarktinstrumente) gleich auszulegen. Aufbauend auf der Begriffsbestimmung in der MiFID II müssen folgende Kriterien kumulativ erfüllt sein, damit Krypto-Token als Wertpapier iSd Art. 2 lit. a) ProspektVO und § 2 Nr. 1 WpPG gelten: Übertragbarkeit, Handelbarkeit an den Finanzmärkten sowie Verkörperung von wertpapierähnlichen Rechten im Token (konkretere Ausführungen dazu weiter unten und im BaFin-Hinweisschreiben vom 20.02.2018 (GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010)). Es handelt sich hierbei um die konstituierenden Elemente des für die kapitalmarktrechtliche Beurteilung von Token allein maßgeblichen aufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriffs.

Für die aufsichtsrechtliche Einordnung eines Token durch die Wertpapieraufsicht kommt es nicht darauf an, ob es sich bei dem Token um ein Finanzinstrument des KWG (z.B. Rechnungseinheit im Sinne des § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 KWG) handelt. Finanzinstrumente iSd KWG sind nicht automatisch Wertpapiere iSd ProspektVO bzw. des WpPG und werden dort somit anders behandelt als im KWG. Umgekehrt sind auch nicht sämtliche Token als Finanzinstrumente iSd KWG anzusehen.

Hinzuweisen bleibt in diesem Zusammenhang auch auf die Verwaltungspraxis der BaFin zur „Tokenisierung“ von Vermögensanlagen: Klassische Vermögensanlagen nach dem VermAnlG gelten gemeinhin nicht als Wertpapiere nach der ProspektVO, dem WpPG und dem WpHG. Sie lassen sich nämlich, was Übertragbarkeit, Standardisierung und Handelbarkeit (Kapitalmarktfähigkeit) angeht, nicht mit Wertpapieren vergleichen. Jedoch ergeben sich durch die Blockchain-Technologie entscheidende Änderungen.

Wird ein Instrument, das inhaltlich zwar wie eine Vermögensanlage nach § 1 Abs. 2 VermAnlG ausgestaltet ist, in Form eines frei übertragbaren und am Finanzmarkt handelbaren Token digitalisiert, handelt es sich im Ergebnis nicht um eine Vermögensanlage iSd VermAnlG, sondern um ein Wertpapier iSd der ProspektVO und des WpPG, wenn das Instrument aktienähnliche bzw. mitgliedschaftliche Rechte oder schuldrechtliche Ansprüche vermögenswerten Inhalts beinhaltet, die denen eines Aktieninhabers oder Inhabers eines Schuldtitels vergleichbar sind. Derartige Token stellen ein Wertpapier eigener Art (sui generis) dar, da es sich aufgrund der Tokenisierung um übertragbare, am Finanzmarkt handelbar gemachte Instrumente handelt, die wertpapierähnliche Rechte verkörpern und daher als Wertpapiere eingeordnet werden müssen.

Diese Verwaltungspraxis trifft insbesondere auf Anteile zu, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, Genussrechte oder Namensschuldverschreibungen darstellen. Diese fielen bislang unter das VermAnlG und nicht unter das WpPG, da eine Handelbarkeit an den Finanzmärkten nicht gegeben war. Werden diese Instrumente nicht in Form eines frei übertragbaren und an den Finanzmärkten handelbaren Token digitalisiert, soll es jedoch bei der Einordnung als Vermögensanlage iSd VermAnlG bleiben.

Diese Praxis hat zur Folge, dass das VermAnlG in Bezug auf Token nach derzeitiger Auslegung von geringerer Bedeutung als die ProspektVO und das WpPG ist. Im

Folgenden fokussieren sich die Ausführungen dementsprechend auf mögliche Pflichten nach der ProspektVO und dem WpPG.

Ausgangspunkt für die Bejahung des Wertpapierbegriffs der ProspektVO und des WpPG ist, wie bereits im BaFin-Hinweisschreiben vom 20.02.2018 (GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010) erwähnt, die Übertragbarkeit, Handelbarkeit am Finanzmarkt sowie die Ausstattung mit wertpapierähnlichen Rechten.

**Übertragbarkeit:** Die Übertragbarkeit kann als gegeben unterstellt werden, wenn der Token (in seinem rechtlichen und/oder technischen Wesensgehalt unverändert) auf andere Nutzer übertragen werden kann. Dies ist bei der überwiegenden Mehrzahl der im Markt existenten Token-Standards (z.B. ERC-20) der Fall.

**Handelbarkeit am Finanzmarkt:** Handelbarkeit bezüglich Token beschreibt ein Mindestmaß an Standardisierung, mithin die Eigenschaften der Token als mit gleichen Rechten ausgestattet. Die Token müssen miteinander im Sinne einer „Gattung“ vergleichbar sein. Darüber hinaus können Krypto-Handelsplattformen im Internet die Definition eines Finanzmarktes erfüllen.

Einer Verbriefung bedarf es für den von der BaFin verwendeten aufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriff demgegenüber nicht. Ausreichend ist vielmehr, dass der Inhaber des Token und die im Token verkörperten Rechte, beispielsweise anhand der Distributed Ledger- oder Blockchain-Technologie oder anhand vergleichbarer Technologien, jeweils dokumentiert werden können.

**Wertpapierähnliche Rechte:** Ein Token verkörpert wertpapierähnliche Rechte jedenfalls dann, wenn der Token seinem Inhaber ein aktionärsähnliches Eigenkapitalinteresse bzw. ein mit einem Schuldtitelgläubiger vergleichbares Fremdkapitalinteresse vermittelt. Um den Token mit einem Wertpapier im Sinne der ProspektVO und des WpPG vergleichbar zu machen, bedarf es daher entweder vermögensmäßiger oder mitgliedschaftlicher Rechte. Dabei ist zu beachten, dass der aufsichtliche Schuldtitelbegriff enger ist als der zivilrechtliche. Im Zivilrecht sind Schuldtitel in § 793 BGB geregelt (Rechte aus der Schuldverschreibung auf den Inhaber). Danach kann jede Leistung iSd § 241 Abs. 1 BGB tauglicher Gegenstand des Versprechens nach § 793 BGB sein. Nicht alle Instrumente, die Schuldtitel nach deutschem Zivilrecht darstellen, sind aber auch als Wertpapiere bzw. Finanzinstrumente im aufsichtsrechtlichen Sinn einzuordnen. Schuldtitel iSd Aufsichtsrechts sind übertragbare und handelbare schuldrechtliche Ansprüche vermögensrechtlichen Inhalts. Vermögensmäßige Rechte sind jedenfalls dann gegeben, wenn die Rückzahlung des eingesetzten Vermögens zum Laufzeitende des Token oder regelmäßige, mit der Inhaberschaft am Token verbundene Zahlungen aufweist. Mitgliedschaftliche Rechte kommen in Frage, sofern der Token einer Dividendenzahlung vergleichbare Ansprüche (auch in Form weiterer, zusätzlicher Token) enthält oder mittels des Token die Einflussnahme auf mit den ICOs in Verbindung stehende Unternehmen ermöglicht.

Es bleibt jedoch ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass sich die durch die BaFin vorgenommene Einschätzung nur auf die Wertpapiereigenschaft im aufsichtsrechtlichen Sinn nach den Vorgaben der ProspektVO und des WpPG bezieht. Darüber hinaus obliegt



es dem Emittenten selbst, etwaige rechtliche Erfordernisse, die sich hieraus anhand der Wertschöpfungs-, Übertragungs- und Handelskette für das entsprechende Wertpapier ergeben, zu adressieren (z.B. Verwahrung nach dem DepotG, Clearing und Settlement). Dies gilt ebenso für die Interaktionen des Emittenten mit anderen Marktteilnehmern bzw. Intermediären.

### **cc) Öffentliches Angebot im Inland**

Ein öffentliches Angebot von Wertpapieren ist in Art. 2 lit. d) ProspektVO (auch i.V.m. § 2 Nr. 2 WpPG) definiert als „Mitteilung an die Öffentlichkeit in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung jener Wertpapiere zu entscheiden. Diese Definition gilt auch für die Platzierung von Wertpapieren durch Finanzintermediäre.“

Die BaFin ist zuständig, wenn das öffentliche Angebot in Deutschland erfolgt. Ein Inlandsbezug wird bejaht, wenn in der Bundesrepublik ansässige Anleger angesprochen werden sollen. Davon wird grundsätzlich ausgegangen, wenn das Angebot vom Inland aus zugänglich ist. Der Bezug eines öffentlichen Angebots zum Inland lässt sich dabei aus Indizien im Einzelfall herleiten, wobei stets eine wertende Gesamtschau des Sachverhaltes notwendig ist.

Für ein unbeschränkt zugängliches öffentliches Angebot im Internet bedeutet das, dass grundsätzlich Publikum auf der ganzen Welt angesprochen wird, sodass auch eine Prospektpflicht in Deutschland besteht.

Liegt kein Inlandsbezug vor, kann eine Prospektpflicht aufgrund ausländischer Gesetze bestehen, für die ausländische Behörden zuständig sind.

## **d) Weitere Informationen zu möglichen Erlaubnispflichten nach KWG, ZAG oder KAGB**

### **aa) Ausgabe der Token**

Für den Emittenten kann schon die erstmalige Ausgabe von Krypto-Token Erlaubnispflichten auslösen. Wird die Emission im Vorfeld beworben, kann auch das bereits erlaubnispflichtig sein. Die folgenden Ausführungen zu den möglicherweise verwirklichten Tatbeständen sind dabei nicht abschließend, sondern befassen sich nur mit den nach den bisherigen Erfahrungen gängigen Fragestellungen. In der Praxis bedarf es regelmäßig einer umfassenden Prüfung des Einzelfalls, um mögliche Erlaubnispflichten beurteilen zu können.

#### **(1) Einlagengeschäft**

Eine Erlaubnispflicht nach dem KWG kann zunächst bestehen, wenn der Emittent seine Token auch gegen gesetzliche Zahlungsmittel anbietet und den Käufern ein unbedingtes Rückzahlungsversprechen gibt. Dies wäre zum Beispiel der Fall, wenn der Emittent zusagt, die Token später mindestens zum Ausgabepreis zurückzukaufen. In diesem Fall könnte der Verkauf der Token bereits als Betreiben des Einlagengeschäfts iSd § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG gewertet werden, wofür eine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG

erforderlich ist; weitere Einzelheiten hierzu finden sich im Merkblatt „Einlagengeschäft“, abrufbar auf der BaFin-Webseite.

## **(2) E-Geld-Geschäft**

Je nach Ausgestaltung der Token kann die Eigenemission den Tatbestand des E-Geld-Geschäfts gemäß § 1 Abs. 2 Satz 2 ZAG erfüllen. Dies ist zum Beispiel dann der Fall, wenn die Token auch gegen gesetzliche Zahlungsmittel, wie z.B. Euro oder Dollar, ausgegeben werden, einen Anspruch gegen den Emittenten verkörpern, also von diesem zurückgenommen oder wieder gegen gesetzliche Zahlungsmittel umgetauscht werden und von Dritten zur Bezahlung angenommen werden. Der Emittent solcher Token würde das E-Geld-Geschäft betreiben und für die Ausgabe der Token eine Erlaubnis der BaFin nach § 11 ZAG benötigen (näheres zum E-Geld-Geschäft findet sich im Merkblatt „Hinweise zum Zahlungsdienstaufsichtsgesetz (ZAG)“, das ebenfalls auf der Webseite abrufbar ist). Token, die ausschließlich gegen virtuelle Währungen wie Ether oder Bitcoin ausgegeben werden, fallen hingegen aus dem Anwendungsbereich des ZAG heraus. Sie stellen kein E-Geld dar und führen zu keiner Erlaubnispflicht des Emittenten nach dem ZAG.

## **(3) Investmentgeschäft**

Die Emission der Token kann auch Erlaubnispflichten nach dem KAGB auslösen. Dies kommt beispielsweise dann in Betracht, wenn der Emittent der Token eine gemeinsame Anlage der über einen ICO eingesammelten Gelder oder virtuellen Währungen nach einer festgelegten Anlagestrategie verspricht und die Inhaber der Token an Gewinn und Verlust dieser Anlagetätigkeit zum Beispiel durch spätere Ausschüttungen oder einen Rückkauf durch den Emittenten partizipieren. In diesem Fall könnte der Emittent Betreiber einer Kapitalverwaltungsgesellschaft sein. Eine solche Tätigkeit wäre nur nach vorheriger Registrierung oder mit Erlaubnis der Bundesanstalt zulässig (§§ 44 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1, 20 Abs. 1 KAGB). Näheres hierzu findet sich im Auslegungsschreiben zum „Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des Investmentvermögens“, das auf der Webseite abrufbar ist.

## **(4) Finanzdienstleistungen**

Die Schaffung und das erstmalige Angebot von Krypto-Token durch den Emittenten stellen regelmäßig keine Finanzdienstleistungen nach § 1 Abs. 1a Satz 2 KWG dar. Eine ohne Einschaltung Dritter durchgeführte sogenannte Eigenemission bedarf – auch wenn es sich bei den Token um Finanzinstrumente im Sinne des KWG handelt – keiner Erlaubnis der BaFin. Allerdings kann unter den oben genannten Voraussetzungen dennoch eine Prospektpflicht bestehen.

## **(5) Folgerung**

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass die Ausgabe von Krypto-Token, die nur zum Bezug eines Produktes oder zur Nutzung einer Dienstleistung des Emittenten berechtigen, keine Rückflüsse an die Erwerber vorsehen und nur gegen virtuelle Währungen ausgegeben werden, keiner Erlaubnispflicht unterliegen.

## **bb) Tokenbezogene Dienstleistungen**

Erlaubnispflichtige Geschäfte können, wie oben ausgeführt, nicht nur im Rahmen der Ausgabe der Token, sondern auch bei nachgelagerten Tätigkeiten (des Emittenten oder Dritter) vorliegen.

### **(1) Finanzinstrumenteigenschaft**

Voraussetzung wäre, dass es sich bei den Token, auf die sich die Tätigkeit bezieht, um Finanzinstrumente im Sinne von § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG handelt. Krypto-Token werden zwar im KWG nicht als eigene Kategorie genannt, im Sinne einer technikneutralen Auslegung können sie aber von den einzelnen in § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG aufgeführten Kategorien mitumfasst sein. Ob dies der Fall ist, wird – wie im Bereich der Prospektspflicht – im Einzelfall entschieden und ist abhängig von der rechtlichen Ausgestaltung der Token.

Die bisherige Praxis in diesem Bereich hat gezeigt, dass bei reinen Utility-Token die Einstufung als Finanzinstrument nach dem KWG regelmäßig ausscheidet. Solche Token berechtigen üblicherweise nicht zu Ausschüttungen oder anderen finanziellen Zuwendungen durch den Emittenten, geben keine Mitbestimmungsrechte und sind nicht als Zahlungsmittel konzipiert. Ihre Verwendung beschränkt sich auf die Nutzung als Gutschein für vorausbezahlte Waren oder Dienstleistungen des Emittenten.

Zahlungstoken stellen dagegen im Regelfall Finanzinstrumente in Form von Rechnungseinheiten gemäß § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 KWG dar. Für die Einstufung als Zahlungstoken ist es nicht erforderlich, dass der Token auf einer eigenen Blockchain aufsetzt; auch ein Token, der auf einer bereits existierenden Blockchain wie Ethereum basiert, kann ein Zahlungstoken sein. Ebenfalls keine Rolle spielt der Umfang des Waren- oder Dienstleistungsangebots, das zum Zeitpunkt der ersten Ausgabe bereits mit den Token erwerbbar ist. Es reicht aus, wenn die Token problemlos zwischen den Nutzern übertragbar sind und ihnen nach der Planung des Emittenten in den angesprochenen Verkehrskreisen eine Funktion als Zahlungsmittel zukommen soll.

Token, die Ansprüche auf dividendenähnliche Zahlungen oder schuldrechtliche Ansprüche vermögensrechtlichen Inhalts gegen den Emittenten verkörpern, untereinander austauschbar und handelbar sind, dürften regelmäßig als Finanzinstrumente in Form der Schuldtitel nach § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 3 KWG einzustufen sein.

### **(2) Mögliche Erlaubnistatbestände**

Handelt es sich bei den Token um Finanzinstrumente im Sinne von § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG, kann der nachgelagerte Handel am Sekundärmarkt je nach Ausgestaltung zum einen als Bankgeschäft, zum Beispiel als Finanzkommissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG) oder Emissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10 KWG) oder als Finanzdienstleistung, insbesondere 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) erlaubnispflichtig sein. Diese Tatbestände sind bei Krypto-Token, die als Finanzinstrumente einzustufen sind, genauso anwendbar wie bei klassischen Finanzinstrumenten.

Einzelheiten zu den genannten Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen finden sich auch in den entsprechenden BaFin-Merkblättern, die auf der Webseite unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de) abrufbar sind.

Werden solche erlaubnispflichtigen Tätigkeiten von Dritten angeboten, kann der Emittent unter den Voraussetzungen von § 37 Abs. 1 Satz 4 KWG darin einbezogen sein und somit selbst Adressat aufsichtsrechtlicher Maßnahmen werden. Dies wäre zum Beispiel dann der Fall, wenn er dem Betreiber eines nicht im Inland lizenzierten oder notifizierten multilateralen Handelssystems, auf dem die Token gelistet sind, aktiv Kunden zuführt oder entsprechende Transaktionen für das Handelssystem abwickelt.

#### **e) Folgen öffentlicher Angebote unter Verstoß gegen Prospektpflichten oder des Betriebens erlaubnispflichtiger Geschäfte ohne Erlaubnis**

Emittenten bzw. deren rechtliche Vertreter sind sich häufig nicht bewusst, dass im Falle eines Angebotsbeginns vor einer abschließenden Entscheidung der BaFin hinsichtlich der Einordnung der Token, die Möglichkeit der Untersagung des öffentlichen Angebotes und der Einleitung eines Ordnungswidrigkeitsverfahrens durch die BaFin besteht, sollte sich herausstellen, dass ein Prospekt erforderlich gewesen wäre. Daneben besteht in solchen Fällen das Risiko einer privatrechtlichen Haftung gegenüber den Anlegern auf Grund eines öffentlichen Angebots ohne Prospekt.

Das Betreiben erlaubnispflichtiger Geschäfte ohne entsprechende Erlaubnis der BaFin steht in allen vorgenannten Aufsichtsgesetzen unter Strafe (§ 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG, § 339 KAGB, § 63 Abs. 1 Nr. 4 und 5 ZAG). Daneben kann die BaFin gegen den Betreiber direkt vorgehen und zum Beispiel die Beendigung der betriebenen Geschäfte verwaltungsrechtlich durchsetzen und entsprechende Maßnahmen auch öffentlich machen.

### **Anhang I: Mindestangaben hinsichtlich ICO-Anfragen und damit verbundener Prüfungen durch die BaFin**

Die folgenden Informationen sieht die BaFin als unerlässlich an, um im Sinne eines Best-Practice-Ansatzes Transparenz und Anlegerschutz zu gewährleisten. Dies entspricht auch der Praxis anderer Aufsichtsbehörden.

---

**Generelle Informationen**

---

Name des Projekts

Angaben über Projektbetreiber, Emittenten und ggfs. Anbieter (insbesondere die gesellschaftsrechtliche Struktur und/oder Konzernstruktur, beteiligte Personen etc.)

Formelle Angaben zum Projektbetreiber, Emittenten und ggfs. Anbieter (Firmensitz, Firmennamen, Adresse, E-Mail-Adresse, Internetseite etc.)

Verknüpfungen/Tätigkeiten zu/in anderen Ländern/Finanzmärkten? Inklusiv aller etwaigen aufsichtlichen Lizenzen/Erlaubnisse der beteiligten Personen/Unternehmen

---

---

**Beschreibung des Geschäftsvorhabens**

---

Beschreibung des Geschäftsmodells (insbesondere der umsatz- und profit-generierenden Teile, rechtliche Verhältnisse innerhalb des Unternehmens, möglichst mit graphischer Abbildung)

Auf welche Anlegergruppe zielt das Vorhaben ab (inklusive etwaiger Beschränkungen)?

Voraussichtlicher zeitlicher Ablauf und Rahmen des geplanten ICO?

Angabe des geplanten Gesamtvolumens der Mittelaufnahme und Beschreibung der geplanten Mittelverwendung

---

---

**Beschreibung des Token**

---

Token-Standard und weitere technische Ausgestaltung des Token, insbesondere zugrundeliegende Technologien

Gegen welche gesetzlichen Zahlungsmittel/ Kryptowährungen kann der Token erworben werden (inklusive geplanter Umwandlungskurs)?

Funktionen des Token - insbesondere geplante Verwendung des Token

Mit dem Token verknüpfte Rechte (ausführliche Beschreibung)

Inbesondere etwaige mitgliedschaftliche/ vermögensmäßige Rechte

Buy-Back-Mechanismus geplant?

---

Burning / Deflation Mechanisms geplant?

---

---

**Sonstiges**

---

Einführung oder Nutzung von Handelsplattformen geplant? Falls ja, welche? Angabe von Firmensitz, Firmennamen, Adresse, E-Mail-Adresse, Internetseite etc.

---

Detaillierte Beschreibung der Übertragbarkeit und Handelbarkeit des Token

---

Einordnung des Token als Finanzinstrument bzw. Wertpapier oder als Vermögensanlage („Selbsteinschätzung“) und rechtliche Begründung dieser Einschätzung

---