



Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für ICOs und Krypto-Token in Deutschland

61. DACH-Tagung

Dr. Christoph Gringel
Heuking Kühn Lüer Wojtek
c.gringel@heuking.de
20. September 2019

Begrifflichkeiten

- **DLT** = Distributed Ledger Technology; Blockchain Technologie Unterart der DLT
- **ICO** = Initial Coin Offering
- **IEO** = Initial Exchange Offering
- **STO** = Security Token Offering
- **DAO** = Decentralized Autonomous Organisation
- **PoW** = Proof of Work bezeichnet einen Konsensmechanismus
- **Kryptowerte** = Definition künftig im Kreditwesengesetz § 1 Abs. 11 Satz 4 KWG

OMG . . .
What Do I
Do Now
With My
ICO



Token-Kategorien

■ Token-Kategorien:

- Utility Token (App-Token; Nutzungstoken) → Bezug von Dienstleistungen; Zugang zu Produkten, vergleichbar Eintrittskarten oder Gutscheinen
- Zahlungstoken (Kryptowährungen, Payment Token, Virtual Currencies) → Nutzung als alternatives Zahlungsmittel, wie bspw. Bitcoin
- Wertpapier(ähnliche) Token (Equity Token, Security Token) → gewähren mitgliedschaftliche Rechte oder schuldrechtliche Ansprüche vermögenswerten Inhalt, die dem von Aktien oder Schuldtiteln vergleichbar sind
- Mischformen

Rechtliche Qualifikation der Token-Kategorien

- Grundsätzlich Einzelfallbetrachtung, daher nur schematische Einordnung vor Einführung
Definition Kryptowerte:
 - Utility Token → regelmäßig keine Wertpapiere nach WpPG / WpHG, Vermögensanlagen nach VermAnlG oder Finanzinstrumente nach KWG
 - Zahlungstoken → regelmäßig Finanzinstrumente in der Form von Rechnungseinheiten nach KWG; Kein E-Geld im Sinne des ZAG

Exkurs: Bitcoin als Rechnungseinheit im Sinne des § 1 Abs. 11 Nr. 7 KWG

■ Rechnungseinheit:

- Keine Definition im KWG; beispielhafte Aufzählung: ECU, Sonderziehungsrechte des IWF
- Maßeinheit, die es ermöglicht, den Wert von Gütern in jener Einheit auszudrücken

■ BaFin (19.12.2013): Qualifikation von Bitcoin als Rechnungseinheit

- Rechnungseinheiten sind Einheiten, die mit Devisen vergleichbar sind und nicht auf gesetzliche Zahlungsmittel lauten. Hierunter fallen Werteinheiten, die die Funktion von privaten Zahlungsmitteln bei Ringtauschgeschäften haben, sowie jede andere Ersatzwährung, die aufgrund privatrechtlicher Vereinbarungen als Zahlungsmittel in multilateralen Verrechnungskreisen eingesetzt wird.

Exkurs: Bitcoin als Rechnungseinheit im Sinne des § 1 Abs. 11 Nr. 7 KWG

- KG, Urteil v. 25.09.2018 (4) 161 Ss 28/18 (35/18), NJW 2018, 3734
 - Bitcoins sind keine Rechnungseinheiten
 - Strafverfahren, keine Bindungswirkung für Verwaltungsbehörden
 - „Normspaltung“
- BaFin hält auch nach KG Urteil an ihrer Verwaltungspraxis fest
 - Ausführliche dazu: *Lorenz*, ZIP 2019, 1699
- Bestätigung BaFin Verwaltungspraxis durch Gesetzgeber in Gesetz zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie, BR-Drucks. 352/19 S. 123, Frage verliert durch Aufnahme der Definition von Kryptowerten in das KWG an Bedeutung.

Rechtliche Qualifikation der Token-Kategorien

- Grundsätzlich Einzelfallbetrachtung, daher nur schematische Einordnung vor Einführung
Definition Kryptowerte:
 - Utility Token → regelmäßig keine Wertpapiere nach WpPG / WpHG, Vermögensanlagen nach VermAnlG oder Finanzinstrumente nach KWG
 - Zahlungstoken → regelmäßig Finanzinstrumente in der Form von Rechnungseinheiten nach KWG
 - Wertpapier(ähnliche) Token → regelmäßig Wertpapiere nach WpPG / WpHG und Finanzinstrumente nach KWG

Abgrenzung Utility Token und Security Token (1)

- Ausgangspunkt für Abgrenzung: Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II (RL 2014/65/EU):
 - Übertragbarkeit → typischerweise bei Token der Fall
 - Handelbarkeit am Finanzmarkt → Handelsplätze für Kryptowerte als Finanzmarkt, Standardisierung ausreichend, was bei Token der Fall ist
 - Verkörperung von wertpapierähnlichen Rechten → Knackpunkt: mit Aktien vergleichbares Eigenkapitalinteresse bzw. mit Schuldtitel vergleichbares Fremdkapitalinteresse
 - Keine Urkunde erforderlich → Anders Wertpapierbegriff beim Depotgeschäft im Sinne des KWG; Dokumentation durch den Token ausreichend
 - Kein Zahlungsinstrument

Abgrenzung Utility Token und Security Token (2)

■ BaFin-Verwaltungspraxis

- 1. Hinweisschreiben 20.02.2018: GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010
- 2. Hinweisschreiben 16.08.2019: GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/003
- Besonderheiten 2. Hinweisschreiben:
 - Tokenisierte Vermögensanlage im Sinne des VermAnlG soll als Wertpapier im Sinne des WpPG qualifizieren, wenn es wertpapierähnliche Rechte verkörpert, da durch Tokenisierung übertragbar und am Finanzmarkt handelbar (Wertpapier sui generis)
 - Insbesondere bei Genussrechten, Beteiligungen am Ergebnis eines Unternehmens oder „Namensschuldverschreibungen“

Token-Kategorisierung nach Aufnahme der Definition Kryptowerte (1)

- Aufnahme Definition Kryptowerte in das KWG (§ 1 Abs. 11 Satz 4 und 5 KWG-E):
 - Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur 4. EU-Geldwäscherichtlinie
 - „Kryptowerte sind digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen **aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder Anlagezwecken dient** und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann.“
 - Weitergehend als die Definition virtuelle Währungen in der Änderungsrichtlinie, da insbesondere auch Token, die Anlagezwecken dienen erfasst sind

Token-Kategorisierung nach Aufnahme der Definition Kryptowerte (2)

- Fragen im Zusammenhang mit der Definition von Kryptowerten:
 - Utility Token als Kryptowerte ? → Gesetzesbegründung: Keine Kryptowerte (i) reine elektronische Gutscheine auf Bezug von Waren oder Dienstleistungen des Emittenten oder eines Dritten, die (ii) bestimmungsgemäß nur durch Einlösung gegenüber dem Emittenten eine wirtschaftliche Funktion zukommen soll und (iii) die daher nicht handelbar sind und (iv) aufgrund ihrer Ausgestaltung keine investorenähnliche Erwartungshaltung an die Wertentwicklung des Gutscheins oder an die allgemeine Unternehmensentwicklung des Emittenten oder eines Dritten wert- oder rechnungsmäßig abbilden. Bei den Kriterien wird nur eine geringe Anzahl an Utility Token nicht als Kryptowerte qualifizieren
 - Verhältnis zu den anderen Finanzinstrumenten im § 1 Abs. 11 KWG → Auffangtatbestand, jedoch wohl Doppelqualifikation möglich, also Qualifikation als Schuldtitel und Kryptowert

Token-Kategorisierung nach Aufnahme der Definition Kryptowerte (3)

- Fragen im Zusammenhang mit der Definition von Kryptowerten:
 - „zu Anlagezwecken dient“: Muss die Anlagezweckbestimmung vom Emittenten kommen, sich aus der Ausgestaltung des Token ergeben (bspw. Burning oder Deflation Mechanismus) oder reicht es aus, dass Dritte den Token zu Anlagezwecken nutzen?
 - „aufgrund tatsächlicher Übung“: Ergibt sich typischerweise erst im Laufe der Zeit; Umqualifikation von Token möglich? Ausreichend, dass tatsächliche Übung absehbar ist oder erwartet werden kann?

Rechtliche Qualifikation der Token-Kategorien nach Einführung Kryptowerte

- Grundsätzlich weiterhin Einzelfallbetrachtung, daher nur schematische Einordnung **nach** Einführung Definition Kryptowerte:
 - Utility Token → regelmäßig keine Wertpapiere nach WpPG / WpHG oder Vermögensanlagen nach VermAnlG jedoch größtenteils Finanzinstrumente nach KWG in Form von Kryptowerten
 - Zahlungstoken → regelmäßig Finanzinstrumente in der Form von Rechnungseinheiten und Kryptowerten nach KWG
 - Wertpapier(ähnliche) Token → regelmäßig Wertpapiere nach WpPG / WpHG und Finanzinstrumente nach KWG zumindest auch in Form von Kryptowerten, daneben Qualifikation als Schuldtitel, Vermögensanlage oder andere Anteile an Unternehmen, die Aktien vergleichbar sind, möglich

Rechtsfolge der Qualifikation des Token für ICO / STO

- Utility Token oder Zahlungstoken: Keine Prospektspflicht, ggfs. Verbraucherschutznormen
- Wertpapier(ähnliche) Token: Prospektspflicht nach WpPG, Prospekthaftung
 - Bestimmung Emittent
 - Ggfs. Beachtung MAR (Insiderrecht, Pflicht zur ad-hoc Offenlegung, Marktmanipulation, Insiderlisten)
 - Berichtspflichten § 114 WpHG nur bei Einbeziehung in Handel an einem organisierten Markt

Handel von Kryptowerten (1)

- Unterschiede Handelsplätze für Kryptowerte zu Handelsplätzen für herkömmliche Vermögenswerte:
 - Käufer und Verkäufer als direkte Marktteilnehmer
 - Keine CCP, die das zentrale Clearing übernimmt, sowie kein Zentralverwahrer
 - Bestehen von centralised und decentralised exchanges (CEX und DEX)
- Führt zu Friktionen zwischen dem Kapitalmarktrecht und der Struktur von Handelsplätzen für Kryptowerte
 - Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft von direkten Marktteilnehmern
 - Pflicht zur Einbuchung von Wertpapieren im Effekten giro durch Zentralverwahrer

Handel von Kryptowerten (2)

- Zentralisierte Handelsplätze für Kryptowerte qualifizieren in der Regel als multilaterales Handelssystem (MTF)
- Betrieb eines MTF in Deutschland bedarf einer Erlaubnis nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG
- Gilt grundsätzlich auch für ausländische MTF, die sich gezielt an den deutschen Markt wenden
- Regulierungsdiskussion für DEX derzeit im Gange (P) Betreiber ? Anknüpfungspunkte für Regulierung ?

Verwahrung von Kryptowerten (1)

- Im Rahmen der Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur 4. EU-Geldwäscherichtlinie Einführung der neuen Finanzdienstleistung in Form des Kryptoverwahrungsgeschäfts (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG-E)

- Kryptoverwahrungsgeschäft: Verwahrung, die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte zu halten, zu speichern und zu übertragen, für andere
 - Verwahrung, Verwaltung oder Sicherung ausreichend
 - Verwahrung von Kryptowerte soll Custody-Wallets erfassen
 - Sicherung von kryptografischen Schlüsseln; Ausnahme: Keine Werbung der Dienstleistung oder vom Nutzer betriebene Software oder Hardwarewallets

Verwahrung von Kryptowerten (2)

- Ab 1. Januar 2020 Erlaubnispflicht für das Kryptoverwahrgeschäft in Deutschland
 - Erlaubnispflicht gilt auch für ausländische Dienstleister, die sich gezielt an den deutschen Markt wenden
 - Übergangsfrist, für Dienstleister, die bereits vor dem 1. Januar 2020 das Kryptoverwahrgeschäft einem dann erlaubnispflichtigen Umfang erbringen
 - Regierungsentwurf sieht vor, dass das Kryptoverwahrgeschäft nicht mit anderen Finanzdienstleistungen oder Bankgeschäften zusammen erbracht werden darf

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

www.heuking.de



Dr. Christoph Gringel

Tel. +49 (0)69 975 305
Fax +49 (0)69 975 200
c.gringel@heuking.de

Berlin

Kurfürstendamm 32
10719 Berlin
T +49 30 88 00 97-0
F +49 30 88 00 97-99

Düsseldorf

Georg-Glock-Straße 4
40474 Düsseldorf
T +49 211 600 55-00
F +49 211 600 55-050

Hamburg

Neuer Wall 63
20354 Hamburg
T +49 40 35 52 80-0
F +49 40 35 52 80-80

München

Prinzregentenstraße 48
80538 München
T +49 89 540 31-0
F +49 89 540 31-540

Brüssel

Rue Froissart 95
1040 Brüssel/Belgien
T +32 2 646 20-00
F +32 2 646 20-40

Chemnitz

Weststraße 16
09112 Chemnitz
T +49 371 38 203-0
F +49 371 38 203-100

Frankfurt

Goetheplatz 5-7
60313 Frankfurt am Main
T +49 69 975 61-0
F +49 69 975 61-200

Köln

Magnusstraße 13
50672 Köln
T +49 221 20 52-0
F +49 221 20 52-1

Stuttgart

Augustenstraße 1
70178 Stuttgart
T +49 711 22 04 579-0
F +49 711 22 04 579-44

Zürich

Bahnhofstrasse 69
8001 Zürich/Schweiz
T +41 44 200 71-00
F +41 44 200 71-01