

CHRISTOPHER RENNIG

Finanztechnologische
Innovationen im
Bankaufsichtsrecht

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung
12*

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

12



Christopher Rennig

Finanztechnologische Innovationen im Bankaufsichtsrecht

Disintermediation als Grundlage eines
“Banking Without Banks”?

Mohr Siebeck

Christopher Rennig, geboren 1991; Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Marburg; Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Marburg; 2021 Promotion in Marburg und Zweite Staatsprüfung am Oberlandesgericht Frankfurt; derzeit Postdoktorand am Institut für das Recht der Digitalisierung (IRD_i) in Marburg.
orcid.org/0000-0001-8009-5238

Zugl.: Marburg, Philipps-Universität, Fachbereich Rechtswissenschaft, Diss., 2021.

ISBN 978-3-16-160678-6 / eISBN 978-3-16-160679-3
DOI 10.1628/978-3-16-160679-3

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Dieses Werk ist seit 07/2019 lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Nicht kommerziell – Keine Bearbeitungen 4.0 International“ (CC BY-NC-ND 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>

Eine elektronische Version dieses Buches ist dank der Unterstützung von Bibliotheken, die mit Knowledge Unlatched zusammenarbeiten, frei verfügbar. KU ist eine gemeinschaftliche Initiative, die darauf abzielt, qualitativ hochwertige Bücher im öffentlichen Interesse frei zugänglich zu machen. Weitere Informationen über diese Initiative finden Sie unter www.knowledgeunlatched.org.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen aus der Stempel Garamond gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die juristische Durchdringung neuartiger technologischer und gesellschaftlicher Phänomene und die Suche nach adäquaten Antworten hierauf ist eine Aufgabe der Rechtswissenschaften, die im Laufe des Studiums Faszination auf mich ausgeübt hat. Und so stand nach der Lektüre eines Beitrags, in dem Begriffe wie „*Banking Without Banks*“ und „Disintermediation“ eine zentrale Rolle spielten, schnell fest, in welche thematische Richtung sich das beginnende Promotionsvorhaben entwickeln würde. Dass die Wahl schließlich tatsächlich auf dieses Thema gefallen ist, hat sich als großer Glücksgriff erwiesen: Nicht nur mein eigenes Interesse hieran ist während der Promotionszeit stets gewachsen, sondern insbesondere auch die Rechtswissenschaften widmeten finanztechnologischen Innovationen seit der Aufnahme meiner Forschungen zu dieser Arbeit im Jahr 2015 immer mehr Aufmerksamkeit. Die vorliegende Arbeit versteht sich dabei in der Mitte dieser vielfältigen Publikationen selbst als kleiner Beitrag zur Regulierung der mit finanztechnologischen Innovationen einhergehenden Herausforderungen. Zugleich steht an ihrem Ende das Fazit, dass das Recht für FinTech-Innovationen gerade noch nicht durchgängig adäquate Antworten gefunden hat. Die Arbeit ist also zugleich Startpunkt für weitere Forschungen, die in Zukunft angegangen werden sollen.

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2020/2021 durch den Fachbereich Rechtswissenschaften der Philipps-Universität Marburg als Promotionsleistung angenommen. Größter Dank gebührt meinem akademischen Lehrer, Herr Prof. Dr. Florian Möslein, LL.M. (London), der mir nicht nur ermöglicht hat, die Dissertation ganz anhand meiner Forschungsinteressen zu gestalten, sondern mir während ihrer Anfertigung stets mit einem offenen Ohr und zahlreichen hilfreichen Tipps und Anregungen zur Seite stand. Ich freue mich, meine weitere akademische Laufbahn als sein Schüler fortführen zu dürfen. Danken möchte ich außerdem Herr Prof. Dr. Sebastian Omlor, LL.M. (NYU), LL.M. (Eur.) für die außerordentlich zügige Erstellung des Zweitgutachtens und die erhellenden Fragen im Rahmen der Disputation. Auf die bevorstehende Aufgabe, mit ihm die universitäre Examensvorbereitung an der Universität Marburg voranzubringen, freue ich mich sehr. Danken möchte ich außerdem Frau Prof. Monika Böhm für die Bereitschaft, im Februar 2021 den Vorsitz der in Zeiten der Corona-Pandemie virtuell durchgeführten Disputa-

tion zu übernehmen sowie dem Team des Verlags Mohr Siebeck für die umsichtige Begleitung des Prozesses der Drucklegung.

Entstanden ist die Arbeit während meiner Zeit am Marburger Lehrstuhl von Prof. Möslein. Aufgrund der dort unter allen Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen herrschenden Atmosphäre wird mir die Promotionszeit als eine der schönsten meines Lebens in Erinnerung bleiben. Besonders erwähnt werden müssen meine Büropartner und Freunde Arne Lordt und Dr. Felix Abetz, die mir – mit Blick auf das Marburger Schloss – gegenüberstehend mit ihren eigenen Promotionsvorhaben zu kämpfen hatten und dennoch immer ein offenes Ohr für Fragen, Probleme und die Beurteilung vermeintlicher Geistesblitze hatten. Nicht zu vergessen ist auch die gute Seele unseres Lehrstuhls, Frau Alexandra Paar, die in Phasen des Tunnelblicks stets den Überblick über die alltäglichen Lehrstuhl-Aufgaben bewahrt hat. Dem weiteren Wirken am Lehrstuhl schaue ich voller Freude entgegen!

So wichtig das berufliche Umfeld für den erfolgreichen Abschluss eines Dissertationsprojekts auch ist, so ist es doch das private Umfeld, das sämtliche Höhen und Tiefen des Prozesses hautnah miterlebt und gerade die Letzteren ertragen muss. Fellige, deshalb aber nicht weniger wichtige Begleiter auf dem Weg zum Abschluss dieser Arbeit waren mir Lilly, Ernie und Bert, die mich mit ihren Eigenheiten und ihrer Begabung zur Identifikation des perfekten Zeitpunkts für eine Pause – verbunden mit der Fähigkeit, diesen Zeitpunkt unmissverständlich zu kommunizieren – an vielen Tagen am heimischen Schreibtisch bestens unterhalten und abgelenkt haben.

Meinen Eltern danke ich dafür, dass sie mir das Studium in Marburg ermöglicht haben und sowohl geistig als auch finanziell stets an meiner Seite gestanden haben. Mama, Papa – ich bin unendlich froh, dass ihr eure gesundheitlichen Schwierigkeiten der letzten Jahre hinter euch lassen konntet und nun dieses Buch in den Händen halten könnt, das es ohne euch nicht geben würde. Auch meinem Bruder möchte ich danken, der trotz der Distanz Marburg–Wien immer für ein gutes Gespräch zu haben war, gerade auch über andere Themen als die Arbeit.

Es war allerdings Anke Hilger, die seit mehr als 12 Jahren als Partnerin an meiner Seite steht, die von Höhen und Tiefen der Promotionszeit am allermeisten betroffen war und mehr als einmal seelische und moralische Aufbauhilfe leisten musste, wenn es galt, ein besonders dickes Brett zu bohren. Dabei hat sie mich stets zu neuen Gedankengängen herausgefordert, Ideen und Formulierungen hinterfragt und diese ins rechte Licht gerückt, sodass ich mit absoluter Sicherheit sagen kann: Ohne sie würde es diese Arbeit in dieser Form nicht geben. Vielen, vielen Dank, für alles! Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Einleitung	1
Allgemeiner Teil: FinTech im Bankaufsichtsrecht	7
§ 1 Finanztechnologische Innovationen (FinTech)	8
A. Historische Entwicklung der Verbindung moderner Technologie mit Finanzdienstleistungen	9
B. FinTech 3.0	20
C. Anbruch der FinTech 4.0-Phase durch <i>decentralized finance</i> ?	37
D. Ergebnis	38
§ 2 FinTech-Innovation im Bankaufsichtsrecht	39
A. Finanzinnovation und Recht	41
B. Globale FinTech-Regulierungsstrategien	48
C. Innovation als Gegenstand des Bankaufsichtsrechts	61
D. Ergebnis	111
Besonderer Teil: Disintermediation im Bankaufsichtsrecht	115
§ 3 Die Disintermediation von Finanzsystemen	118
A. Funktionsvernachlässigende Ansätze der Disintermediation	119
B. Funktionaler Ansatz der Disintermediation	137
C. Ergebnis	155

§ 4 Fallstudie: Disintermediation der Fremdkapitalfinanzierung	157
A. Crowdlending: Grundprinzip versus Wirtschaftsrealität	159
B. Disintermediation der Kreditvergabe durch das Crowdlending	180
C. Crowdlending im Bankaufsichtsrecht	187
D. Ergebnis	282
§ 5 Fallstudie: Disintermediation des Zahlungsverkehrs	286
A. Disruption des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in der FinTech 3.0-Phase	288
B. Disintermediation durch FinTech 3.0-Zahlungslösungen	293
C. Disintermediäre FinTech-Zahlungssysteme im Bankaufsichtsrecht . .	319
D. Ergebnis	401
Zusammenfassung in Thesen, Schlussfolgerungen und Ausblick	405
A. Zusammenfassung in Thesen	405
B. Schlussfolgerungen und Ausblick	413
Literaturverzeichnis	419
Materialienverzeichnis	443
Europäische Rechtsquellen	447
Sachregister	449

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Einleitung	1
Allgemeiner Teil: FinTech im Bankaufsichtsrecht	7
§ 1 Finanztechnologische Innovationen (FinTech)	8
A. Historische Entwicklung der Verbindung moderner Technologie mit Finanzdienstleistungen	9
I. Die FinTech 1.0-Phase – 1866 bis 1967	10
II. Die FinTech 2.0-Phase – 1967 bis 2008	11
III. Wandel von der FinTech 2.0- zur FinTech 3.0-Phase – seit 2008	12
1. Technologischer Fortschritt	13
2. Gesellschaftlicher Wandel	13
3. Rechtspolitische Reformen	14
a) Basel III-Vorschläge und europäische Umsetzung	15
b) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	16
c) Amerikanische Volcker-Rule und deutsches Trennbankengesetz	17
d) Gesetzliche Begünstigung innovativer Geschäftsmodelle	18
e) Niedrigzinsumfeld	18
f) Der Brexit als potentieller Treiber des deutschen FinTech-Markts?	19
IV. Zwischenergebnis	20
B. FinTech 3.0	20
I. Kategorisierung von FinTech-Geschäftsmodellen	22
1. FinTech-Innovationen im Bereich der Finanzierung	23
a) Kredite und Factoring	23
b) Crowd-basierte Finanzierung	24

2. FinTech-Innovationen im Bereich des Vermögensmanagements	26
a) Social-Trading	27
b) Robo-Advice	27
c) Personal Financial Management	28
d) Sonstige Anlage- und Banking-Lösungen	28
3. FinTech-Innovationen im Bereich des Zahlungsverkehrs	29
a) Mobile-Payment und andere alternative Bezahlverfahren	29
b) Online-Wallets und Online-Bezahlsysteme	30
c) Virtuelle Währungen	31
II. Übergreifende Merkmale von FinTech 3.0	32
1. Keine institutionelle Eingrenzung des FinTech-Begriffs	32
2. Dezentralisierung und Plattformökonomie	33
3. Supra- und Transnationalisierung	34
4. Algorithmisierung und künstliche Intelligenz	35
5. Disruption und Disintermediation	35
C. Anbruch der FinTech 4.0-Phase durch <i>decentralized finance</i> ?	37
D. Ergebnis	38
§ 2 FinTech-Innovation im Bankaufsichtsrecht	39
A. Finanzinnovation und Recht	41
I. Beziehung von Innovation und Rechtsordnung	44
II. Rechtserhebliche Besonderheiten von Finanzinnovationen	47
B. Globale FinTech-Regulierungsstrategien	48
I. FinTech-spezifische Regulierung durch Gesetzesanpassung	49
II. FinTech-spezifische Regulierung ohne Gesetzesanpassung	53
1. Einzelfallbewertung	54
2. Regulierte Experimentierzonen	55
III. Ausblick: <i>RegTech</i> , <i>SupTech</i> und <i>smart regulation</i>	58
IV. Keine besondere FinTech-Regulierungsstrategie	59
V. Zwischenergebnis	60
C. Innovation als Gegenstand des Bankaufsichtsrechts	61
I. Innovationsförderung als Ziel des Bankaufsichtsrechts	63
1. Wettbewerbsbezug des Bankaufsichtsrechts und Innovationen	64
2. Ausdrückliche Ziele des Bankaufsichtsrechts	65
3. Innovationsförderung als Teil des Funktionsschutzes	67
4. Zwischenergebnis	68
II. Bankaufsichtsrecht und Innovationen <i>de lege lata</i>	68
1. Aufsichtsinstrumente als Maßstabskonkretisierung	68
2. Innovationsrelevanz einzelner bankaufsichtsrechtlicher Instrumente	71
a) Präventiver Erlaubnisvorbehalt	72

aa)	Entstehen der Erlaubnispflicht	74
	(1) Erlaubnisvorbehalt als Ausdruck tätigkeitsbezogener Regulierung	75
	(2) Erlaubnispflichtiger Umfang der Tätigkeit	76
	(a) Erforderlichkeit eines in kaufmännischer Weise eingerrichteten Geschäftsbetriebs	77
	(b) Gewerbsmäßiges Betreiben	78
	(3) Zeitpunkt des Entstehens der Erlaubnispflicht	80
bb)	Voraussetzungen der Erlaubniserteilung	80
	(1) Persönliche und fachliche Eignung beteiligter Personen	81
	(a) Anforderungen an Antragsteller, Inhaber und Geschäftsleiter	81
	(aa) Persönliche Zuverlässigkeit	82
	(bb) Fachliche Eignung	83
	(cc) Zeitliche Verfügbarkeit	85
	(b) Anforderungen an Inhaber bedeutender Beteiligungen	86
	(2) Anforderungen an die Institutsstruktur	88
	(a) Rechtsform	88
	(b) Vorhandensein zum Geschäftsbetrieb erforderlicher Mittel	90
	(aa) Mindestanfangskapital für bestimmte Institute	90
	(bb) Erforderliche Mittel, insbesondere ausreichendes Anfangskapital	91
	(cc) Im Inland zur Verfügung stehendes Kapital	93
	(dd) Zwischenergebnis	93
	(c) Hinreichender Inlandsbezug	94
	(d) Organisationsanforderungen	94
	(3) In das Ermessen der BaFin gestellte Versagungsgründe	95
	(4) Erlaubnisverfahren	95
cc)	Zwischenergebnis	96
b)	Organisationsanforderungen	98
	aa) Risikomanagement	99
	(1) Festlegung von Strategien	100
	(2) Ermittlung und Sicherstellung der Risikotragfähigkeit	101
	(3) Einrichtung interner Kontrollverfahren	101
	(a) Internes Kontrollsystem	102
	(aa) Regelungen zu Aufbau- und Ablauforganisation	102
	(bb) Risikosteuerungs- und -controllingprozesse	103

(cc) Risikocontrolling- und Compliance-Funktion	104
(b) Interne Revision	105
(4) Personelle und technisch-organisatorische Ausstattung	105
(5) Angemessenes Notfallkonzept	106
bb) Angemessenes Vergütungssystem	106
cc) Möglichkeit der Bestimmung der finanziellen Lage des Instituts	107
dd) Dokumentation der Geschäftstätigkeit	107
ee) Einrichtung eines Whistleblowing-Prozesses	108
ff) Zwischenergebnis	108
c) Meldepflichten	110
D. Ergebnis	111
Besonderer Teil: Disintermediation im Bankaufsichtsrecht	115
§ 3 Die Disintermediation von Finanzsystemen	118
A. Funktionsvernachlässigende Ansätze der Disintermediation	119
I. Disintermediation als vollständiger Verzicht auf Intermediation	120
1. Finanzintermediation in vollkommenen Finanzsystemen	122
2. Finanzintermediation in unvollkommenen Finanzsystemen	123
a) Verringerung von Informationsmängeln	124
b) Risikotransformation durch Finanzintermediäre	128
c) <i>Economies of scale</i> und <i>economies of scope</i>	130
3. Bewertung: Disintermediation als vollständiger Verzicht auf Finanzintermediation?	132
II. Zweiter Ansatz: Gleichsetzung der Disintermediation mit <i>securitization</i>	133
III. Dritter Ansatz: Direkte vertragliche Beziehung zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber	134
IV. Zwischenergebnis	137
B. Funktionaler Ansatz der Disintermediation	137
I. Transferfunktion und Unterfunktionen	139
1. Zahlungssystemfunktion	140
2. Informationsfunktion und Lösen von Anreizproblemen	142
3. Transformationsfunktionen	146
4. Risikoallokation und Risikomanagement	148
5. Allokation von Investitionsmitteln und Unternehmenskontrolle	149
II. Funktionale Begriffsherleitung der Disintermediation	150
III. Beispielhafte Anwendung auf <i>securitization</i>	152

1. Funktionale Analyse der Darlehensvergabe durch Kreditinstitute	152
2. Funktionale Analyse der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt im Wege der <i>securitization</i>	153
C. Ergebnis	155
 § 4 Fallstudie: Disintermediation der Fremdkapitalfinanzierung	157
A. Crowdfunding: Grundprinzip versus Wirtschaftsrealität	159
I. Echtes Crowdfunding (Zopa Ltd. und LendingCrowd)	161
1. Unternehmensprofile	161
2. Teilnehmerkreis und Nutzung der Marktplätze	162
3. Funktionsweise der Marktplätze	164
4. Zusammenfassung und Einordnung der Geschäftsmodelle	167
II. „Echtes“ Crowdfunding in Deutschland: Rangrücktrittsmodell (Exporo AG)	167
III. Unechtes Crowdfunding	168
1. Abtretungsmodell (Auxmoney GmbH)	168
a) Unternehmensprofil	169
b) Teilnehmerkreis und Nutzung des Marktplatzes	169
c) Funktionsweise des Abtretungsmodells	171
aa) Abtretungsmodell mit einfacher Forderungsübertragung	172
bb) Abtretungsmodell mit gestreckter Forderungsübertragung	175
d) Zusammenfassung und Einordnung des Abtretungsmodells	175
2. Anleihemodell (Prosper Marketplace Inc.)	175
a) Unternehmensprofil	176
b) Teilnehmerkreis und Nutzung des Marktplatzes	176
c) Funktionsweise des Marktplatzes	178
d) Zusammenfassung und Einordnung des Anleihemodells	180
B. Disintermediation der Kreditvergabe durch das Crowdfunding	180
I. Kreditvergabe durch Kreditinstitute	181
II. Kreditvergabe im Rahmen des Crowdlendings	182
1. Losgrößentransformation	182
2. Fristentransformation	183
3. Risikotransformation	184
4. Weitere Funktionen	185
III. Zwischenergebnis	186
C. Crowdfunding im Bankaufsichtsrecht	187
I. Erlaubnispflichten nach der ECSP-VO und dem KWG	187
1. Kreditgeschäft der Investoren gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG	188
a) Keine Erlaubnispflicht wegen Art. 1 Abs. 3 lit. b) ECSP-VO	188
aa) Persönlicher Anwendungsbereich	189

bb) Sachlicher Anwendungsbereich	189
(1) Rangrücktrittsmodell	190
(2) Abtretungsmodell	190
(3) Anleihemodell	191
cc) Analoge Anwendung des Art. 1 Abs. 3 lit. b) ECSP-VO?	192
dd) Zwischenergebnis	193
b) Teleologische Reduktion bei Kreditgeschäft ohne Einlagengeschäft	194
c) Tatbestandsmäßigkeit	195
aa) Abtretungsmodell	195
(1) Kein Factoring im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG	196
(2) Ansichten zur Tatbestandsmäßigkeit	198
(a) Grundsätzlich Tatbestandsmäßigkeit	199
(b) Grundsätzliche keine Tatbestandsmäßigkeit	200
(c) Schutzzweckbezogene Auslegung des Tatbestands	201
(3) Stellungnahme	204
(4) Ausschluss des Übergangs forderungsbezogener Gestaltungsrechte durch Allgemeine Geschäftsbedingungen?	207
(5) Zwischenergebnis	210
bb) Anleihemodell	211
cc) Rangrücktrittsmodell	211
dd) Echtes Crowdlending	213
d) Erlaubnispflichtiger Umfang	213
aa) Erfordernis eines in kaufmännischer Weise ingerichteten Geschäftsbetriebs	214
bb) Gewerbsmäßiger Betrieb des Kreditgeschäfts	214
e) Zwischenergebnis	218
2. Einlagengeschäft des Kreditnehmers gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG	219
a) Keine Erlaubnispflicht wegen Art. 1 Abs. 3 lit. a) ECSP-VO	219
b) Tatbestandsmäßigkeit anhand des Wortlauts	220
c) Teleologische Reduktion	221
d) Erlaubnispflichtiger Umfang	222
aa) Gewerbsmäßiges Handeln	222
bb) Umfang, der einen in kaufmännischer Weise ingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert	223
e) Abgrenzung Einlagengeschäft und passives Kreditgeschäft	224
f) Zwischenergebnis	225
3. Erlaubnispflichten der Plattformbetreibergesellschaften	225
a) Erlaubnispflicht nach der ECSP-VO	226

b) Erlaubnispflichten nach dem KWG	227
aa) Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG	227
(1) Echtes Crowdlending	228
(2) Anleihemodell	231
bb) Kreditgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG	232
(1) Abtretungsmodell	232
(2) Anleihemodell	234
(3) Echtes Crowdlending	236
cc) Factoring gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG	238
dd) Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG	239
(1) Abtretungsmodell	239
(2) Anleihemodell	240
ee) Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG	241
(1) Abtretungsmodell	241
(a) Vermittlung durch Plattformbetreibergesellschaft	242
(b) Tatbestandsmäßigkeit und Ausnahme von der Erlaubnispflicht	243
(2) Echtes Crowdlending	243
(3) Anleihemodell	245
ff) Betrieb eines multilateralen Handelssystems gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG	245
gg) Abschlussvermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 2 KWG	246
hh) Platzierungsgeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1c KWG	247
c) Zwischenergebnis	247
II. Erlaubnispflichten nach dem ZAG	249
1. Echtes Crowdlending	250
2. Anleihemodell	252
III. Exkurs: Kapitalmarktrechtliche Prospektspflichten	253
1. Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO	255
a) <i>Borrower payment dependent notes</i> als Wertpapier im Sinne der Prospekt-VO	256
aa) Rechtsnatur der <i>borrower payment dependent notes</i>	256
bb) Exkurs: <i>Borrower payment dependent notes</i> im US-amerikanischen Wertpapierrecht	258
cc) Wertpapier im Sinne der Prospekt-VO	259
b) Öffentliches Angebot	261
c) Anbieter als Adressat der Prospektpflicht	261
d) Ausnahmen von der Prospektpflicht	262
aa) Art. 1 Abs. 4 Prospekt-VO	262
bb) § 3 WpPG	262
cc) § 2a VermAnlG analog	263
(1) Planwidrige Regelungslücke	263

(2) Vergleichbare Interessenlage	264
e) Zwischenergebnis	265
2. Prospektpflicht nach dem VermAnlG	265
a) Tatbestandsmäßigkeit des § 6 VermAnlG	265
aa) Vermögensanlage gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG	265
(1) Abtretungsmodell	266
(2) Anleihemodell	267
(3) Echtes Crowdlending	267
bb) Emittent und Anbieter der Vermögensanlage	269
cc) Öffentliches Angebot gem. § 1 Abs. 1 VermAnlG	270
b) Ausnahmen von der Prospektpflicht	271
aa) § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG	271
bb) § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG	272
cc) § 2a Abs. 1, 2 VermAnlG	274
(1) Vertrieb in Form einer Anlageberatung oder -vermittlung über eine Internet- Dienstleistungsplattform	275
(2) Verpflichtung zur Prüfung der Zeichnungsgrenzen	275
(3) Zwischenergebnis	276
dd) § 2a VermAnlG analog bei echtem Crowdlending und Anleihemodell	277
(1) Planwidrige Regelungslücke	277
(2) Vergleichbare Interessenlage	277
(3) Voraussetzungen des § 2a VermAnlG beim echten Crowdlending	278
c) Zwischenergebnis	279
3. Zwischenergebnis	279
IV. Exkurs: Anwendbarkeit des Verbraucherdarlehensrechts	280
D. Ergebnis	282
 § 5 Fallstudie: Disintermediation des Zahlungsverkehrs	 286
A. Disruption des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in der FinTech 3.0-Phase	 288
I. Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs bis zur FinTech 3.0-Phase	 288
II. Disruption durch FinTech 3.0-Zahlungslösungen?	291
III. Zwischenergebnis	293
B. Disintermediation durch FinTech 3.0-Zahlungslösungen	293
I. Funktionale Betrachtung bankenbasierter Zahlungssysteme	294
II. Funktionale Betrachtung disruptiver FinTech-Zahlungssysteme	296
1. M-Pesa-System	296

a) Funktionsweise	296
b) Disintermediation durch M-Pesa-Systeme	298
2. Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme	300
a) Funktionsweise	301
aa) Allgemeine Begriffsbestimmungen	301
(1) Distributed-Ledger-Prinzip und Blockchain	301
(2) Zahlungsmittel: Komplementärwährungen und <i>currency token</i>	304
(3) Konsensmechanismen	305
(a) <i>Proof-of-work</i> -Verfahren	306
(b) <i>Proof-of-stake</i> -Verfahren	307
(c) <i>Byzantine agreement</i>	307
bb) Ablauf von Zahlungen	308
(1) Transaktion von Bitcoins	309
(2) Zahlungen über das Ripple-Netzwerk	311
(a) Transaktion der Komplementärwährung XRP	311
(b) Transaktion von systemfremden Komplementär- währungen und auf Fiatgeld lautender Beträge	312
b) Disintermediation durch Distributed-Ledger- Zahlungssysteme	315
aa) Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne (<i>custodial storage</i>)	316
bb) Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne (<i>transactional storage</i>)	317
cc) Liquiditätsfunktion	317
dd) Zwischenergebnis	319
C. Disintermediäre FinTech-Zahlungssysteme im Bankaufsichtsrecht	319
I. M-Pesa-System	320
1. Erlaubnispflicht des Systembetreibers nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG	320
a) E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG	320
aa) Elektronisch gespeicherter monetärer Wert	321
bb) Forderung gegen den Emittenten	321
cc) Ausstellung gegen Zahlung eines Geldbetrags	321
dd) Zur Durchführung von Zahlungsvorgängen	322
ee) Akzeptanz durch Dritte	322
ff) Keine Bereichsausnahme	322
gg) Zwischenergebnis	323
b) Ausgabe im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG	323
c) Kein Erfordernis eines erlaubnispflichtigen Umfangs	325
d) Beantragung und Umfang einer Erlaubnis	325
2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen bei Einbindung von E-Geld-Agenten	326

3. Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG	326
4. Zwischenergebnis	327
II. Distributed-Ledger-Zahlungssysteme	327
1. (Aufsichts-)rechtliche Einordnung verwendeter Zahlungsmittel	327
a) <i>Currency token</i> : Bitcoin und XRP	328
aa) Bar- oder Buchgeld	328
bb) E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG	329
(1) Forderung der Token-Inhaber	330
(2) Forderung im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG	332
(3) Zwischenergebnis	334
cc) <i>Currency token</i> als Wertpapiere im Sinne der MiFID II	334
(1) Übertragbarkeit	336
(2) Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt	337
(3) Standardisierung	338
(4) Funktionale Vergleichbarkeit mit idealtypischen MiFID II-Wertpapieren	339
(5) Zwischenergebnis	341
dd) <i>Currency token</i> als sonstige Finanzinstrumente im Sinne des WpHG, KAGB oder VermAnlG	341
ee) Rechnungseinheiten im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 KWG	343
(1) Bitcoin-Token	343
(2) XRP-Token	347
(3) Zwischenergebnis	347
ff) Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG	348
gg) <i>De lege ferenda</i> : Kryptowerte im Sinne des MiCA-VO-E	349
hh) Zwischenergebnis	350
b) IOUs im Rahmen des Ripple-Netzwerks	351
aa) Fiatgeld-IOUs	351
(1) <i>De lege lata</i> : E-Geld im Sinne des ZAG und Kryptowert nach KWG?	351
(2) <i>De lege ferenda</i> : E-Geld-Token im Sinne des MiCA-VO-E	352
bb) Komplementärwährung-IOUs	354
(1) <i>De lege lata</i> : Finanzinstrument	354
(2) <i>De lege ferenda</i> : Wertreferenzierte Token im Sinne des MiCA-VO-E?	355
c) Zusammenfassung	356
2. Erlaubnispflichten der an Distributed-Ledger- Zahlungssystemen Beteiligten	357
a) <i>Currency token</i> als Zahlungsmittel	358
aa) Zahler und Zahlungsempfänger	358

bb) Kernentwickler und Miner als Betreiber	
des Zahlungssystems	358
(1) Erlaubnispflichtiger Umfang	359
(2) Betrieb eines multilateralen Handelssystems	
gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG	359
(3) Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG	361
(4) <i>De lege ferenda</i> : Auswirkungen des MiCA-VO-E? . .	361
(5) Exkurs: Kryptowertpapierregisterführung	362
(6) Zwischenergebnis	363
cc) Betreiber der am Konsensverfahren beteiligten <i>nodes</i> . .	363
(1) Erlaubnispflicht durch Mining von <i>currency token</i> . .	364
(2) Erlaubnispflicht durch Transaktionsverifizierung . .	365
dd) Emittent der XRP-Token	365
(1) Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG . .	365
(2) Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 KWG	366
(3) Erlaubnispflicht wegen des Betriebs	
des Eigengeschäfts	367
(a) Tatbestandsmäßigkeit	368
(b) Erlaubnispflicht	368
(4) <i>De lege ferenda</i> : Pflichten nach dem MiCA-VO-E . .	370
(5) Zwischenergebnis	370
ee) Krypto-Handelsplattformen	371
(1) Finanzkommissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4	
KWG	371
(2) Betrieb eines multilateralen Handelssystems	
gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG	372
(3) Betrieb eines organisierten Handelssystems	
gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1d KWG	372
(4) Anlagen- und Abschlussvermittlung	
gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1, 2 KWG	373
(5) Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG	
bei <i>pre-minded currency token</i>	373
(6) <i>De lege ferenda</i> : Erlaubnispflichten nach dem	
MiCA-VO-E	374
(7) Zwischenergebnis	375
ff) Wallet-Anbieter	375
(1) Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG . . .	375
(2) Depotgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG	376
(3) Kryptoverwahrgeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6	
KWG	376
(4) <i>De lege ferenda</i> : Erlaubnispflichten nach dem	
MiCA-VO-E	378

(5) Zwischenergebnis	379
gg) Wechselstuben	379
(1) Erlaubnispflichten nach dem KWG	380
(2) <i>De lege ferenda</i> : Erlaubnispflichten nach dem MiCA-VO-E	381
hh) Chip-Hersteller	381
ii) Weitere erlaubnispflichtige Krypto-Dienstleistungen nach dem MiCA-VO-E	382
jj) Zwischenergebnis	382
b) IOUs als Zahlungsmittel	383
aa) Zahler und Zahlungsempfänger	384
bb) <i>Gateways</i>	384
(1) Ausstellung von Fiatgeld-IOUs	384
(a) Sortengeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 7 KWG	384
(b) Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG wegen Ausgabe von E-Geld?	385
(c) Rechtsfolgen der Einordnung als E-Geld-Emittent	386
(d) Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG	387
(e) <i>De lege ferenda</i> : Pflichten als Emittent von E-Geld-Token nach dem MiCA-VO-E.	387
(aa) Mittelbare Erlaubnispflicht, Art. 43 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a) MiCA-VO-E	388
(bb) Ausgabe und Rücktauschbarkeit, Art. 44 MiCA-VO-E	388
(2) Komplementärwährung-IOUs	389
(a) Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG	389
(b) Finanzkommissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG	389
(c) Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG	390
(d) <i>De lege ferenda</i> : Pflichten als Emittent von Kryptowerten nach dem MiCA-VO-E	390
(3) Zwischenergebnis	390
cc) <i>Market maker</i>	391
(1) Fiatgeld-IOUs	391
(a) Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG	392
(b) Erbringung von Zahlungsdiensten nach dem ZAG	392
(c) <i>De lege ferenda</i> : Pflichten als Emittent von E-Geld-Token nach dem MiCA-VO-E	394
(2) Komplementärwährung-IOUs	394
(a) Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4a KWG	394
(b) Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG	395
(c) Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG	396

(d) <i>De lege ferenda</i> : Pflichten als Emittent von Kryptowerten nach dem MiCA-VO-E	396
(3) Zwischenergebnis	396
dd) <i>Validating nodes</i>	396
(1) Finanztransfergeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG	397
(2) Akquisitionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 ZAG	397
(3) Zwischenergebnis	398
c) Zwischenergebnis	398
3. Exkurs: Prospektpflichten für die Emission von <i>currency token</i>	398
a) Prospekt-VO	399
b) MiCA-VO-E	399
aa) Bitcoin-Token als Kryptowert	399
bb) XRP-Token und Komplementärwährung-IOUs als Kryptowert	399
cc) Fiatgeld-IOUs als E-Geld-Token	400
dd) Exkurs: Kryptowert-Whitepaper für wertreferenzierte Token	401
D. Ergebnis	401
 Zusammenfassung in Thesen, Schlussfolgerungen und Ausblick	405
A. Zusammenfassung in Thesen	405
I. Finanztechnologische Innovation	405
II. FinTech-Innovation im Bankaufsichtsrecht	406
III. Die Disintermediation von Finanzsystemen	408
IV. Fallstudie: Disintermediation der Fremdkapitalfinanzierung . . .	409
V. Fallstudie: Disintermediation des Zahlungsverkehrs	411
B. Schlussfolgerungen und Ausblick	413
 Literaturverzeichnis	419
Materialienverzeichnis	443
Europäische Rechtsquellen	447
Sachregister	449

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Risikomanagement nach § 25a Abs. 1 S. 3 KWG mit Konkretisierungen durch die MaRisk 2017. (Seite 100)

Abbildung 2: Funktionsweise der Crowdlending-Plattform der Zopa Ltd. bis zur Umgestaltung des Geschäftsmodells. (Seite 164)

Abbildung 3: Funktionsweise der Crowdlending-Plattform der Auxmoney GmbH. (Seite 172)

Abbildung 4: Funktionsweise der Crowdlending-Plattform von Prosper. (Seite 178)

Einleitung

Das Zeitalter der Digitalisierung ist in vollem Gange und bringt viele Veränderungen mit sich – gehört dazu möglicherweise auch ein „Banking Without Banks“? Es entspricht fast einem Klischee, sich dieses visionär anmutenden Slogans zu bedienen, sobald man sich mit dem Themenkomplex FinTech und der damit einhergehenden innovativen Verschmelzung von Informationstechnologien mit traditionellen Finanzdienstleistungen befasst. In der Tat kann es Folge dieser Synthese sein, dass es zur Durchführung von Bankgeschäften nicht mehr des beschwerlichen Wegs zu einer Bank bedarf. Wenn innovative Unternehmen wie beispielsweise Auxmoney eine Darlehensaufnahme auf einer internetbasierten Plattform durch die Crowd anbieten, bedarf es lediglich eines Internetzugangs. So viel individuelle Unabhängigkeit vom traditionellen Bankgeschäft diese neuen Wege jedoch suggerieren, offenbart sich bei genauerem Hinsehen ein Komplex an rechtlichen Problemen im Rahmen der praktischen Umsetzung von FinTech-Innovationen. Dennoch boomen finanztechnologische Innovationen dieser Art förmlich: Sie bedienen von der automatisierten Vermögensverwaltung über mobile Zahlungslösungen bis hin zu crowdbasierten Finanzierungen junger Start-Up-Unternehmen inzwischen das komplette Spektrum der Finanzdienstleistungen.

Banken und deren Stellung als „Platzhirsche“ im Finanzdienstleistungssektor scheinen in der öffentlichen Wahrnehmung so zunehmend unter Druck zu stehen. Gegenüber potentieller Kundschaft suggeriert sich die FinTech-Branche als zeitgemäßere und anwenderfreundlichere Alternative zu solchen traditionellen Kreditinstituten. In Wissenschaft und Medien wird daher sogar schon vereinzelt von der Möglichkeit einer Disruption der bestehenden Finanzmarktstrukturen im Sinne einer Verdrängung der alteingesessenen Banken gesprochen. Die Zukunftsvision eines „Banking Without Banks“ scheint demnach in greifbarer Nähe. Eine gezielte Analyse dieses von vielen FinTech-Unternehmen gegenüber der Öffentlichkeit noch zusätzlich geförderte Image zeigt, dass sich die Konkurrenzfähigkeit von FinTech-Unternehmen in der Realität bisher allerdings in Grenzen hält. Stattdessen kommt Banken in vielen FinTech-Geschäftsmodellen weiterhin eine bedeutende Rolle zu, indem sie dort als sogenannte *fronting banks* Kooperationspartner sind. Dergestalt vergibt im Rahmen der oben erwähnten Kreditplattform von Auxmoney rechtlich gesehen eine Geschäftsbank die über die Plattform initiierten Darlehen. Eine solche

Kooperation mit Banken leuchtet aus FinTech-Perspektive auf den ersten Blick weder aus Marketing- noch aus Wirtschaftlichkeitsüberlegungen ein. Denn zum einen stellt sie einen offensichtlichen Widerspruch zum öffentlich vermittelten Bild als hipper Bankenersatz dar; zum anderen bleibt es verwunderlich, dass sich FinTech-Unternehmen die durch ihre innovativen Lösungen gerade erst gewonnenen Marktanteile mit der Konkurrenz teilen.

Gleichwohl finden sich eben solche Kooperationen in der Wirtschaftsrealität. Bei der Suche nach den dazu führenden Beweggründen rückt schließlich der rechtliche Rahmen in den Fokus, da der Finanzdienstleistungssektor aufgrund seiner weitreichenden makro- und mikroprudenziellen Vernetzung und den daraus resultierenden Risiken – man denke nur an die letzte Finanzkrise – zu den besonders intensiv regulierten Wirtschaftszweigen gehört. Ein zentraler Bestandteil dieser Regulierung ist die Beaufsichtigung der auf dem Finanzmarkt tätigen Akteure. Neuere Akteure wie FinTech-Unternehmen wollen mit dieser Beaufsichtigung verbundene gesetzliche Anforderungen, beispielsweise hinsichtlich etwaiger Erlaubnispflichten oder Organisationsanforderungen, regelmäßig umgehen. Dazu weichen sie auf eben solche Kooperationen mit lizenzierten *fronting banks* aus, die insofern einen Puffer zwischen FinTech-Innovationen und bankaufsichtsrechtlicher Regulierung darstellen.

Zu untersuchen ist dabei, aus welchen rechtlichen und wirtschaftlichen Gründen sich FinTech-Innovationen eines solchen Puffers bedienen (müssen) und die Vorgaben des Bankaufsichtsrechts nicht einfach eigenständig erfüllen. Zu suchen ist die Antwort in einem hypothetischen Aufeinandertreffen des Bankaufsichtsrechts und ausgewählten FinTech-Innovationen ohne die Zwischenschaltung von *fronting banks*. Dieses Spannungsverhältnis zwischen Innovation und Rechtsordnung beleuchtet die vorliegende Arbeit. Dabei wird anhand von FinTech-Lösungen gezeigt, dass den bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben der Ausgleich zwischen regulatorischer Innovationsoffenheit einerseits und einer Begrenzung der von Innovationen naturgemäß ausgehenden Risiken andererseits *de lege lata* allgemein und im Speziellen bei einer Disintermediation anhand der ausgewählten Untersuchungsgegenstände nicht gelingt. Dazu ist die vorliegende Arbeit in einen allgemeinen und einen besonderen Teil gegliedert.

Gegenstand des allgemeinen Teils sind die Implikationen des Bankaufsichtsrechts für FinTech-Innovationen. § 1 beleuchtet dazu zunächst den Begriff der finanztechnologischen Innovation – kurz FinTech. Der Begriff bezeichnet technologiegestützte Innovationen im Finanzdienstleistungsbereich und findet seit 2008, dem Beginn der sogenannten FinTech 3.0-Phase, verstärkte Beachtung. Die Verbindung von Finanzdienstleistungen mit modernen Technologien als auch der FinTech-Begriff sind zwar nicht erst seit diesem Zeitpunkt bekannt, neben technologischen und gesellschaftlichen haben aber insbesondere rechtspolitische Entwicklungen in Reaktion auf die letzte Finanzkrise dazu beigetra-

gen, dass FinTech in aller Munde ist. Um für FinTech-Innovationen gemeinsame Merkmale zu identifizieren, werden diese anschließend anhand der Wertschöpfungskette traditioneller Kreditinstitute kategorisiert. Dadurch wird deutlich, dass FinTech-Innovationen mit Lösungen auf den Gebieten der Finanzierung, des Vermögensmanagements und des Zahlungsverkehrs schon heute sämtliche Glieder dieser Kette betreffen. Dabei bedienen sie sich je nach konkreter Ausgestaltung einer Dezentralisierung oder Plattformökonomie, agieren supra- oder transnational oder setzen Algorithmen oder gar künstlicher Intelligenz ein, um anwenderfreundlich Finanzdienstleistungen zu erbringen. Gerade durch eine solche Ausgestaltung sollen FinTech-Innovationen das Potential besitzen, mit traditionellen Finanzdienstleistern in einen Verdrängungswettbewerb zu treten. Dies wird in der einschlägigen Literatur unter den Stichwörtern der Disruption und Disintermediation diskutiert.

§2 analysiert im Sinne der rechtswissenschaftlichen Innovationsforschung das aus dem Aufeinandertreffen dynamischer FinTech-Innovationen mit den statischen Vorgaben des Bankaufsichtsrechts resultierende Spannungsverhältnis. Ein solches besteht zwischen Innovationen und der Rechtsordnung schon generell, erfährt gerade bei Finanzinnovationen insbesondere aufgrund deren weitgreifenden Vernetzungen jedoch eine besondere Qualität. Die vorliegende Arbeit untersucht vordergründig die Auswirkungen des geltenden Rechts auf Innovationen. Dabei ist einerseits zu berücksichtigen, dass von Innovationen Risiken ausgehen können, die das Recht ausschließen, wenigstens aber begrenzen muss. Andererseits soll das Recht Innovationen gegenüber offen sein, damit sich deren positive Effekte entfalten können. Um diesen schmalen Grat zwischen Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung für FinTech-Innovationen zu meistern, verfolgen zahlreiche Gesetzgeber seit verstärktem Aufkommen der FinTech 3.0-Phase spezielle Regulierungsstrategien. Dazu zählt zunächst die Anpassung bestehender Rechtsvorgaben speziell an FinTech-Innovationen, beispielsweise die Reform des europäischen Zahlungsdiensterechts durch die Zweite Zahlungsdiensterichtlinie (PSD II). Der europäische Gesetzgeber hat ferner mit der „Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen“ (ECSP-VO) sowie dem Vorschlag einer „Verordnung über Märkte für Kryptowerte“ (MiCA-VO-E) spezielle „FinTech-Verordnungen“ auf den Weg gebracht, die eine innovationsoffene und angemessene Regulierung spezieller FinTech-Innovationen ermöglichen sollen. Es lassen sich daneben aber gleichfalls Regulierungsansätze identifizieren, die Besonderheiten von FinTech-Innovationen berücksichtigen, ohne dabei bestehende Vorgaben zu ändern, zum Beispiel durch Einzelfallbewertungen oder die Etablierung regulierter Experimentierzonen wie *regulatory sandboxes*. Für das deutsche Recht lässt sich jedoch von kleineren Ausnahmen abgesehen auf dem Gebiet des Bankaufsichtsrechts keine besondere Regulierungsstrategie für FinTech-Innovationen feststellen. Daher unterliegen FinTech-Innovationen *de lege lata* vollum-

fänglich den Vorgaben des Bankaufsichtsrechts, die mitunter einen präventiven Erlaubnisvorbehalt sowie etwaiger Organisationsanforderungen beinhalten. Dabei gelingt es bei genauerer Betrachtung jedoch nicht, einen angemessenen Ausgleich zwischen Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung zu schaffen. Während bestimmte Vorgaben Innovationen unverhältnismäßig einschränken, können andere dazu führen, dass die davon ausgehenden Risiken nicht ausreichend eingegrenzt werden.

Der besondere Teil konzentriert sich im Speziellen auf solche FinTech-Innovationen, mit denen die Vision eines „Banking Without Banks“ verbunden wird. Stellvertretend dafür steht vor allem der Begriff der Disintermediation. Dessen Bedeutung nimmt sich § 3 aus vorwiegend ökonomischer Perspektive an, um der sich anschließenden juristischen Beurteilung ein sicheres begriffliches Fundament zugrunde zu legen. Dazu werden zunächst verschiedene Begriffsbestimmungen dargestellt, die sich in der bereits vorhandenen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur finden lassen. Diese sind aus verschiedenen Gründen für eine praktische Anwendung ungeeignet, weshalb ein eigener Begriff der Disintermediation entwickelt wird. Da das Mitwirken von FinTech-Innovationen am Finanzmarkt mit einer Veränderung der institutionellen Zusammensetzung des Finanzsystems einhergeht, dessen Funktionen aber unverändert erfüllt werden müssen, sollte eine Begriffsbestimmung der Disintermediation auf eben diese Funktionen abstellen. Dazu gehören neben der Transferfunktion als Hauptfunktion diverse Unterfunktionen, durch die innerhalb einer Volkswirtschaft vorhandene Ressourcen effektiv verteilt werden sollen. Aufgrund von Unvollkommenheiten in Form von Informationsmängeln, Risiken und Skalenvorteilen können Finanzsysteme diese Funktionen bislang nicht oder nur verbunden mit erheblichen Transaktionskosten aus sich selbst heraus erbringen. In unvollkommenen Finanzsystemen bedarf es daher der Intermediation durch Finanzintermediären wie Banken, die die genannten Unvollkommenheiten reduzieren und so zur Funktionsfähigkeit eines Finanzsystems beitragen. Finanzintermediäre agieren somit als eine Art Erfüllungsgehilfen unvollkommener Finanzsysteme. Je mehr sich ein Finanzsystem aber seiner Vollkommenheit nähert, desto weniger Bedarf besteht für die Tätigkeit traditioneller Finanzintermediäre wie Banken. Dazu könnte mitunter eine Disintermediation beitragen, die dazu führt, dass bestimmte Funktionen auch ohne Finanzintermediäre effektiv wahrgenommen werden können: Die Voraussetzungen für ein „Banking Without Banks“ wären geschaffen. Auf einer solchen Funktionsverlagerung weg von den Intermediären baut der in diesem Kapitel vertretene Disintermediationsbegriff auf, in den die Disruption durch FinTech-Innovationen ebenfalls sinnvoll eingeordnet werden kann.

Die Beleuchtung des Verhältnisses von bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben zu disintermediären FinTech-Lösungen ist deshalb relevant, weil die Vorstellung des historischen Gesetzgebers bei Einführung der einschlägigen Vorgaben von

einer Zwischenschaltung von Finanzintermediären geprägt war. Ein „Banking Without Banks“ war schlicht unvorstellbar, so dass insbesondere das Bankaufsichtsrecht die Existenz dieser Erfüllungsgehilfen des Finanzsystems gedanklich voraussetzen scheint. Das deutet schon die Bezeichnung des Rechtsgebiets an. Eben jener Zuschnitt in Kombination mit der Feststellung, dass sich das Bankaufsichtsrecht mit Innovationen generell schwer zu tun scheint, lässt bei radikalen Einschnitten wie einer Disintermediation erhöhtes Konfliktpotential vermuten. Ob das Bankaufsichtsrecht die von FinTech-Innovationen ausgehenden Risiken auch bei gleichzeitiger Disintermediation dennoch effektiv eindämmen kann, ohne die damit einhergehenden Fortschritte auszuschließen, prüfen die §§ 4 und 5. Dabei werden die theoretischen Erkenntnisse zur Auswirkung des Bankaufsichtsrechts auf Innovationen aus dem allgemeinen Teil und § 3 anhand konkreter Beispiele zusammengeführt. Dazu werden konkrete FinTech-Innovationen analysiert, denen das Potential einer Disintermediation zugeschrieben wird.

In § 4 widmet sich die Arbeit der Fremdkapitalfinanzierung über Crowdfunding-Plattformen. Dort lässt sich besonders deutlich beobachten, wie sich FinTech-Innovationen unter dem Einfluss verschiedener Rechtsordnungen entwickeln: Während die Kreditvergabe über britische Crowdfunding-Plattformen ohne Zwischenschaltung traditioneller Kreditinstitute abläuft, kooperieren deutsche und amerikanische Plattformen entgegen des der Öffentlichkeit suggerierten Bilds dafür mit lizenzierten *fronting banks*, so zum Beispiel Auxmoney. Eine Disintermediation im oben beschriebenen Sinne lässt sich bei sämtlichen Plattformen trotz dieser Kooperationen zumindest teilweise feststellen. Die kooperierenden Banken aus dieser Perspektive sind – um insofern im Terminus zu bleiben – nicht mehr Erfüllungsgehilfen des Finanzsystems, sondern nur noch Verrichtungsgehilfen der Crowdfunding-Plattformen. Die bankaufsichtsrechtliche Analyse zeigt somit, dass für eine Kooperation mit *fronting banks* zumindest funktional, daneben aber auch rechtlich keine Notwendigkeit besteht. Die Regulierung von Crowdfunding-Plattformen gewährleistet bei Berücksichtigung teleologischer Gesichtspunkte auch ohne die Zwischenschaltung eines Kreditinstituts eine risikoangemessene Regulierung. Dies gilt sowohl für bankaufsichtsrechtliche Vorgaben als auch für kapitalmarktrechtliche Prospektpflichten. Diese sind aufgrund der durch das Kleinanlegererschutzgesetz speziell für Schwarmfinanzierungen – sprich Crowdfunding – eingeführten Regelungen von besonderem Interesse.

Der § 5 behandelt verschiedene FinTech-Innovationen auf dem Gebiet des Zahlungsverkehrs. Obwohl dort besonders viele FinTech-Innovationen existieren, lösen sich diese nur in seltenen Fällen von den etablierten und historisch gewachsenen Strukturen bankenbasierter Zahlungssysteme. Das Kapitel behandelt zwei Erscheinungsformen solcher innovativer Zahlungssysteme: Das M-Pesa-System steht dabei stellvertretend für FinTech-Innovationen, die von

Unternehmen ohne originären Bezug zum Finanzdienstleistungssektor ausgehen (sogenannte TechFins). Dagegen sollen Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme wie die Bitcoin- oder Ripple-Systeme eine vollkommene Dezentralität ermöglichen, indem sie zur Durchführung von Zahlungsvorgängen keinerlei zentraler Instanz bedürfen. Die Analyse dieser FinTech-Zahlungssysteme zeigt allerdings, dass eine Abkehr von bankenbasierten Systemen nicht zwingend mit einer Disintermediation gleichzusetzen ist, wenn beispielsweise traditionelle Zahlungsdienstleister lediglich funktional durch TechFins als neue Art des Finanzintermediärs ersetzt werden. Die rechtliche Behandlung von FinTech-Zahlungssystemen hängt dann entscheidend von den eingesetzten Zahlungsmitteln ab. Lassen sich diese wie beim M-Pesa-System unter das speziell für die Aufsicht über Zahlungsdienste konzipierte Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) subsumieren, ist das Recht für die Regulierung auch ohne die Beteiligung traditioneller Finanzintermediäre gut gewappnet. Fallen die eingesetzten Zahlungsmittel wie bei Distributed-Ledger-Systemen jedoch allenfalls in den Anwendungsbereich des Kreditwesengesetzes (KWG) oder werden gar von keinem Aufsichtsgesetz erfasst, können die damit verbundenen Zahlungssysteme ohne adäquate Regulierung betrieben werden.

Eingegrenzt wird der Untersuchungsgegenstand insoweit, als dass sich die vorliegende Arbeit auf die Aufsicht über solche FinTech-Innovationen konzentriert, die einer Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Aufsichtsbehörde unterliegen, mithin im deutschen Inland tätig sind. Eine transeuropäische Aufsichtstätigkeit, insbesondere durch die Europäische Zentralbank (EZB) bleibt dagegen außer Betracht, da bislang soweit ersichtlich kein FinTech-Unternehmen als bedeutendes Institut deren Aufsicht unterliegt. Eine Rechtsvergleichung wird allerdings insoweit vorgenommen, als dass in anderen Staaten aktive FinTech-Innovationen – sofern sie für ein „Banking Without Banks“ in Betracht kommen – unter deutschem Bankaufsichtsrecht beurteilt werden, um dessen Implikationen beurteilen zu können.

Allgemeiner Teil

FinTech im Bankaufsichtsrecht

Die Zukunftsvision eines „Banking Without Banks“ wird vor allem durch sogenannte FinTechs hervorgerufen. Diesen wird das Potential zugeschrieben, mit Banken in einen Wettbewerb um die Vorrangstellung auf dem Finanzmarkt zu treten, in dem sie diese letztlich sogar verdrängen können. Bevor man sich allerdings den bankaufsichtsrechtlichen Implikationen eines solchen Wettbewerbs und einer damit potentiell einhergehenden Disintermediation widmen kann, sollte man sich zunächst eingehender dem FinTech-Phänomen, den damit verbundenen Innovationen und deren Regulierung widmen. Dabei soll insbesondere der Frage nachgegangen werden, wieso gerade FinTechs in den Wettbewerb zu Banken treten können sollen und ihnen sogar das Potential zugeschrieben wird, sich in diesem Wettbewerb schlussendlich durchzusetzen. Dabei muss berücksichtigt werden, welchen Einfluss gerade das Recht auf einen solchen Wettbewerb nehmen kann und in seiner aktuellen Ausgestaltung tatsächlich nimmt. Im Fokus des folgenden allgemeinen Teils dieser Arbeit stehen somit die folgenden Fragen:

- Was ist unter dem Begriff „FinTech“ zu verstehen?
- Welche Innovation geht von diesem Phänomen aus, die eine rechtliche Auseinandersetzung mit FinTech erforderlich macht?
- Lassen sich gemeinsame Merkmale von FinTech-Innovationen identifizieren und falls ja, welche?
- Warum rufen FinTech-Innovationen die Zukunftsvision eines „Banking Without Banks“ hervor?
- Wie gestaltet sich das Aufeinandertreffen von FinTech-Innovationen und der Rechtsordnung, insbesondere den Vorgaben des Bankaufsichtsrechts?
- Welche Strategien lassen sich beobachten und identifizieren, um die aus diesem Aufeinandertreffen resultierenden Spannungen aufzulösen?
- Gewährleistet das deutsche Bankaufsichtsrecht *de lege lata* eine Regulierung, die sowohl den Chancen als auch den Risiken von FinTech-Innovationen gerecht wird?

Der Suche nach Antworten auf diese Fragen widmen sich die folgenden Kapitel. Im folgenden § 1 wird das Phänomen FinTech dabei zunächst aus einer allgemeinen Perspektive beleuchtet. Danach widmet sich § 2 den allgemeinen bankaufsichtsrechtlichen Implikationen finanztechnologischer Innovationen.

§ 1 Finanztechnologische Innovationen (FinTech)

Stilistisch betrachtet handelt es sich bei dem Wort „FinTech“ um ein Akronym der Begriffe „Financial“ und „Technology“, das im weitesten Sinne des Wortlautes eine Verbindung des Finanzwesens mit Technologie beschreibt.¹ Die Wortkomposition wurde zum ersten Mal in den frühen 1990er-Jahren als Abkürzung für das *Financial Services Technology Consortium* der Citicorp (heute Citigroup) verwendet, mit dem diese eine verstärkte Öffnung des Unternehmens für technologische Innovationen erreichen wollte.² Seit Beginn der 2010er-Jahre assoziiert man den Begriff FinTech jedoch hauptsächlich mit Unternehmen oder Einheiten bestehender Unternehmen, die Finanzdienstleistungen mit modernen, innovativen Technologien verbinden, wie zum Beispiel Internetplattformen zur Kreditvermittlung oder Anbieter mobiler Zahlungslösungen.³ Erst seit diesem Zeitpunkt ist das Thema „FinTech“ dann auch vermehrt in den Fokus der Öffentlichkeit gerückt, sei es durch wissenschaftliche Veröffentlichungen im wirtschafts- und rechtswissenschaftlichen Bereich oder durch eine verstärkte Aufmerksamkeit in den Medien.⁴ In der Folge blieb FinTech staatlichen Aufsichtsbehörden ebenfalls nicht unbemerkt. So hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu diesem Thema nicht nur unter Aufgreifen des Akronyms mehrere BaFin-Tech-Konferenzen durchgeführt,⁵ sondern darüber hinaus eigens das am Dienort Bonn ansässige

¹ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 4.

² Hochstein, *Fintech (the Word, That Is) Evolves*, *American Banker*, 5.10.2015, www.americanbanker.com/opinion/fintech-the-word-that-is-evolves (letzter Abruf: 17.3.2021); vgl. auch Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 3.

³ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 3; Dorfleitner/Hornuf, *FinTech-Markt in Deutschland*, S. 1.

⁴ Vgl. nur Hesse, *Warum Klarna mehr wert ist als die Deutsche Bank*, *Spiegel Online*, 5.3.2021, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/klarna-warum-der-zahlungsdienst-leister-mehr-wert-ist-als-die-deutsche-bank-a-1db7da97-0002-0001-0000-000176138642> (letzter Abruf: 13.3.2021); Storn, *App statt Bank*, *Zeit Online*, 28.5.2015, abrufbar unter: www.zeit.de/2015/20/fintech-banken-konkurrenz (letzter Abruf: 17.3.2021); Conradi/Finke/Schreiber/Willmroth, *Revoluter retten*, *Süddeutsche Zeitung Online*, 12.6.2015, abrufbar unter: www.sueddeutsche.de/wirtschaft/report-revoluter-retten-1.2517917 (letzter Abruf: 17.3.2021); Demling, *Die Lämmel von der neuen Bank*, *Spiegel Online*, 22. 9.2015, www.spiegel.de/wirtschaft/fintech-start-ups-bedrohen-banken-branche-a-1052341.html (letzter Abruf: 17.3.2021)

⁵ BaFin-Tech 2019 vom 11.9.2019, vgl. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veranstaltungen/DE/190911_bafin-tech_2019.html (letzter Abruf: 17.3.2021); BaFin-Tech 2018 vom 10.4.2018,

Referat „Finanztechnologische Innovationen“ gegründet. Warum aber hat der schon länger gebräuchliche FinTech-Begriff neuerlich einen derartigen „Hype“ erfahren und wird sogar stellvertretend als Phänomen gesehen, dem sogar die Verdrängung von Banken zugetraut wird? Die Antwort auf diese Frage ist zunächst in der historischen Entwicklung der Verbindung zwischen Finanzwesen und innovativen Technologien zu suchen (A.). Deren Analyse zeigt, dass diese für den Aufbau eines globalisierten Finanzsystems unerlässliche Verbindung seit 2008 – also etwa zu dem Zeitpunkt, zu dem der FinTech-Begriff erstmals verstärkt Aufmerksamkeit generiert hat – durch technologische, gesellschaftliche und nicht zuletzt rechtliche Entwicklungen eine neue Qualität erfahren hat. Darüber hinaus agieren FinTechs auf verschiedenen Geschäftsfeldern des Finanzwesens und weisen dabei gemeinsame Merkmale auf, die ihnen in einem Wettbewerb mit Banken entscheidende Vorteile verschaffen könnten (B.).

A. Historische Entwicklung der Verbindung moderner Technologie mit Finanzdienstleistungen

Am Anfang der Untersuchung steht die Feststellung: Die Verbindung des Finanzwesens mit modernen und innovativen Technologien ist keine Entwicklung, die erst mit dem verstärkten Gebrauch des FinTech-Begriffs zu Beginn der 2010er-Jahre ihren Anfang nahm. Vielmehr stellt schon die Nutzung des geschriebenen Wortes zur Dokumentation finanzieller Vorgänge eine notwendige Voraussetzung für den zivilisatorischen Wandel von Jäger- und Sammlergruppen zu sesshaften landwirtschaftlichen Staaten und somit eine frühe, rudimentäre Form von FinTech dar.⁶ Das uns heute bekannte globalisierte Finanzsystem in seiner Frühform basiert auf technologischen Entwicklungen, die schon im späten 19. Jahrhundert ihren Anfang nahmen. *Arner, Barberis* und *Buckley* identifizieren in diesem Zusammenhang seit 1866 drei Phasen der Nutzung neuartiger Technologien für das Finanzwesen mit jeweils unterschiedlichem Charakteristikum:⁷ Den von 1866 bis 1967 dauernden Prozess bezeichnen sie als FinTech 1.0, an den sich eine Phase der weitgehenden Digitalisierung der Finanzdienstleistungsbranche zwischen 1967 und 2008 anschließt (FinTech 2.0). Im Jahr 2008 begann schließlich die aktuelle FinTech-Phase (FinTech 3.0). Im Folgenden werden nun die Auswirkungen technologischer Neuerungen auf das

Präsentationen abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veranstaltungen/DE/180410_BaFinTech_2018.html (letzter Abruf: 17.3.2021); BaFin-Tech 2016 vom 28.6.2016, vgl. www.bafin.de/SharedDocs/Veranstaltungen/DE/160628_BaFin-Tech2016.html (letzter Abruf: 30.6.2017).

⁶ *Arner/Barberis/Buckley*, *The Evolution of FinTech*, S. 8 ff.

⁷ *Arner/Barberis/Buckley*, *The Evolution of FinTech*, S. 15 ff.

Finanzwesen in den jeweiligen FinTech-Phasen und anschließend das charakteristische Merkmal jeder dieser Entwicklungsstufen dargestellt. Dadurch soll gezeigt werden, dass nicht die Anwendung innovativer Technologien selbst das charakteristische Merkmal der aktuellen FinTech-Phase ist, sondern vielmehr die Akteure, die sich dieser Technologien zur Erbringung von Finanzdienstleistungen bedienen.

I. Die FinTech 1.0-Phase – 1866 bis 1967

Technologien, die der FinTech 1.0-Phase zuzuordnen sind, ermöglichten durch ihre Anwendung auf das Finanzwesen erstmals den schnellen und weltweiten Austausch von Informationen, die Abwicklung von Transaktionen sowie die Ausführung von Zahlungen.⁸ Das diese Phase einleitende Ereignis wird in der Verlegung des ersten Transatlantikkabels im Jahr 1866 und der damit verbundenen immer flächendeckenderen Verbreitung des Telegraphen erkannt. Die Weltkriege zwischen 1914 und 1918 sowie 1939 und 1945 beschränkten eine weitergehende Globalisierung des Finanzsystems dann jedoch über mehrere Jahrzehnte,⁹ bedingt durch den Einsatz und die Weiterentwicklung von zu Kriegszwecken entwickelten Kommunikations- und Informationstechnologien aber ab den 1950er-Jahren eine rapide Beschleunigung dieser Entwicklung.¹⁰ Zu denken ist hier vor allem an die Entwicklung früher Computer durch das US-amerikanische Unternehmen International Business Machines (IBM), die Etablierung eines globalen Telex-Netzwerks im Jahr 1966 und die Erfindung des ersten kommerziell nutzbaren Faxgeräts durch das Unternehmen Xerox Corporation im Jahr 1964, während speziell für den Sektor der Finanzdienstleistung an die Einführung der Kreditkarte in den 1950er-Jahren zu denken ist.¹¹

Die genannten Technologien haben – mit Ausnahme der Kreditkarte – keinen originären Bezug zum Finanzwesen. Sie wurden insbesondere nicht gerade zu dem Zweck entwickelt, zur Erbringung von Finanzdienstleistungen genutzt werden zu können. Die FinTech 1.0-Phase zeichnet sich stattdessen dadurch aus, dass primär innovative Technologien „zweckentfremdet“ und für Finanzdienstleistungen nutzbar gemacht wurden, die ursprünglich für andere Zwecke entwickelt wurden. Dennoch haben diese Technologien zum Beginn der Globalisierung des Finanzsystems beigetragen.

⁸ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 7.

⁹ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 8; vgl. auch Neal, *A concise history of international finance*, S. 228 ff., 231 ff.

¹⁰ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 8.

¹¹ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 8. Vertiefend zur Geschichte der Kreditkarte Woolsey/Gerson, *The history of credit cards*, www.creditcards.com/credit-card-news/credit-cards-history-1264.php (letzter Abruf: 17.3.2021); zu deren Anbietern und Bedeutung heute Grundmann, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, 3. Teil Rn. 58.

II. Die FinTech 2.0-Phase – 1967 bis 2008

Die Bereitstellung der ersten Geldautomaten in Großbritannien (*Automatic Teller Machine*, kurz ATM) und die zunehmende Verbreitung von tragbaren Taschenrechnern ab dem Jahr 1967 markiert den Übergang von der FinTech 1.0-hin zur FinTech 2.0-Phase, in deren Verlauf sich das Finanzwesen von einer analogen hin zu einer digitalen Industrie entwickelte.¹² Technologischen Fortschritt gab es in dieser Zeit vor allem im Zusammenhang mit der (globalen) Durchführung des Zahlungsverkehrs und im Bereich des Wertpapierhandels.¹³ In Großbritannien wurde so 1968 das „Inter-Computer Bureau“ errichtet, zwei Jahre später das „Clearing House Interbank Payments System“ (CHIPS) in den USA. Zur Ermöglichung globaler Zahlungsvorgänge wurde 1973 die „Society of Worldwide Interbank Financial Telecommunications“ (SWIFT) gegründet, die noch heute als Nachrichtenübermittlungssystem im Rahmen von SEPA-Basislastschriften fungiert.¹⁴ Im Bereich des Wertpapierhandels markierte die Einführung des NASDAQ im Jahr 1971 und des National Market Systems die Abkehr von einem physischen hin zu einem vollständig elektronisch abgewickelten Wertpapierhandel.¹⁵ Im weiteren Verlauf der FinTech 2.0-Phase investierten traditionelle Finanzdienstleister in die verstärkte Anwendung von IT-Lösungen, so dass spätestens mit Beginn des 21. Jahrhunderts die internen Prozesse von Banken sowie deren Austausch mit Außenstehenden (insbesondere Privatkunden) voll digitalisiert war.¹⁶ Diese Entwicklung erfuhr einen weiteren Antrieb durch die Einführung des Internets, in dessen Rahmen das Online-Banking eingeführt und erste Direktbanken ohne physisches Filialnetz gegründet wurden.¹⁷

Die FinTech 2.0-Phase unterscheidet sich von der FinTech 1.0-Phase insofern, als dass technologische Neuerungen der FinTech 2.0-Phase originär für die Nutzung im Finanzsystem entwickelt wurden. Die technologische Entwicklung des Finanzwesens hat sich in dieser Zeit somit ein Stück weit von der allgemeinen technologischen Entwicklung abgekoppelt. Hauptakteure dieser neuen Phase der Digitalisierung des Finanzwesens waren dabei traditionelle Finanzinstitutionen, die selbst den Einsatz von IT-Lösungen zur Abwicklung ihrer Geschäfte einführten.¹⁸ Diese Konstellation war es letztlich auch, die den Ge-

¹² Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 9.

¹³ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 9f.

¹⁴ Vgl. Nr. 2.1.3. der Bedingungen für Zahlungen mittels Lastschrift im SEPA-Basislastschriftverfahren; vgl. auch Grundmann, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, 3. Teil Rn. 36ff.

¹⁵ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 9.

¹⁶ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 11f.

¹⁷ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 11.

¹⁸ Arner/Barberis/Buckley, *The Evolution of FinTech*, S. 10.

setzgeber davon ausgehen ließ, dass technologische Innovationen ausschließlich von regulierten Finanzinstitutionen genutzt würden.¹⁹

III. Wandel von der FinTech 2.0- zur FinTech 3.0-Phase – seit 2008

Seit 2008 vollzieht sich im allgemeinen Verständnis der Öffentlichkeit und der Nutzer von Finanzdienstleistungen ein Wandel, welche Akteure diesbezüglich als Dienstleister in Frage kommen. Dies führt zum beschleunigten Wachstum einer Entwicklung, die als neue Phase der Verbindung von Finanzwesen und Technologien erkannt wird und als FinTech 3.0 bezeichnet wird.²⁰ Die derzeit andauernde FinTech 3.0-Phase ist gegenüber FinTech 2.0 demnach vor allem dadurch gekennzeichnet, dass neue Technologien nicht mehr ausschließlich von traditionellen und lizenzierten Finanzinstitutionen – insbesondere Banken –, sondern von jungen Start-Up-Unternehmen oder Technologieunternehmen ohne originären Bezug zum Finanzwesen (TechFins²¹) genutzt werden, um mit diesen Finanzdienstleistungen zu erbringen.²² Es ist nun gerade das Aufkommen dieser neuen Akteure am Finanzmarkt, das die Vision eines „Banking Without Banks“ beflügelt. Nicht ausgeschlossen und inzwischen auch weit verbreitet ist indes, dass auch traditionelle Finanzdienstleister im Rahmen ihrer Tätigkeit weiterhin innovative Technologien nutzen.²³

Ein derart tiefgehender Verständniswandel innerhalb großer gesellschaftlicher Schichten vollzieht sich allerdings nicht ohne einen Anlass. Obgleich ein Zeitpunkt für den Beginn der FinTech 3.0-Phase auf den Tag genau nur schwer bestimmbar ist, kommt als Ausgangspunkt dafür insbesondere die im Jahr 2008 beginnende globale Finanzkrise in Betracht.²⁴ Dementsprechend erkennen *Arner, Barberis* und *Buckley* insbesondere in den aus der Finanzkrise resultierenden Umständen einen aus mehreren Faktoren bestehenden *perfect storm* für die rasante Entwicklung der FinTech 3.0-Phase.²⁵ Dazu gehören neben dem kontinuierlichen technologischen Fortschritt (1.) und gesellschaftlichen Wandel (2.) vor allem rechtliche Reformvorhaben und politische Strategien in Reaktion auf die Finanzkrise (3.). Diese Faktoren werden im Folgenden näher beleuchtet.

¹⁹ *Arner/Barberis/Buckley*, The Evolution of FinTech, S. 13f.

²⁰ *Arner/Barberis/Buckley*, The Evolution of FinTech, S. 15.

²¹ Der Begriff stammt von *Zetzschel/Buckley/Barberis/Arner*, NYU Journal of Law & Business 14 (2018), 393.

²² Vgl. *Arner/Barberis/Buckley*, The Evolution of FinTech, S. 13f.

²³ Vgl. in diese Richtung auch *Tschörtner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 3 Rn. 3.

²⁴ *Arner/Barberis/Buckley*, The Evolution of FinTech, S. 15.

²⁵ *Arner/Barberis/Buckley*, The Evolution of FinTech, S. 18.

1. Technologischer Fortschritt

Aus technologischer Sicht beruht das Aufkommen der FinTech 3.0-Phase auf einem fortlaufenden Prozess, der allgemein als Digitalisierung bezeichnet wird. Damit ist primär die Aufbereitung von analogen Informationen zur weiteren Verarbeitung oder Speicherung in digitale Größen gemeint.²⁶ Von diesem Prozess sind insbesondere Branchen betroffen, die leicht zu standardisierende Güter und Dienste anbieten, zum Beispiel die Musikbranche sowie die Verlags- und Medienbranche.²⁷ Einfache Finanzdienstleistungen lassen sich inzwischen ebenfalls vollständig digitalisieren.²⁸ Begünstigt wird der (fortdauernde) Prozess der Digitalisierung von rasanten Fortschritten im Bereich der Computertechnik, in der sich die Rechenleistung von Computerchips seit 1971 konsistent mit dem Moore'schen Gesetz alle zwei Jahre verdoppelt hat.²⁹ Folge dieser Fortschritte ist neben dem Ausbau der technologischen Infrastruktur (zum Beispiel des Breitbandnetzes) auch die Entwicklung und zunehmend flächendeckende Verbreitung moderner mobiler Endgeräte wie Smartphones oder Smart Watches,³⁰ die wiederum als Grundlage für die Entwicklung neuer Geschäftsmodelle auf dem Gebiet der Finanzdienstleistungen genutzt werden können. Dieser technische Fortschritt schafft erst die notwendige Grundlage für die fortschreitende Digitalisierung von Finanzdienstleistungen.³¹

2. Gesellschaftlicher Wandel

Neben einem technologischen Fortschritt ist gleichermaßen ein gesellschaftlicher Wandel zu beobachten, der das Aufkommen von FinTech 3.0 begünstigt. So ist zunächst ein Vertrauensverlust der Bevölkerung in traditionelle Kreditinstitute festzustellen, der direkt auf deren Verfehlungen vor und während der Finanzkrise zurückzuführen ist.³² Eine 2015 in den USA durchgeführte Umfrage zeigt beispielweise, dass das Vertrauen in Technologieunternehmen, die in die Verwaltung von Finanzen eingebunden sind, nicht nur gestiegen ist, sondern

²⁶ Dapp, Deutsche Bank Research vom 23.9.2014, S. 6.

²⁷ Dapp, Deutsche Bank Research vom 23.9.2014, S. 7.

²⁸ Dapp, Deutsche Bank Research vom 23.9.2014, S. 7; Klebeck/Dobrauz-Saldapenna RdF 2015, 276.

²⁹ Moore Electronics 38 (1965), 114; vgl. zur Entwicklung von Computerchips nach dem Moore'schen Gesetz und den Auswirkungen auf Finanzsysteme Lo, BIS Working Papers No. 564, S. 2ff.

³⁰ Paul/Prystav/Stein ZfgK 2014, 880; Klebeck/Dobrauz-Saldapenna, RdF 2015, 276; Niehage, in: Everling/Lempka (Hrsg.), Finanzdienstleister der nächsten Generation, 33 (39).

³¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2016, S. 73; für Mobile-Payment Lutz ZVglRWiss 116 (2017), 177 (179).

³² Kunz, in: Bräutigam/Rücker (Hrsg.), E-Commerce, 12. Teil, B. Rn. 9; Broer ZVglRWiss 116 (2017), 189 (192f.); Niehage, in: Everling/Lempka (Hrsg.), Finanzdienstleister der nächsten Generation, 33 (38); Arner/Barberis/Buckley, The Evolution of FinTech, S. 15f.; Bitkom, Positionspapier zum Status Quo der FinTechs in Deutschland, S. 3.

sogar das bisherige Vertrauen in traditionelle Finanzdienstleister und insbesondere Banken übertrifft.³³

Als weiterer Faktor kommt hinzu, dass der Anteil von sogenannten *digital natives* an der Gesamtbevölkerung stetig wächst. *Digital natives* wachsen in einer digitalen Welt auf und sind den Umgang mit Informationstechnologien von Kindesalter an gewohnt.³⁴ Dieser Bevölkerungsgruppe kommt es im Gegensatz zu vorherigen Generationen nicht mehr im selben Maße darauf an, Finanzdienstleistungen aus einer Hand in Anspruch nehmen zu können. Entsprechend ist die Haltung, sich nur einem Bankpartner anzuvertrauen (das sogenannte Hausbankprinzip) schon heute nur noch von geringer Bedeutung.³⁵ Stattdessen werden *digital natives* in Zukunft tendenziell einzelne Finanzdienstleistungen von spezialisierten Dienstleistern in Anspruch nehmen wollen, um dadurch einerseits von Kostenvorteilen gegenüber der Inanspruchnahme nur eines Finanzdienstleisters zu profitieren und andererseits die Dienstleistungen individuell an die eigenen Bedürfnisse anzupassen. Hier können sich FinTech 3.0-Dienstleister profilieren, indem sie sich auf einzelne oder einige wenige Finanzdienstleistungen konzentrieren (sogenanntes *unbundling* oder *cherry picking*) und aufgrund dieser Spezialisierung Kostenvorteile gegenüber traditionellen Finanzintermediären erzielen können.³⁶

3. Rechtspolitische Reformen

Die im Anschluss an die Finanzkrise weltweit verabschiedeten Reformen der Finanzmarktregulierung hatten das primäre Ziel, das verloren gegangene Vertrauen in das Finanzsystem wiederherzustellen und zukünftige Krisen in ihrer Stärke und Tragweite zu begrenzen.³⁷ Zugleich hatten diese Reformen aber nicht intendierte Nebeneffekte: Durch strengere Vorschriften für traditionelle Finanzdienstleister, insbesondere Kreditinstitute, wurde deren Entwicklungspotential eingeschränkt und gleichzeitig dem Wachstum technologisch geprägter Marktteilnehmer Auftrieb gegeben.³⁸ International gesehen gehören zu diesen Reformvorhaben insbesondere die Basel III-Vorschläge³⁹ und der amerika-

³³ Vgl. *Arner/Barberis/Buckley*, The Evolution of FinTech, S. 14.

³⁴ *Lutz* ZVglRWiss 116 (2017), 177; *Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, RdF 2015, 276 (276f.).

³⁵ *Rehm* ZVglRWiss 116 (2017), 117 (120).

³⁶ *Schaffelhuber*, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, Teil 1, A. Rn. 12; vgl. zum „cherry picking“ auch *Tschörtner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 3 Rn. 6.

³⁷ *Schulte-Mattler*, in: BFS-KWG, Einführung zu Verordnung (EU) Nr. 575/2013, Rn. 27.

³⁸ *Arner/Barberis/Buckley*, The Evolution of FinTech, S. 17.

³⁹ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, abrufbar unter: www.bis.org/publ/bcbs189.pdf (letzter Abruf: 17.3.2021); *dies.*, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf> (letzter Abruf: 17.3.2021); vgl. dazu überblicksweise *Manns/Schulte-Mattler* WM 2010, 1577.

nische *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*⁴⁰ aus dem Juli 2010 (kurz: Dodd-Frank-Act). Darüber hinaus sind auch politische Entwicklungen wie der Erlass des *Jumpstart Our Business Startups Act*⁴¹ in den USA im April 2012 (kurz: JOBS Act) oder des deutschen Kleinanlegerschutzgesetzes zu berücksichtigen. Schließlich sind die weltweite Niedrigzinspolitik und der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union als Faktoren für die Entwicklung der FinTech 3.0-Phase in Betracht zu ziehen.

a) Basel III-Vorschläge und europäische Umsetzung

Die ursprünglichen Basel III-Vorschläge wurden zum 1.1.2014 in der Europäischen Union eingeführt und dabei um Corporate-Governance-Vorschriften für Banken und um Regelungen zu Kapitalpuffern sowie Liquiditätsvorschriften ergänzt:⁴² Dies erfolgte einerseits durch die Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive – CRD IV⁴³), die sich primär an Aufsichtsbehörden wendet und die Zulassung von Banken und deren laufende Überwachung regelt.⁴⁴ Größeren Einfluss auf die Geschäftstätigkeit von Banken und anderen Finanzintermediären dürfte aber die mikroprudenziell geprägte Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR⁴⁵) haben. Ziel dieser Regelung war es, Banken dazu zu verpflichten, quantitativ mehr und qualitativ besseres Kapital vorhalten zu müssen, um zukünftige Krisen ohne die Inanspruchnahme von (staatlichen) Kapitalhilfen und Rettungsschirmen überstehen zu können.⁴⁶ Zur Erreichung dieses Ziels stellt insbesondere die CRR unter anderem erhöhte Anforderungen an das von Kreditinstituten vorzuhaltende Eigenkapital und deren Liquidität.⁴⁷ Diese erhöhten Anforderungen können sich

⁴⁰ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Publ. L. 111-203, 124 Stat. 1376, abrufbar unter: www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf (letzter Abruf: 17.3.2021).

⁴¹ Jumpstart Our Business Startups Act, Publ. L. 112-106, 126 Stat. 306, abrufbar unter: <https://www.congress.gov/112/plaws/publ106/PLAW-112publ106.pdf> (letzter Abruf: 17.3.2021).

⁴² *Paul/Stein/Kaltofen* DStR 2013, 1849.

⁴³ Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.6.2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG.

⁴⁴ *Paul/Stein/Kaltofen* DStR 2013, 1849.

⁴⁵ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012.

⁴⁶ *Paul/Stein/Kaltofen* DStR 2013, 1849; vgl. auch *Schulte-Mattler*, in: BFS-KWG, Einführung zu Verordnung (EU) Nr. 575/2013, Rn. 33.

⁴⁷ Vgl. zu den Eigenkapitalvorgaben der CRR *Paul/Stein/Kaltofen* DStR 2013, 1849 (1849ff.); zu den Eigenkapitalvorgaben der Basel III-Vorschläge *Armour u. a.*, Principles of Financial Regulation, S.296ff. Vgl. zu den Liquiditätsvorschriften der CRR *Paul/Stein/Kaltofen* DStR 2013, 1849 (1851ff.).

insbesondere auf das Kredit- und Einlagengeschäft traditioneller Kreditinstitute auswirken. Durch die neuen Regelungen entsteht die Gefahr, dass die betroffenen Institute die steigenden Eigenkapital- und Liquiditätskosten zumindest teilweise auf die Kunden umlegen und in der Folge die Kreditkosten steigen. Über die Begründetheit dieser Befürchtung besteht in der Theorie allerdings Uneinigkeit;⁴⁸ empirische Untersuchungen der praktischen Auswirkungen der CRR und CRD IV auf die Kreditkosten liegen bisher soweit ersichtlich nicht vor. Daneben gibt es die Befürchtung, dass Einlagen von Kapitalanlegern, die von den Kreditinstituten nunmehr als Eigenkapital zurückgehalten werden müssen, nicht mehr im Wege eines Kredits an Kapitalverwender ausgegeben werden können. Großunternehmen können einem dadurch drohenden *fundings gap* gegebenenfalls noch durch die Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt entgehen;⁴⁹ kleinen und mittelständischen Unternehmen und insbesondere Privatpersonen steht dieser Weg allerdings nicht ohne Weiteres offen. Für diese könnte es daher notwendig werden, sich an *Non-Banks* – unter anderem Unternehmen aus dem FinTech-Bereich – als alternative Möglichkeit zur Befriedigung ihres Kapitalbedarfs zu wenden, die von diesen neuen Anforderungen an Kreditinstitute möglicherweise nicht erfasst werden und in dieser Hinsicht einen komparativen Vorteil erhalten könnten.⁵⁰

b) *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*

Der Dodd-Frank-Act stellt die amerikanische Antwort auf die Finanzkrise dar⁵¹ und reformierte neben dem Bank- und Wertpapieraufsichtsrecht auch den Handel von Derivaten und das Verbraucherschutzrecht in den Vereinigten Staaten grundlegend.⁵² Einfluss auf die Geschäftstätigkeit von traditionellen Kreditinstituten haben insbesondere die verschärften Eigenkapital- und Liquiditätsvorgaben.⁵³ Diese Regelungen können auf die Geschäftstätigkeit der betroffenen amerikanischen Kreditinstitute und auf deren Kunden ganz ähnliche

⁴⁸ Eine Verschlechterung der Kreditkonditionen annehmend *Elliott/Salloy/Santos*, IMF Working Paper 12/233 (2012); für mittelständische Unternehmen vgl. *Becker/Böttger/Ergün/Müller* DStR 2011, 375 (378); *Schmitt* BB 2011, 2347 (2349f.). Gegen eine grundsätzliche Verschlechterung der Kreditkonditionen im Ergebnis *Paul/Stein/Kaltofen* DStR 2013, 1849 (1856).

⁴⁹ *Becker/Böttger/Ergün/Müller* DStR 2011, 375 (376).

⁵⁰ *Elliott/Salloy/Santos*, IMF Working Paper 12/233 (2012), S. 18.

⁵¹ *Lehmann*, Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities, S. 6; *Möslein* BKR 2013, 397 (401).

⁵² *Heppe/Tielmann* WM 2011, 1883.

⁵³ Vgl. für eine Zusammenfassung der Regelungen des Dodd-Frank-Act *Heppe/Tielmann* WM 2011, 1883. Seit Amtsantritt von US-Präsident Donald J. Trump wurden einige Vorgaben des Dodd-Frank-Acts allerdings wieder aufgehoben, vgl. Bloomberg, Trump Signs Biggest Rollback of Bank Rules Since Dodd-Frank-Act vom 24.5.2018, abrufbar unter: www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-24/trump-signs-biggest-rollback-of-bank-rules-since-dodd-frank-act (letzter Abruf: 17.3.2021).

potentielle Auswirkungen haben wie die CRD IV und insbesondere die CRR auf die Tätigkeit europäischer Kreditinstitute. Entsprechend können sich Unternehmen aus dem FinTech-Bereich im amerikanischen Finanzsektor als alternative Finanzierungsquelle hervortun.

c) *Amerikanische Volcker-Rule und deutsches Trennbankengesetz*

Ebenfalls im Dodd-Frank-Act enthalten ist die nach dem ehemaligen United States Federal Reserve-Vorstand *Paul Volcker* benannte Volcker-Rule.⁵⁴ Diese Regelung verbietet *banking entities*, die das Einlagegeschäft betreiben, grundsätzlich den Eigenhandel sowie die Beteiligung an oder die Finanzierung von Hedgefonds oder Private Equity-Fonds.⁵⁵ Im Grundsatz wird damit zwar am Universalbankensystem festgehalten, da die Volcker-Rule eine formale Trennung der Privatkunden- und Investmentsparte der betroffenen Institute nicht vorsieht.⁵⁶ Es wird teilweise dennoch von einem „Trennbankensystem 2.0“ gesprochen.⁵⁷ Im Gegensatz dazu ist der deutsche Gesetzgeber mit dem sogenannten „Trennbankengesetz“⁵⁸ vom Universalbankensystem abgekehrt, indem er Regeln zur Trennung bestimmter Geschäftsaktivitäten von Banken eingeführt hat.⁵⁹ Diese Regeln wurden inzwischen in § 3 Abs. 2 S. 1 KWG eingefügt. Sowohl die Volcker-Rule als auch das deutsche „Trennbankengesetz“ haben – unabhängig davon, ob sie das Trennbankensystem formal einführen oder nicht – erhebliche Auswirkungen auf die betroffenen Institute und in der Konsequenz auf deren Kunden. Insbesondere für die Kunden könnten sich hinsichtlich der Zuverlässigkeit und der Widerstandsfähigkeit der betroffenen Kreditinstitute Unklarheiten ergeben.⁶⁰ In der Folge kann sich hier ein noch tieferer Vertrauensverlust in Kreditinstitute und Gesetzgeber ergeben, der noch durch den Nachhall der Finanzkrise verstärkt wird. Wie oben bereits dargestellt profitieren gerade neuartige Finanzdienstleister von einem solchen Vertrauensverlust in traditionelle Kreditinstitute.

⁵⁴ Vgl. Sec. 619 Dodd-Frank-Act.

⁵⁵ *Altvater/von Schweinitz* WM 2013, 625; vgl. auch *Lehmann*, Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities, S. 6; *Lehmann/Rehahn* WM 2014, 1793 (1794).

⁵⁶ *Lehmann/Rehahn* WM 2014, 1793 (1794f.); *Möslein* BKR 2013, 397 (401).

⁵⁷ *Möslein* BKR 2013, 397 (401); in diesem Sinne auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2010/2011, S. 15, 136, 154, abrufbar unter: https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/x_ga_2010_11/ga10_ges.pdf (letzter Abruf: 17.3.2021).

⁵⁸ Art. 2 des Gesetzes zur Abschirmung von Risiken und Planung der Sanierung von Kreditinstituten und Finanzgruppen vom 7.8.2013 – Bundesgesetzblatt Teil I 2013, Nr. 47, 12.8.2013, S. 3099ff.

⁵⁹ *Möslein* BKR 2013, 397; vgl. auch *Lehmann/Rehahn* WM 2014, 1793 (1797).

⁶⁰ *Lehmann*, Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities, S. 17.

d) Gesetzliche Begünstigung innovativer Geschäftsmodelle

Auf politischer Ebene führte die nach der Finanzkrise zu befürchtende Kreditklemme in den USA zu Gesetzesinitiativen wie beispielsweise den JOBS Act.⁶¹ Dieses Gesetzespaket hatte unter anderem zum Zweck, den Zugang zum öffentlichen Kapitalmarkt für junge und aufstrebende Unternehmen zu erleichtern.⁶² Obwohl die Regelungen des JOBS Acts nicht explizit dem Wachstum von Unternehmen auf dem Gebiet des Finanzwesens dienen sollen,⁶³ trug er dennoch in doppelter Hinsicht zur Entwicklung der FinTech 3.0-Phase bei: Einerseits handelt es sich bei FinTech 3.0-Unternehmen regelmäßig um junge Start-Up-Unternehmen, denen nunmehr aufgrund der gesetzlichen Regelungen ein erleichterter Zugang zum Kapitalmarkt offensteht. Darüber hinaus erlaubt der JOBS Act erstmals das *equity crowdfunding* oder auch Crowdfunding, bei dem eine kleine Menge von Anteilen an einem Unternehmen an eine große Anzahl von (Privat-)Personen über spezialisierte Internetseiten angeboten und verkauft wird.⁶⁴ Die Bereitstellung dieser spezialisierten Finanzierungsplattformen im Internet durch neu gegründete Unternehmen wie Wefunder oder SeedInvest entwickelte sich in der Folge zu einem eigenen Geschäftszweig, der als Teil der FinTech 3.0-Entwicklung zu betrachten ist.⁶⁵

In Deutschland wurden durch das 2015 in Kraft getretene Kleinanlegererschutzgesetz zur Förderung ähnlicher Crowdfunding-Geschäftsmodelle (der Gesetzgeber spricht von Schwarmfinanzierungen) unter Einhaltung bestimmter Voraussetzung insbesondere Erleichterungen hinsichtlich möglicher Prospektspflichten in das VermAnlG eingefügt.⁶⁶ Dies stellte für Deutschland gleichzeitig die erste gesetzgeberische Reaktion auf die aktuelle FinTech-Phase dar.

e) Niedrigzinsumfeld

Insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) betreibt seit der Finanzkrise eine Niedrigzinspolitik, um die Märkte mit billigem Geld zu versorgen und so die Wirtschaft anzukurbeln.⁶⁷ Dies führte zu einer Anpassung der Zinsen, die Banken auf Spareinlagen zahlen, so dass die nominale Einlagenverzinsung zum Teil bei null liegt⁶⁸. Seit dem Jahr 2014 erhebt die EZB zudem Negativzinsen auf

⁶¹ Arner/Barberis/Buckley, The Evolution of FinTech, S. 17.

⁶² Die Präambel zum JOBS Act betont dieses Ziel: „An Act: To increase American job creation and economic growth by improving access to the public capital markets for emerging growth companies.“

⁶³ Arner/Barberis/Buckley, The Evolution of FinTech, S. 18.

⁶⁴ Vgl. Oranburg, Cornell Journal of Law and Public Policy 25 (2015), 397 (417).

⁶⁵ Vgl. dazu noch unten, § 1 B. I. 1. b).

⁶⁶ § 2a VermAnlG, vgl. dazu noch unten, § 4 C. III. 2. b) cc).

⁶⁷ Vgl. Danwerth WM 2015, 1604.

⁶⁸ Annuss/Rupprecht, in: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.), Niedrigzinsen, 95 (96).

kurzfristige Einlagen von Geschäftsbanken.⁶⁹ Auch der nach § 247 BGB berechnete Basiszinssatz ist seit 2013 durchgehend negativ.⁷⁰ Diese wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen dazu, dass betroffene Geschäftsbanken die Negativzinsen immer öfter an ihre Privatkunden weitergeben, indem sie negative Zinsen auf Einlagen erheben.⁷¹ Obwohl eine entsprechende Verbindung zwischen dem Niedrigzinsumfeld und dem Wachstum der FinTech-Branche bisher weder empirisch belegt noch theoretisch hergeleitet wurde, könnte diese geldpolitische Lage ebenso als Faktor dafür gesehen werden, dass sich Kapitalanleger von traditionellen Kreditinstituten abwenden und ihr Kapital verstärkt über FinTech-Unternehmen investieren, da sie sich hiervon höhere Renditen versprechen.⁷²

f) Der Brexit als potentieller Treiber des deutschen FinTech-Markts?

Zum 31.1.2021 ist Großbritannien aus der Europäischen Union ausgetreten. Dadurch haben aus Großbritannien – insbesondere aus London – heraus agierende Finanzdienstleister die Möglichkeit verloren, durch die Nutzung des Europäischen Passes Finanzdienstleistungen auf dem Gebiet der Europäischen Union zu erbringen.⁷³ Entsprechend benötigen diese Unternehmen nunmehr im Grundsatz einen eigenen Erlaubnis, um weiterhin im Gebiet der Europäischen Union tätig zu bleiben.⁷⁴ Eine Umfrage hat ergeben, dass in Reaktion auf diesen Verlust des erleichterten Zugangs zum EU-Binnenmarkt bereits fast 7.500 Jobs und 1,3 Billionen Pfund von EU-Kunden und Kundinnen von Großbritannien in die Europäische Union verlagert wurden.⁷⁵ Hier wird besonders FinTech-Unternehmen die Flexibilität zugeschrieben, ihren Unternehmenssitz zur Sicherstellung des Zugangs zum EU-Binnenmarkt sowie um in den Genuss eines stabilen regulatorischen Umfelds zu kommen, nach Kontinentaleuropa zu

⁶⁹ EZB, Pressemitteilung vom 5.6.2014: EZB führt Negativzinssatz für die Einlagefazilität ein, abrufbar unter: www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.de.html (letzter Abruf: 17.3.2021); vgl. auch *Langner/Müller* WM 2015, 1979.

⁷⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, Basiszinssatz nach § 247 BGB, abrufbar unter: www.bundesbank.de/de/bundesbank/organisation/agb-und-regelungen/basiszinssatz-607820 (letzter Abruf: 17.3.2021).

⁷¹ *Hingst/Neumann* BKR 2016, 95 (96); *Tröger* NJW 2015, 657.

⁷² Vgl. auch *Renner* ZBB 2014, 261; speziell für das Crowdfunding *Hartmann* BKR 2017, 321; *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2 Rn. 19.

⁷³ *Ritter-Döring* EuZW-Sonderausgabe 1/2020, 34 (34f.); *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2 Rn. 8.

⁷⁴ Vgl. zu möglichen anderen Gestaltungen *Ritter-Döring* EuZW-Sonderausgabe 1/2020, 34 (35ff.).

⁷⁵ Ernst & Young, *EY Financial Services Brexit Tracker: UK Financial Services Firms continue to incrementally move assets and relocate jobs to the EU, but changes since the Brexit deal are small*, 2.3.2021, abrufbar unter: https://www.ey.com/en_uk/news/2021/03/ey-financial-services-brexit-tracker--uk-financial-services-firms-continue-to-incrementally-move-assets-and-relocate-jobs-to-the-eu-but-changes-since-the-brexit-deal-are-small (letzter Abruf: 17.3.2021); vgl. auch *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2 Rn. 8.

verlegen.⁷⁶ Ob der deutsche FinTech-Markt hiervon letztlich profitieren wird, bleibt allerdings noch abzuwarten und hängt insbesondere auch davon ab, wie sich Deutschland im Wettbewerb gegenüber anderen Standorten wie Paris oder Dublin durch den Ausbau der technischen Infrastruktur (zum Beispiel den Ausbau des Breitbandnetzes) sowie die Gestaltung des unternehmerischen Umfelds für FinTech-Unternehmen präsentiert.⁷⁷

IV. Zwischenergebnis

Der Übergang von der FinTech 2.0- auf FinTech 3.0-Phase beruht wie dargestellt nicht allein auf technologischen und gesellschaftlichen Faktoren, sondern in hohem Maße auf rechtlichen und politischen Reformen, die in Reaktion auf die globale Finanzkrise seit 2008 vorangetrieben wurden. In rechtlicher Hinsicht wirkt sich insbesondere die strengere Regulierung durch erhöhte Eigenkapitalvorgaben oder die zwingende Trennung von bestimmten Geschäftsaktivitäten auf die Geschäftstätigkeit traditioneller Kreditinstitute aus, während FinTech-Unternehmen von diesen Maßnahmen oftmals entweder gar nicht oder weniger stark betroffen sind. Zudem stellte die politisch erwünschte Begünstigung junger Unternehmen, zu denen FinTech-Unternehmen regelmäßig zählen, einen Wachstumsfaktor für die FinTech 3.0-Phase dar. Zu beachten ist jedoch, dass mit Ausnahme der Öffnung des US-amerikanischen und deutschen Rechts keine der genannten Entwicklungen ausdrücklich die Förderung von FinTech 3.0 zum Zweck hatte. FinTech-Unternehmen haben vielmehr die sich ihnen bietende günstigen Umstände erkannt und sie zum Auf- und Ausbau ihrer Geschäftstätigkeiten genutzt. Ob gerade der deutsche Markt nach dem Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union günstige Umstände für FinTech-Unternehmen bieten und entsprechend profitieren kann, bleibt allerdings noch abzuwarten.

B. FinTech 3.0

Für den Begriff FinTech nach heutigem Verständnis finden sich einige Versuche einer Begriffsbestimmung. So werden darunter einerseits sämtliche Unternehmen zusammengefasst, die Finanzdienstleistungen mit modernen und innovativen Technologien verbinden (im Folgenden FinTech-Unternehmen),⁷⁸ indem

⁷⁶ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2 Rn. 8.

⁷⁷ So auch *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2 Rn. 8.

⁷⁸ *Scholz-Fröhling* BKR 2017, 133; *Dorfleitner/Hornuf*, *FinTech-Markt in Deutschland*, S. 4; *Kunz*, in: Bräutigam/Rücker (Hrsg.), *E-Commerce*, 12. Teil, A. Rn. 1.

sie zur Erbringung der Finanzdienstleistungen regelmäßig das Internet, Algorithmen oder patentierte Software-Anwendungen nutzen.⁷⁹ Der Begriff der Finanzdienstleistungen lässt sich in diesem Kontext nicht auf die legal definierten und abschließend aufgezählten Finanzdienstleistungen des §1 Abs.1a S.2 KWG reduzieren. Vielmehr genügt ein irgendwie gearteter Bezug des Unternehmens zum Finanzwesen aus.

Die Nutzung dieser Informationstechnologien betont das Ziel vieler FinTech-Unternehmen, durch zahlreiche Vorteile wie eine leichte Bedienbarkeit, Effizienzsteigerungen, Transparenz sowie der Automatisierung bestimmter Prozesse einen höheren Kundennutzen im Vergleich zu klassischen Finanzdienstleistern wie beispielsweise Banken zu erreichen.⁸⁰ Eine rebellische Geisteshaltung, die *Scholz-Fröbling* bei vielen FinTechs zu erkennen vermag, liegt vielleicht einigen dieser innovativen Unternehmen tatsächlich zugrunde;⁸¹ als Bestandteil einer objektiv belastbaren Definition taugt diese stark von individuellen Wertungen abhängende Eigenschaft allerdings nicht. Die ausdrückliche Bezugnahme dieser Definition auf Unternehmen erscheint weiterhin deshalb zu eng, weil zum Beispiel auch Distributed-Ledger-basierte Lösungen wie die Blockchain bei entsprechendem Einsatz im Zusammenhang mit dem Finanzwesen allgemein dem Bereich FinTech zugerechnet werden und aufgrund der hiermit verbundenen Dezentralität eben keinen speziellen Bezug zu einem Rechtssubjekt aufweisen. Es ist daher einem solchen institutionellen ein funktioneller FinTech-Begriff vorzuziehen.⁸² Besser trifft es deshalb die allumfassende Definition des Financial Stability Boards (FSB), die FinTech definiert als

„technologically enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on financial markets and institutions and the provision of financial services.“⁸³

Auch die Europäische Kommission legt ihrem FinTech-Aktionsplan letztlich ein entsprechendes Verständnis zugrunde, indem sie FinTech als „technologiegestützte Innovationen im Finanzdienstleistungsbereich“ bezeichnet.⁸⁴

⁷⁹ *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133; *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S.4.

⁸⁰ Vgl. *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S.4; *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133.

⁸¹ Vgl. *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133.

⁸² *Omlor* JuS 2019, 306; *Möslein* ZBB 2018, 208 (211); vgl. auch *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), FinTech-Hdb., §1 Rn. 1f.

⁸³ Financial Stability Board, FinTech, abrufbar unter: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/fintech/> (letzter Abruf: 17.3.2021). Diese Definition übernimmt auch das Basel Committee on Banking Supervision, vgl. Sound Practices – Implications of fintech developments for banks and bank supervisors, Februar 2018, S. 8, abrufbar unter: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf> (letzter Abruf: 15.3.2021).

⁸⁴ Europäische Kommission, FinTech-Aktionsplan, COM(2018) 109 final, S.2; vgl. zum Inhalt des FinTech-Aktionsplans genauer noch oben, §2 B. I.

Seit Beginn der FinTech 3.0-Phase wurden weltweit zahlreiche Lösungen entwickelt, auf die diese Beschreibung zutrifft. Diese Lösungen betreffen dabei aber zum Teil höchst unterschiedliche Gebiete des Finanzwesens, sodass hierin jedenfalls kein allgemeines FinTech-Merkmal erkannt werden kann. An dieser Stelle soll nun eine Kategorisierung der Arten von FinTechs anhand der im Rahmen ihres Geschäftsmodells erbrachten Finanzdienstleistung vorgenommen werden. Basierend auf dieser Kategorisierung werden dann im Anschluss Gemeinsamkeiten aufgezeigt, die allen oder zumindest vielen FinTech-Innovationen trotz unterschiedlicher Geschäftsmodelle gemein sind und dazu führen können, dass sie in einen Wettbewerb zu Banken und anderen traditionellen Finanzdienstleistern treten.

I. Kategorisierung von FinTech-Geschäftsmodellen

Die Kategorisierung von FinTech-Geschäftsmodellen wurde – mal mehr, mal weniger systematisch – bereits an anderen Stellen in Angriff genommen. Im Internet findet sich beispielsweise eine zuletzt im August 2019 aktualisierte grafische Darstellung des deutschen FinTech-Markts, in der aktive (und bereits gescheiterte) Unternehmen achtzehn unterschiedlichen Geschäftszweigen zugeordnet werden.⁸⁵ Durch die große Anzahl an verschiedenen Kategorien kristallisiert sich dabei allerdings keine Systematik heraus, die zu einer besseren Übersichtlichkeit führt.⁸⁶ Ein anderer Versuch der Kategorisierung, der mit dem Zahlungsverkehr, Kreditplattformen, Crowdfunding und Online-Trading zu vier FinTech-Typen kommt,⁸⁷ bezieht sich stark auf spezielle FinTech-Geschäftsmodelle und bleibt so im Ergebnis unvollständig, da er beispielweise Robo-Advice-Geschäftsmodelle nicht miteinbezieht, obwohl diese unter die oben genannte Definition fallen und so zweifelsohne zu den FinTechs zu zählen sind. Die von *Scholz-Fröbling* vorgeschlagene Einteilung der FinTech-Geschäftsmodelle nach ihrem regulatorischen Schwerpunkt⁸⁸ kann ebenfalls nur bedingt überzeugen, da FinTech-Geschäftsmodelle selbst bei gleicher wirtschaftlicher Zielsetzung höchst unterschiedlich ausgestaltet sein können und in diesem Fall bezüglich ihrer regulatorischen Einordnung variieren.⁸⁹ Eine derartige Kategorisierung birgt daher gerade hinsichtlich möglicher rechtlicher Implikationen das Risiko eines Zirkelschlusses, indem von der Kategorie, in die

⁸⁵ Vgl. *Thalhammer*, German FinTech Overview, abrufbar unter: www.paymentandbanking.com/german-fintech-overview-unbundling-banks/ (letzter Abruf: 18.3.2021).

⁸⁶ So auch *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133 (134).

⁸⁷ *Söbbing* BKR 2016, 360 (361).

⁸⁸ *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133 (134).

⁸⁹ Vgl. alleine die im Rahmen des Geschäftsmodells Robo-Advice denkbaren rechtlichen Gestaltungen *Möslein/Lordt* ZIP 2017, 793 (794 ff.); für das Crowdlending ferner noch unten, § 4 A.

ein FinTech-Geschäftsmodell eingeordnet wird, auf die rechtliche Behandlung dieses Geschäftsmodells geschlossen wird.

Die vorliegende Arbeit folgt daher der von *Dorfleitner* und *Hornuf* vorgeschlagenen und an der Wertschöpfungskette eines Kreditinstituts orientierten Kategorisierung von FinTech-Innovationen:⁹⁰ Kategorien bilden danach die drei wichtigsten Geschäftsfelder von Kreditinstituten, namentlich die Finanzierung, das Vermögensmanagement und der Zahlungsverkehr.⁹¹ Nicht in die klassischen Geschäftsfelder von Banken eingeordnet werden können FinTech-Lösungen, die Versicherungen anbieten oder vermitteln (sogenannte *InsurTechs*), Suchmaschinen und Vergleichsportale, die eine Suche und den Vergleich zwischen Finanzdienstleistungen ermöglichen, sowie Unternehmen, die lediglich technische Lösungen wie beispielsweise IT-Infrastrukturen für Finanzdienstleister bereitstellen.⁹² Darüber hinaus lassen sich auch *RegTech*-Unternehmen, die einen vorgegebenen Regulierungsrahmen technologisch so aufbereiten, dass einfache Anwendungslösungen entstehen, sowie einfache Datensammler nicht in diese Kategorien einordnen.⁹³ Diese Geschäftsmodelle finden in dieser schwerpunktmäßig auf das Rechtsgebiet des Bankaufsichtsrechts ausgerichteten Arbeit daher keine Berücksichtigung.

1. FinTech-Innovationen im Bereich der Finanzierung

FinTech-Lösungen, die dem Bereich der Finanzierung zugeordnet werden können, ermöglichen Finanzierungen sowohl für Privatpersonen als auch für Unternehmen.⁹⁴ Innerhalb dieser Kategorie kann weiter differenziert werden, ob die Finanzierung durch die Beteiligung einer Crowd zustande kommt (crowd-basierte Finanzierung), Kredite ohne Rückgriff auf eine Crowd vergeben werden oder Factoring-Lösungen angeboten werden (Kredite und Factoring). Als Crowd bezeichnet man in diesem Zusammenhang eine unbestimmte Menge von Personen, an die sich Kapitalbedürftige typischerweise über das Internet richten.

a) Kredite und Factoring

In dieser Unterkategorie vermitteln FinTechs einerseits Kredite an Privatpersonen oder Unternehmen, ohne dabei auf eine Crowd zurückzugreifen.⁹⁵ Promi-

⁹⁰ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 5; *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 11; so auch Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2016, S. 72f.; vergleichbar *Kunz*, in: Bräutigam/Rücker (Hrsg.), E-Commerce, 12. Teil, A. Rn. 12ff.

⁹¹ Vgl. auch *Monopolkommission*, Wettbewerb 2016, Rz. 1342.

⁹² *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 10.

⁹³ Vgl. *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133 (133f.). Vgl. zu RegTech noch unten, § 2 B. III.

⁹⁴ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 5.

⁹⁵ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7.

netes Beispiel für ein solches Geschäftsmodell am deutschen Finanzmarkt ist die Kreditvergleichsplattform *smava*, auf der ein Darlehensinteressierter Kreditangebote von mehreren Partnerbanken vergleichen kann, um dadurch die günstigsten Konditionen für seine Kreditfinanzierung zu ermitteln.⁹⁶ Charakteristisch für solche Geschäftsmodelle ist die Zusammenarbeit mit einer oder mehreren Partnerbanken,⁹⁷ wodurch sich diese Portale explizit von einfachen Vergleichsseiten abgrenzen. Die Nutzung dieser Geschäftsmodelle führt allerdings nicht zur Abkehr von der Inanspruchnahme traditioneller Kreditinstitute als Kreditgeber, sondern stellt lediglich eine Art Komplementärdienstleistung dar. Innovativ ist lediglich die Möglichkeit, an den persönlichen Bedarf angepasste Kreditkonditionen mehrerer Kreditinstitute auf einer Plattform zu vergleichen. Das FinTech-Unternehmen ist dabei lediglich Vermittler zwischen den Parteien.

Unter Factoring versteht man gemäß der Legaldefinition in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG den laufenden Ankauf von Forderungen auf Grundlage von Rahmenverträgen mit oder ohne Rückgriff. FinTech-Geschäftsmodelle aus dieser Unterkategorie bieten automatisierte Factoring-Lösungen an, in deren Rahmen insbesondere Unternehmer Forderungen online versteigern können oder Factoring-Lösungen ohne Mindestumsatz angeboten werden.⁹⁸ Solche Finanzdienstleistungen werden in Deutschland beispielsweise von Unternehmen wie *Fundflow* oder *aifinyo* (früher *decimo*) angeboten, während beispielsweise das Unternehmen *innolend* im Jahr 2018 scheiterte.⁹⁹ Das im Rahmen dieses Segments angekaufte Forderungsvolumen belief sich in Deutschland im Jahr 2019 auf ca. 4,4 Milliarden Euro.¹⁰⁰

b) Crowd-basierte Finanzierung

Die crowdbasierte Finanzierung zeichnet sich durch die Bemühungen von einzelnen Personen, Personenvereinigungen und Unternehmen aus, kulturelle, soziale oder wirtschaftliche Vorhaben durch relativ kleine Einzelbeiträge von einer Vielzahl an Unterstützenden durch die Nutzung des Internets und unter Verzicht auf traditionelle Finanzintermediäre zu finanzieren.¹⁰¹ Obwohl dieses Grundprinzip allen crowdbasierten Finanzierungsformen gemein ist, variieren sie doch erheblich hinsichtlich der Gegenleistung, welche die Unterstützen-

⁹⁶ Vgl. www.smava.de (letzter Abruf: 18.3.2021).

⁹⁷ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7.

⁹⁸ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7.

⁹⁹ Vgl. <https://www.junge-gruender.de/insights/innolend/> (letzter Abruf: 18.3.2021).

¹⁰⁰ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 23.

¹⁰¹ *Mollick* Journal of Business Venturing 2014, 1 (2); vgl. für eine alternative Definition auch *Belleflamme/Lambert/Schwienbacher* Journal of Business Venturing 2014, 585 (588); *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 6f.; *Klöhn/Hornuf* ZBB 2012, 237 (239).

den – wenn überhaupt – für ihren Kapitaleinsatz erhalten.¹⁰² In dieser Hinsicht lässt sich zwischen dem spenden- und dem gegenleistungsbasierten Crowdfunding, dem Crowdinvesting sowie dem Crowdlending differenzieren.

Beim spendenbasierten Crowdfunding spenden die Unterstützenden ihr Geld und erwarten dementsprechend dafür keine Gegenleistung oder Vergütung.¹⁰³ Dagegen erhalten die Unterstützenden im Rahmen des gegenleistungsbasierten Crowdfunding eine nicht-monetäre Gegenleistung, wie zum Beispiel die Gelegenheit zur Beteiligung an dem Vorverkauf eines Produktes oder die namentliche Erwähnung der Unterstützenden im Abspann eines finanzierten Films.¹⁰⁴ Seit dem Jahr 2007 wurden über derartige Angebote Finanzierungen mit einem Gesamtvolumen von 332, allein im Jahr 2019 mit einem Volumen von 74 Millionen Euro vermittelt.¹⁰⁵ Diesen Formen der crowdbasierten Finanzierung liegen keine primär wirtschaftlichen Ziele zu Grunde, sondern vor allem eine soziale oder kulturelle Motivation des Kapitalgebers. Es lässt sich damit nicht von einer Investition im Sinne einer Anlage von Kapital in Sachgüter zur sukzessiven Vermehrung dieses Kapitals sprechen. Die im Rahmen des spenden- und gegenleistungsbasierten Crowdfundings getätigten Kontributionen zu den unterstützten Projekten haben damit keine Auswirkungen auf das Finanzwesen und werden daher im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit nicht weitergehend behandelt.

Andere Ausgestaltungen der crowdbasierten Finanzierung sind dagegen durch eine wirtschaftliche Motivation der Teilnehmer geprägt. Dazu zählen das Crowdinvesting und das Crowdlending, das auch als Peer-to-Peer-Lending bekannt ist. Hier legen Investoren ihr überschüssiges Kapital jeweils an, um dadurch in Zukunft Erträge aus dieser Anlage zu generieren. Es macht dabei keinen Unterschied, ob die Vermehrung des Kapitals die Hauptmotivation des Anlegers ist oder ob dies aus dessen Sicht neben anderen ideellen Gründen nur eine Nebenerscheinung der Kapitalanlage darstellt. Unterschiede zwischen den zumindest teilweise auf wirtschaftlichen Erwägungen beruhenden Geschäftsmodellen aus dem Bereich der crowdbasierten Finanzierung bestehen nur hin-

¹⁰² *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 6; vgl. auch *Mollick* Journal of Business Venturing 2014, 1 (3 f.); *Möslein/Rennig*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 21 Rn. 3 ff.

¹⁰³ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 6; *Klöhn/Hornuf* ZBB 2012, 237 (239).

¹⁰⁴ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 6. Ein Beispiel aus dem Musikgeschäft ist die amerikanische Metal-Band Megadeth, die die Aufnahmen zu ihrem 2015 erschienenen Album „Dystopia“ über die Crowdfunding-Plattform PledgeMusic finanzierte, vgl. *Yoshimura*, Thrash Metal Band Megadeth Crowdfunding New Record on PledgeMusic, abrufbar unter: www.crowdfundinsider.com/2015/04/66195-thrash-metal-band-megadeth-crowdfunding-new-record-on-pledgemusic/ (letzter Abruf: 18.3.2021); für weitere Beispiele aus dem Musikgeschäft vgl. *Klöhn/Hornuf* ZBB 2012, 237 (239); *Quarch*, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 8.

¹⁰⁵ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 12 f.

sichtlich der Gegenleistung, die der Investor jeweils für die Kapitalanlage erhält. Im Rahmen des Crowdfunding erhalten die Anleger einen Anteil am Eigenkapital, Fremdkapital oder eine hybride Unternehmensbeteiligung sonstiger Art.¹⁰⁶ Über Crowdfunding-Plattformen wurden seit 2011 über eine Milliarde Euro vermittelt,¹⁰⁷ davon im Jahr 2019 ein Volumen von 372 Millionen Euro.¹⁰⁸

Unter das Crowdlending oder auch Peer-to-Peer-Lending fallen dagegen Plattformen, die eine Vergabe von Privat- oder Unternehmensdarlehen durch die Crowd ermöglichen.¹⁰⁹ Als Gegenleistung für die Hingabe des Kapitals erhalten Investoren in der Regel neben der Rückzahlung der Darlehensvaluta einen vorab festgelegten Zinssatz.¹¹⁰ Von 2007 bis 2019 wurden auf deutschen Crowdlending-Plattformen Darlehen mit einem Kreditvolumen von 6,5 Milliarden Euro vermittelt.¹¹¹ Davon entfielen auf das Jahr 2019 Kredite mit einem Volumen von 2,4 Milliarden Euro, was im Gegensatz zum Vorjahr einen leichten Anstieg um 3 % bedeutete.¹¹² Das Crowdlending wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit unter besonderer Berücksichtigung einer möglicherweise davon ausgehenden Disintermediation noch tiefergehend behandelt (§ 4).

Eine weitere Form der crowdbasierten Finanzierung stellen Blockchain-basierte Initial Coin Offerings (ICOs) dar.¹¹³ Bei solchen ICOs werden unter Nutzung der Blockchain-Technologie neue digitale Einheiten erzeugt, beispielsweise virtuelle Währungen oder Token, die dann als eine Art digitales Wertpapier an interessierte Anleger verkauft werden.¹¹⁴ Da ICOs vergleichsweise häufig von Betrugsfällen betroffen waren, ist der globale Markt stark rückläufig.¹¹⁵

2. FinTech-Innovationen im Bereich des Vermögensmanagements

FinTech-Geschäftsmodelle aus dem Bereich des Vermögensmanagements bieten neben Beratungsleistungen die Anlage oder Verwaltung von Vermögen sowie die aggregierte Darstellung von persönlichen Finanzkennzahlen an.¹¹⁶ Un-

¹⁰⁶ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 6; *Klöhn/Hornuf* ZBB 2012, 237 (239).

¹⁰⁷ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 14.

¹⁰⁸ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 16.

¹⁰⁹ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7.

¹¹⁰ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7; *Bradford* Columbia Business Law Review 2012, 1 (20ff.).

¹¹¹ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 17.

¹¹² *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 18.

¹¹³ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 20.

¹¹⁴ Vgl. BaFin, Initial Coin Offerings: BaFin veröffentlicht Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente vom 15.3.2018, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2018/fa_bj_1803_ICOs.html (letzter Abruf: 18.3.2021); *Spindler* WM 2018, 2109; vgl. auch *Klöhn/Parhofer/Resas* ZBB 2018, 89 (93).

¹¹⁵ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 20 m. w. N.

¹¹⁶ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7.

terkategorien bilden Geschäftsmodelle aus den Bereichen Social-Trading, Robo-Advice, Personal Financial Management (PFM) sowie Anlage und Banking.

a) Social-Trading

Social-Trading stellt eine Anlageform dar, bei der Investoren (sogenannte Follower) die Anlagestrategien beziehungsweise die Portfolios anderer Mitglieder eines Netzwerks einsehen, diskutieren und nachbilden können.¹¹⁷ Dafür stellen FinTech-Unternehmen eine Social-Trading-Plattform zur Verfügung, auf der die Anlagestrategien der sogenannten Trader zugänglich gemacht und statistisch aufbereitet werden.¹¹⁸ Für deren Follower besteht dann die Möglichkeit, die Anlageentscheidungen der Trader für ihr eigenes Portfolio auszuführen, wobei die Anlageentscheidung des Traders je nach Präferenz automatisch durch das Social-Trading-FinTech für das Portfolio des Followers durchgeführt wird.¹¹⁹ Am deutschen Markt für Social-Trading sind Social-Trading-Unternehmen wie ayondo und Wikifolio tätig. Insgesamt wurde zum Jahresende 2019 ein Gesamtvolumen von circa 357 Millionen Euro auf deutschen Social-Trading-Plattformen verwaltet.¹²⁰

b) Robo-Advice

FinTech-Geschäftsmodelle, die dem Bereich des Robo-Advice zuzuordnen sind, zeichnen sich durch algorithmusbasierte Portfoliomanagementsysteme aus, die regelmäßig mit einem hohen Grad an Automatisierung Anlageempfehlungen geben und teilweise auch selbst Anlageentscheidungen treffen.¹²¹ Am deutschen Markt sind derzeit 27 Anbieter tätig; Marktführer sind Unternehmen wie Quirion und Scalable Capital.¹²² Deutsche Robo-Advisors verwalteten im Jahr 2019 ein Vermögen in Höhe von 5,4 Milliarden Euro.¹²³

¹¹⁷ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7.

¹¹⁸ *Liu u. a.* PLoS One 2014, 1 (2).

¹¹⁹ *Liu u. a.* PLoS One 2014, 1 (2).

¹²⁰ *Dorfleitner/Hornuf*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 24.

¹²¹ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 7 ff.; vgl. zum Ablauf einer Beratung auch *Baumanns* BKR 2016, 366 (367 f.).

¹²² *Möslein/Lordt* ZIP 2017, 793 (794). Siehe zu den rechtlichen Implikationen des Robo-Advice monographisch *Winde*, Die Regulierung anlagevermittelnder und -beratender Internet-Plattformen; *Madel*, Robo-Advice – aufsichtsrechtliche Qualifikation und Analyse der Verhaltens- und Organisationspflichten bei digitaler Anlageberatung und Vermögensverwaltung; *Lordt*, Das Recht der digitalen Vermögensanlage – eine Untersuchung ausgewählter zivil- und aufsichtsrechtlicher Probleme bei der Erbingung von Robo-Advice; daneben *Linadartos* (Hrsg.), Rechtshandbuch Robo-Advice.

¹²³ *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 2 Rn. 26.

c) Personal Financial Management

FinTech-Unternehmen aus dieser Unterkategorie erleichtern die private Finanzplanung durch das Angebot von software- oder appbasierten Dienstleistungen.¹²⁴ Zu diesen Dienstleistungen gehören beispielsweise die Verwaltung und die aggregierte Darstellung von Finanzvolumen. Dabei nutzen die Anbieter regelmäßig APIs (Akronym für Schnittstellen zur Anwendungsprogrammierung – *Application Programming Interfaces*) von Finanzinstitutionen, um die Kontostände des Nutzers bei verschiedenen Kreditinstituten im Rahmen der Dienstleistung berücksichtigen zu können.¹²⁵ Zu einer Stärkung solcher Geschäftsmodelle könnte in Zukunft die sogenannte Open Access-Regelung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie (PSD II) führen, nach deren Maßgabe Kreditinstitute unter anderem Kontoinformationsdiensten im Sinne des Art. 4 Nr. 16 PSD II Zugriff auf solche Schnittstellen gewähren müssen.¹²⁶ Als Online-Dienste zur Mitteilung konsolidierter Informationen über ein Zahlungskonto oder mehrere Zahlungskonten, die ein Zahlungsdienstnutzer entweder bei einem anderen Zahlungsdienstleister oder bei mehr als einem Zahlungsdienstleister unterhält, werden FinTech-Geschäftsmodelle aus dem Bereich des Personal Financial Managements regelmäßig unter die vom europäischen Gesetzgeber entwickelte Legaldefinition eines Kontoinformationsdienstes fallen.

d) Sonstige Anlage- und Banking-Lösungen

In die Unterkategorie Anlage und Banking fallen solche FinTech-Geschäftsmodelle aus dem Bereich des Vermögensmanagements, die keiner der oben genannten Unterkategorien zugeordnet werden können. Dazu gehören zum Beispiel onlinebasierte Vermögensverwaltungen, in deren Rahmen einerseits zwar – im Unterschied zum Robo-Advice – menschliche Berater tätig sind, andererseits aber dennoch viele Prozesse zumindest teilautomatisiert ablaufen.¹²⁷ Ein weiteres Beispiel sind Einlagenvermittler, die Tages- oder Festgelder in das EU-Ausland vermitteln und so unter Nutzung der EU-weiten Einlagensicherung Zinsvorteile für ihre Kunden gegenüber einer Anlage des Kapitals in Deutschland erzielen wollen.¹²⁸ Ein Pionier auf diesem Gebiet ist das WeltSparen-Modell der Raisin GmbH.¹²⁹ In die Unterkategorie fallen daneben solche FinTech-Unternehmen, die klassische Bankprodukte wie ein Girokonto mit bestimmten IT-Funktionalitäten anbieten und diese durch die effiziente Nutzung von Tech-

¹²⁴ Dorfleitner/Hornuf, FinTech-Markt in Deutschland, S. 8.

¹²⁵ Dorfleitner/Hornuf, FinTech-Markt in Deutschland, S. 8.

¹²⁶ Art. 67 Abs. 1 i. V. m. Art. 3 PSD II, vgl. dazu auch Kunz CB 2016, 457 (460); Dorfleitner/Hornuf, FinTech-Markt in Deutschland, S. 8.

¹²⁷ Dorfleitner/Hornuf, FinTech-Markt in Deutschland, S. 8.

¹²⁸ Dorfleitner/Hornuf, FinTech-Markt in Deutschland, S. 8.

¹²⁹ Vgl. www.weltsparen.de (letzter Abruf: 18.3.2021).

nologien kostengünstiger anbieten können.¹³⁰ Im Segment der sonstigen Anlage- und Banking-Lösungen belief sich das verwaltete Vermögen im Jahr 2019 auf etwa 35 Milliarden Euro.

3. FinTech-Innovationen im Bereich des Zahlungsverkehrs

Durch das verstärkte Aufkommen von FinTech-Geschäftsmodellen hat sich in den letzten Jahren in der gesamten Finanzdienstleistungslandschaft ein Wandel vollzogen. Gleichwohl kann man ohne Übertreibung behaupten, dass kein Teilbereich im Zuge des rasanten technologischen Fortschritts so tiefgreifende Innovationen erfahren hat wie der Zahlungsverkehr. Innerhalb kürzester Zeit haben sich weltweit zahlreiche Zahlungslösungen entwickelt, die moderne Informations- und Kommunikationstechnologien zur Initiierung, Authentifizierung und Durchführung von Zahlungen nutzen.¹³¹ Obwohl sich vereinzelt FinTech 3.0-Geschäftsmodelle finden, die eine Zahlung mit Bargeld ermöglichen,¹³² spielen sich die meisten Innovationen im Bereich der bargeldlosen Zahlungen ab. Diese FinTech-Lösungen lassen sich in Mobile-Payment, E-Wallets, Online-Bezahlsysteme und digitale Komplementärwährungen kategorisieren.

a) Mobile-Payment und andere alternative Bezahlverfahren

Besonders starke Triebkraft für Innovationen im Bereich des Zahlungsverkehrs sind die Entwicklungen im Bereich mobiler Endgeräte, seien es Smartphones, Tablets oder Smartwatches.¹³³ Daraus haben sich vielfältige Bezahlverfahren entwickelt, die unter dem Begriffspaar Mobile-Payment zusammengefasst werden können. In diese Kategorie fallen – je nachdem, welche Definition gerade angewendet wird¹³⁴ – Proximity- und Remote-Payments sowie *person-to-person*-Zahlungen (sogenannte P2P-Payments).

Proximity-Payments bezeichnen mobile Nahzahlungen am Point-of-Sale (POS) des stationären Handels¹³⁵ beziehungsweise die kontaktlos mögliche Initiierung von Zahlungen im Präsenzgeschäft unter Einsatz eines Zahlungsinst-

¹³⁰ Dorfleitner/Hornuf, FinTech-Markt in Deutschland, S. 8 f.

¹³¹ Vgl. Findeisen, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe (Hrsg.), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 1 ZAG Rn. 74; Hingst/Lösing, Zahlungsdienstenaufsichtsrecht, § 18 Rn. 2.

¹³² So bietet zum Beispiel die Cash Payment Solutions GmbH den Service „Barzahlen“ an, in dessen Rahmen ein Kunde eine in einem Online-Shop getätigte Bestellung in einer Filiale eines Partnerunternehmens bar bezahlen kann, vgl. <https://www.barzahlen.de/faq/?lang=de-bz> (letzter Abruf: 18.3.2021).

¹³³ Vgl. zum allgemeinen Einfluss des technologischen Fortschritts auf die FinTech 3.0-Phase oben, § 1 A. III. 1.

¹³⁴ Vgl. zu den verschiedenen Definitionsversuchen Hingst/Lösing, Zahlungsdienstenaufsichtsrecht, § 18 Rn. 14 ff.; Danwerth ZBB 2015, 119 (128).

¹³⁵ Vgl. Söbbing WM 2016, 1066 (1067); Danwerth ZBB 2015, 119 (121); Rammos CR 2014, 67 (68); Baumann GWR 2014, 493; Busch WiVerw 2014, 148 (149).

ruments.¹³⁶ Dabei kommen Technologien wie das Near Field Communication-Verfahren (NFC), Bluetooth-Low-Energy (BLE) oder Quick Response-Codes (QR-Codes) zum Einsatz. Proximity-Payments werden von sämtlichen in der Literatur vorgenommenen Begriffsbestimmungen des Mobile-Payments erfasst, darunter von der engen Definition *Danwerths*, der unter Mobile-Payment nur die berührungslose Initiierung, Autorisierung oder Durchführung eines Zahlungsvorgangs unter Zuhilfenahme eines Zahlungsinstruments am POS-Terminal eines Händlers verstehen will.¹³⁷ Zahlungsinstrument in diesem Sinne können die bereits erwähnten mobilen Endgeräte, darüber hinaus aber auch Zahlungskarten oder ähnliche berührungslose Instrumente sein.¹³⁸ Proximity-Payments können damit als Mobile-Payment im engeren Sinne angesehen werden.

Andere alternative Bezahlverfahren, die zwar der FinTech 3.0-Phase zuzuordnen sind, nach der genannten Definition aber nicht vom Mobile-Payment erfasst sind, sind zum Beispiel sogenannte Remote-Payments, bei denen Zahler und Zahlungsempfänger räumlich voneinander getrennt sind.¹³⁹ Hier fungiert das mobile Endgerät selbst als Point-of-Sale, etwa durch Dateneingabe auf einem Computer.¹⁴⁰ Auch P2P-Payments, die einen Geldtransfer zwischen Privatpersonen über ein mobiles Endgerät ermöglichen, sind von der Definition nicht erfasst, da sie nicht zu einer Zahlung von Gütern genutzt werden.¹⁴¹

b) Online-Wallets und Online-Bezahlsysteme

Weitere FinTech-Unternehmen, die dem Bereich der alternativen Bezahlverfahren zuzurechnen sind, bieten sogenannte Online-Wallets (auch E-Wallets oder Cyberwallets) an, in denen sowohl digitale Währungen als auch die Zahlungsinformationen für verschiedene Bezahlssysteme gespeichert werden können.¹⁴² Sie erlauben es dem Wallet-Inhaber, in einer Online-Umgebung nach sicherem Zugang Identifikations-, Zahlungsdienstleistungen und nicht-zahlungsbezogene Dienstleistungen zu nutzen und zu verwalten.¹⁴³ Darüber hinaus lassen sich in diese Kategorie innovative Lösungen für Bezahlvorgänge wie zum Beispiel Überweisungen einordnen, in deren Rahmen Geld oft in Echtzeit und damit

¹³⁶ Jungmann WM 2021, 557 (572).

¹³⁷ Danwerth ZBB 2015, 119 (128).

¹³⁸ Danwerth ZBB 2015, 119 (128).

¹³⁹ Danwerth ZBB 2015, 119 (121); vgl. auch Rammos CR 2014, 67 (68); Busch WiVerw 2014, 148 (149).

¹⁴⁰ Baumann GWR 2014, 493 (493).

¹⁴¹ Danwerth ZBB 2015, 119 (121).

¹⁴² Dorfleitner/Hornuf, FinTech-Markt in Deutschland, S. 9.

¹⁴³ Vgl. Hingst/Lösing, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 44 unter Verweis auf European Payments Council, White Paper: Mobile Wallet Payments, S. 8, abrufbar unter: www.europeanpaymentscouncil.eu/sites/default/files/KB/files/EPC163-13%20v2.0%20White%20Paper%20Mobile%20Wallet%20Payments.pdf (letzter Abruf: 18.3.2021).

schneller als im klassischen Bankgeschäft übertragen wird.¹⁴⁴ Bekannte Online-Wallets sind PayPal und Google Wallets.¹⁴⁵

Als Online-Bezahlsysteme werden Online-Plattformen bezeichnet, die ihrem Nutzer online die Bezahlung einer Ware oder Dienstleistung durch verschiedene Zahlungsinstrumente beziehungsweise Bezahlverfahren ermöglichen.¹⁴⁶ Die Dienstleister treten dabei als Zahlungsabwickler für die ihnen angeschlossenen Händler auf, indem der Kunde auf das Zahlungsportal umgeleitet wird, um die Ware zu bezahlen.¹⁴⁷ Beispiel für ein solches Bezahlssystem ist der Service *sofortüberweisung.de*, in dessen Rahmen der Zahler dem Dienstleister Kontoinformationen sowie eine PIN und eine gültige TAN überlässt und dieser die eigentliche Transaktion im Namen des Kunden ausführt.¹⁴⁸ PayPal bietet ebenso ein solches Online-Bezahlssystem an, was zeigt, dass die Abgrenzung zwischen Online-Wallets und Online-Bezahlssystemen nicht immer trennscharf möglich ist.¹⁴⁹

c) Virtuelle Währungen

Schließlich haben sich innerhalb digitaler Infrastrukturen virtuelle Währungen entwickelt, die von staatlich ausgegebenen Währungen losgelöst sind und im Internet als Zahlungsmittel eingesetzt werden können. Eine Vorreiterrolle nimmt insofern der im Rahmen des Onlinespiels *Second Life* einsetzbare Linden Dollar ein, der erstmals den Tausch Fiatgeldes in eine gesetzesfreie Internetwährung ermöglichte.¹⁵⁰ Dieser Grundidee folgten weitere Unternehmen durch die zentrale Schaffung virtueller Währungen, die jeweils unterschiedlich ausgestaltet sind.¹⁵¹ Besondere Bekanntheit hat in den letzten Jahren das Bitcoin-System erfahren, in dem Bitcoins als sogenannte Kryptowährung dezentral ausgegeben und als Zahlungsmittel eingesetzt beziehungsweise gehandelt werden. Kryptowährungen und deren bankaufsichtsrechtlichen Implikationen werden im weiteren Verlauf der Arbeit noch genauer behandelt (§ 5).

¹⁴⁴ *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 10; vgl. zu diesen Geschäftsmodellen auch *Merritt*, Mobile Money Transfer Services, abrufbar unter: www.frbatlanta.org/-/media/documents/rprf/rprf_resources/wp0810.pdf (letzter Abruf: 18.3.2021).

¹⁴⁵ Vgl. zu ausgewählten Online-Wallets ausführlicher *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 47 ff.

¹⁴⁶ *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 7.

¹⁴⁷ *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 8.

¹⁴⁸ Vgl. dazu *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 10.

¹⁴⁹ So auch *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 7.

¹⁵⁰ *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 9.

¹⁵¹ Vgl. dazu *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 9; *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 10 f.

II. Übergreifende Merkmale von FinTech 3.0

Diese Kategorisierung von FinTech-Geschäftsmodellen zeigt, dass FinTech schon heute sämtliche Glieder der Wertschöpfungskette traditioneller Kreditinstitute betrifft. Daran alleine kann eine Suche nach übergreifenden Merkmalen der FinTech 3.0-Phase daher nicht anknüpfen. Abgesehen von einem generellen Bezug zum Finanzwesen lassen sich zudem keine weiteren Merkmale identifizieren, die allen FinTech-Kategorien gemein wären. Dennoch lassen sich durch die Kategorisierung Merkmale finden, die im Zusammenhang mit FinTech-Lösungen zumindest vermehrt auftreten. Zu denken ist in dieser Hinsicht zunächst an eine institutionelle Eingrenzung des FinTech-Begriffs, insbesondere auf junge Start-Up-Unternehmen (1.). Daneben führen zahlreiche FinTech-Lösungen entweder zu einer Dezentralisierung oder bedienen sich gerade einer zentralen Plattform (2.). Weiterhin sind viele FinTech-Lösungen transnational ausgestaltet (3.) und bedienen sich Algorithmen und künstlicher Intelligenz (4.). Schließlich wird FinTech das Potential einer Disruption bestehender Wertschöpfungsketten oder gar einer Disintermediation zugesprochen (5.).

1. Keine institutionelle Eingrenzung des FinTech-Begriffs

Die BaFin versteht unter FinTechs „gemeinhin junge Unternehmen, die mit Hilfe technologiebasierter Systeme spezialisierte und besonders kundenorientierte Finanzdienstleistungen anbieten¹⁵²“. Einen ähnlichen Bezug des Angebots von FinTech-Lösungen zu Start-Up-Unternehmen stellen auch andere Stimmen im Schrifttum her.¹⁵³ Eine derartige Einschränkung des Begriffs greift allerdings zu kurz: Gerade der Blick auf den Mobile-Payment-Bereich zeigt, dass dort Unternehmen wie Apple oder Google mit auf unternehmenseigenen mobilen Endgeräten basierten Zahlungssystemen in den Finanzsektor vordringen. Bei diesen Unternehmen, die ursprünglich dem Technologie-Bereich entstammen und von *Zetzsche*, *Arner*, *Barberis* und *Buckley* als TechFins getauft werden,¹⁵⁴ handelt es sich gerade nicht um Start-Up-Unternehmen, sondern

¹⁵² BaFin, Unternehmensgründer und Fintechs, abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Auf_sicht/FinTech/fintech_node.html (letzter Abruf: 18.3.2021).

¹⁵³ *Kunz*, in: Bräutigam/Rücker (Hrsg.), E-Commerce, 12. Teil, A. Rn. 1; Bitkom, Positionspapier zum Status Quo der FinTechs in Deutschland, S. 3f. Unter dem Begriff eines Start-Up-Unternehmens versteht man „junge, noch nicht etablierte Unternehmen, die zur Verwirklichung einer innovativen Geschäftsidee (...) mit geringen Startkapital gegründet werden und i. d. R. sehr früh zur Ausweitung ihrer Geschäfte und Stärkung ihrer Kapitalbasis entweder auf den Erhalt von Venture Capital bzw. Seed Capital (...) oder auf einen Börsengang (IPO) angewiesen sind“, vgl. Springer Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Start-Up-Unternehmen, abrufbar unter: www.wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/427/start-up-unternehmen-v8.html (letzter Abruf: 18.3.2021).

¹⁵⁴ Vgl. *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* NYU Journal of Law & Business 14 (2018), 393 (405 ff.); *dies.* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (38). Als weitere

vielmehr um einige der – gemessen an der Marktkapitalisierung – wertvollsten Unternehmen der Welt. Daneben investieren die traditionellen Akteure des Finanzsystems wie Kreditinstitute ebenfalls verstärkt in digitale Infrastrukturen.¹⁵⁵ Damit lässt sich festhalten, dass der FinTech-Begriff jedenfalls nicht mit der Eigenschaft der Anbieter als Start-Up-Unternehmen zusammenhängt.¹⁵⁶

Daneben kann der FinTech-Begriff aus institutioneller Sicht ohnehin nicht sinnvoll auf Unternehmen begrenzt werden. Lässt sich das institutionell geprägte Begriffsverständnis der BaFin noch mit deren Stellung als Aufsichtsbehörde begründen, die verwaltungsrechtlich stets Rechtsträger adressieren muss,¹⁵⁷ beruht die zivilrechtliche Perspektive auf den Charakteristika der FinTech-Lösung.¹⁵⁸ Nach hier vertretener Ansicht sollte sich auch die aufsichtsrechtliche Perspektive an diesen Charakteristika und den damit verbundenen ökonomischen Funktionen orientieren.¹⁵⁹ Implikationen, die FinTech-Lösungen auf die Stabilität des Finanzsystems oder den Schutz von Anlegern haben könnten,¹⁶⁰ sollten nicht deshalb ignoriert werden müssen, weil hinter ihnen kein Rechtsträger steht. So bedienen sich gerade Blockchain-basierte FinTech-Lösungen in vielen Fällen einer Open Source-Software, hinter der weder ein Unternehmen noch ein sonstiger Rechtsträger steht. Dennoch kann es sinnvoll sein, sie aus Schutzzwecküberlegungen bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben zu unterwerfen.

2. Dezentralisierung und Plattformökonomie

In einem gewissen Gegensatz stehen einerseits die Tendenzen hin zu einer zunehmenden Dezentralisierung von Finanzdienstleistungen, andererseits die Implementierung von Plattformlösungen im Rahmen verschiedener FinTech-Geschäftsmodelle. Ersteres steht insbesondere hinter der auf dem Distributed-Ledger-Prinzip basierenden Blockchain-Technologie, die über keine zentralen Instanzen verfügen muss und von der relativen Mehrheit der Nutzer selbst verwaltet werden kann.¹⁶¹ Dagegen besteht die Dienstleistung von FinTech-Unter-

Beispiele für TechFins nennen die Autoren Unternehmen wie Amazon, Facebook oder Vodafone. Vgl. auch zu dem von der Mobilfunkbetriebsgesellschaft Safaricom betriebenen M-Pesa-Zahlungssystem unten, § 5 B. II. 1.

¹⁵⁵ Vgl. *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 51 f.

¹⁵⁶ Zu diesem Ergebnis kommen auch *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, S. 5.

¹⁵⁷ So erfassen beispielsweise die Definitionen von Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsinstituten nur „Unternehmen“ (§ 1 Abs. 1 S. 1, Abs. 1a S. 1 KWG).

¹⁵⁸ So *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 1 Rn. 1 f.

¹⁵⁹ So auch Financial Stability Board, Financial Stability Implications from FinTech, S. 7; Europäische Kommission, FinTech-Aktionsplan, COM(2018) 109 final, S. 2; *Möslein* ZBB 2018, 208 (209). Vgl. zu den allgemeinen Vorzügen einer funktionalen Analyse gegenüber einer institutionellen Betrachtung des Finanzsystems unten § 3 B.

¹⁶⁰ Vgl. zu den Schutzziele des Bankaufsichtsrechts unten, § 2 C. I. 2.

¹⁶¹ Vgl. *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 1 Rn. 5. Vgl. sowohl zum Distri-

nehmen bei Geschäftsmodellen aus dem Bereich der crowdbasierten Finanzierungen regelmäßig in der Bereitstellung zentraler digitaler Plattformen als sogenannte *gatekeeper*, über die Kapitalsuchende und Investoren unter festgelegten Bedingungen miteinander in Kontakt treten können.¹⁶² Auch Social-Trading-Geschäftsmodelle basieren in einem weiteren Sinne auf Plattformen, auf denen Trader ihre Anlagestrategie für die Imitation durch Follower veröffentlichen können. Eine Abgrenzung anhand des Geschäftsmodells ist allerdings nicht immer trennscharf möglich: So basieren Initial Coin Offerings, die eine Form der crowdbasierten Finanzierung darstellen, regelmäßig dennoch auf der Blockchain-Technologie und stehen geradezu als Symbol für eine Dezentralisierung der Unternehmensfinanzierung.

3. *Supra- und Transnationalisierung*

Weiterhin sind FinTech-Innovationen vielfach nicht an staatliche Grenzen gebunden. Insofern kann zwischen einer Supra- und einer Transnationalisierung unterschieden werden. Supranationale FinTech-Lösungen sind so ausgestaltet, dass sie in einem Umfeld operieren, das sich zum Beispiel technologisch oder ohne Rechtsträger rechtlich zunächst nicht einem bestimmten Staat zuordnen lässt. In diese Kategorie fallen beispielsweise – sofern sie nicht ausnahmsweise entsprechend beschränkt sind – auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Innovationen wie virtuelle Währungen.¹⁶³ Bis zu einem bestimmten Maße fallen trotz der Erforderlichkeit eines zentralen und regelmäßig an einen Staat gebundenen Emittenten auch Initial Coin Offerings unter diese Kategorie, da sie sich regelmäßig an einen globalen Erwerberkreis richten. Daneben dürften auch crowdbasierte Finanzierungen – das bislang soweit ersichtlich noch nicht explizit genutzte – Potential einer Supranationalisierung haben, indem sie die Möglichkeit einer Beteiligung nicht auf Einwohner bestimmter Staatsgebiete begrenzen. Nicht zuletzt auf eine derartige Supranationalisierung von Crowdfunding-Geschäftsmodellen für den europäischen Binnenmarkt zielt gerade die ECSP-VO ab.¹⁶⁴ Auch Online-Bezahlsysteme wie PayPal sowie einige Mobile-Payment-Lösungen erleichtern auf diese Weise bereits internationale Zahlungen. Eine Transnationalisierung zeichnet sich dagegen dadurch aus, dass staatliche Grenzen zwar berücksichtigt werden, diese bei Erbringung der Finanzdienstleistung aber (bewusst) übergangen werden. Ein Beispiel hierfür sind Einlagenvermittler wie beispielsweise Weltsparen, die Unterschiede im Zinsniveau verschiedener Staaten gezielt ausnutzen.

buted-Ledger-Prinzip als auch zur Blockchain-Technologie und die möglichen Ausgestaltungen noch unten, § 5 B. II. 2. a).

¹⁶² Vgl. zu digitalen Plattformen *Engert* AcP 218 (2018), 304.

¹⁶³ Vgl. *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 1 Rn. 5.

¹⁶⁴ Erwägungsgründe 6, 7, 8 ECSP-VO.

4. *Algorithmisierung und künstliche Intelligenz*

Zahlreiche FinTech-Lösungen, insbesondere aus dem Bereich der Vermögensverwaltung, basieren nicht mehr allein auf menschlichen Entscheidungen, sondern teilweise oder gar vollständig auf informationstechnologisch ausgestalteten Programmen und Logiken zur automatisierten Entscheidungsfindung (Algorithmen).¹⁶⁵ Erste Erscheinungsform dieser Entwicklung war der algorithmische Hochfrequenzhandel auf Kapitalmärkten. Paradebeispiel für FinTech 3.0-Geschäftsmodelle unter Nutzung von Algorithmen sind Robo-Advice-Lösungen, in deren Rahmen die Anlageberatung teil- oder vollautomatisiert abläuft. Entsprechende Geschäftsmodelle lassen sich zudem im zunehmend digitalisierten Versicherungsbereich beobachten (Insurance Technology – InsurTech).¹⁶⁶ Der Einsatz von Algorithmen liegt auch Kreditvergleichsplattformen und online-basierten Vermögensverwaltungen zu Grunde. Durch die mit der technologischen Weiterentwicklung verbundenen Verbesserungen im Bereich der künstlichen Intelligenz sowie des maschinellen Lernens wird sich die Entscheidungsfähigkeit der Algorithmen zukünftig permanent verbessern¹⁶⁷ und so zu weiteren Innovationen auf diesem Gebiet führen.

5. *Disruption und Disintermediation*

Entscheidende Voraussetzung für den Eintritt in den Wettbewerb mit Banken stellt allerdings das FinTech in der Literatur zugeschriebene Potential einer Disruption bestehender Marktstrukturen oder gar einer Disintermediation dar.¹⁶⁸ Mit Blick auf die Distributed-Ledger-Technologie und insbesondere das Blockchain-Prinzip wurde beispielsweise eine Technik als disruptiv bezeichnet, wenn sie geeignet ist,

„in den betroffenen Branchen grundlegende Veränderungen oder gar Brüche auszulösen, etwa im Finanzsektor die Substitution von Intermediären oder die Schaffung von neuen, effizienteren Prozessen unter anderem in Zahlungsverkehr und Wertpapierabwicklung.“¹⁶⁹

¹⁶⁵ Vgl. hierzu *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 1 Rn. 6.

¹⁶⁶ OECD, *Technology and innovation in the insurance sector*, 2017, S. 24, abrufbar unter: www.oecd.org/pensions/Technology-and-innovation-in-the-insurance-sector.pdf (letzter Abruf: 18.3.2021); vgl. zur aufsichtsrechtlichen Behandlung von InsurTechs *Armbrüster*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 31.

¹⁶⁷ *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 1 Rn. 6.

¹⁶⁸ Vgl. beispielsweise *Tiberius/Rasche*, in: dies. (Hrsg.), *FinTechs*, 1 (11); *Linardatos* DB 2018, 2033; *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 1 Rn. 4; *Schaffelhuber*, in: *Kunschke/Schaffelhuber* (Hrsg.), *FinTech*, Teil 1, A. Rn. 10f.; *Hartmann* BKR 2017, 321 (322); Deutsche Bundesbank, *Finanzstabilitätsbericht 2016*, S. 76; *Chiu* *Journal of Technology Law & Policy* 2016, 55; *Söbbing* BKR 2016, 360 (361); *Lee/Teo*, *Emergence of FinTech and the LASIC Principles*, S. 2.; vgl. auch *Kunz*, in: *Bräutigam/Rücker* (Hrsg.), *E-Commerce*, 12. Teil, A. Rn. 1.

¹⁶⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht 9/2017*, 35 (36).

Dies lässt sich entsprechend auf Unternehmen anwenden, die Elemente aus der Wertschöpfungskette traditioneller Intermediäre herauslösen und diese dort durch effizientere Prozesse ersetzen; auch hier ließe sich von einer Disruption sprechen. Bei einer solchen Ablösung traditioneller Intermediäre durch andere Rechtsträger können rechtliche Vorgaben gegenüber diesen durchgesetzt werden.

Anders ist es allerdings, wenn die Disruption von Technologien ausgeht, hinter denen keine Rechtsträger stehen. Dann stellt sich die Frage, ob und wie bankaufsichtsrechtliche Vorgaben Anwendung finden können. Bezüglich einer Disintermediation wird in Beiträgen speziell zu FinTech von einem Wandel von einer durch Kreditinstitute intermedierten mittelbaren zu einer komplett unmittelbaren Beziehung zwischen Kapitalsuchenden und Investoren gesprochen.¹⁷⁰ Das Potential für einen solchen Wandel wird beispielsweise crowd-basierten Finanzierungen,¹⁷¹ Social-Trading-Lösungen¹⁷² und der für die Abwicklung von Zahlungsvorgängen und Wertpapiertransaktionen genutzten Blockchain-Technologie¹⁷³ zugeschrieben.

Allerdings sollten weder eine Disruption noch eine Disintermediation vor-schnell zum allgemeinen Merkmal von FinTech erklärt werden. Zu beachten ist dabei zunächst, dass, wie oben festgestellt, auch traditionelle Kreditinstitute an der Entwicklung von FinTech-Lösungen beteiligt sind. Es ist nicht davon aus-zugehen, dass sich diese dadurch selbst obsolet machen wollen. Sie zielen damit vielmehr auf Effizienzgewinne bei der Erbringung der Finanzdienstleistungen ab. Im weiteren Fokus dieser Arbeit stehen damit junge (Start-Up-)Unternehmen sowie TechFins, die – wie für die FinTech 3.0-Phase üblich – keinen origi-nären Bezug zum Finanzmarkt haben und dennoch in Konkurrenz zu traditio-nellen Finanzintermediären treten. Daneben sollten Disruption und Disintermediation nicht auf einer Stufe mit den oben bereits erörterten Merkmalen gestellt werden. Vielmehr sollten diese Merkmale als Ursache verstanden werden, deren Wirkung unter Umständen eine Disruption oder Disintermediation sein kann.

¹⁷⁰ Schaffelhuber, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, Teil 1, A. Rn. 10; vgl. auch Möslein/Omlor, in: dies. (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 1 Rn. 4.

¹⁷¹ Schaffelhuber, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, Teil 1, A. Rn. 10; Möslein/Omlor, in: dies. (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 1 Rn. 4; für das Crowdlending Renner ZBB 2014, 261 (271); für ICOs Klöhn/Parhofer/Resas ZBB 2018, 89 (95); Dell'Erba, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 21 Rn. 15.

¹⁷² Schaffelhuber, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, Teil 1, A. Rn. 10.

¹⁷³ Vgl. Simmchen MMR 2017, 162; Dell'Erba, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 21 Rn. 1, 46.

C. Anbruch der FinTech 4.0-Phase durch *decentralized finance*?

Lediglich der Vollständigkeit halber soll ein kurzer Blick auf die neueste innovative Entwicklung im Finanzwesen geworfen werden, die unter dem Oberbegriff *decentralized finance* (kurz: DeFi) zusammengefasst wird. Hierbei handelt es sich um eine auf der Distributed-Ledger-Technologie – genauer der Ethereum-Blockchain – basierende Weiterentwicklung der Verbindung von Token und *smart contracts*¹⁷⁴, indem Finanzdienstleistungen auf eine Weise programmiert werden, dass sie ihre Prozesse quasi selbst durchführen können.¹⁷⁵ Das hat nicht nur die Auswirkung, dass jedermann die regelmäßig unter einer Open Source-Lizenz stehenden *smart contracts* entwickeln, ändern und nutzen kann, sondern bietet gegenüber traditionellen Finanzdienstleistern den Vorteil, dass aufgrund der rein technischen Umsetzung eine ununterbrochene Verfügbarkeit möglich ist – Folge hiervon kann eine Demokratisierung des Finanzwesens sein.¹⁷⁶ Ferner bedarf es aufgrund des Umstandes, dass sich Finanzdienstleistungen und -produkte technologisch darstellen lassen, keiner Intermediäre mehr, um beispielsweise Darlehen zu vergeben; hiermit verbunden ist die Ersparnis der mit einer Finanzintermediation verbundenen Kosten. Über DeFi lässt sich bereits heute eine Vielzahl von Finanzdienstleistungen und -produkten technisch darstellen. Beispiele sind die Darlehensvergabe, in deren Rahmen Stablecoins eine gewisse Bedeutung zukommt,¹⁷⁷ oder eine weiterentwickelte Version des bereits angesprochenen Social-Tradings.¹⁷⁸ Das DeFi-Segment gewinnt dabei stetig an Bedeutung: Mitte April 2021 lag eine Kapitalisierung von 57,9 Milliarden US-Dollar vor, eine Steigerung von annähernd 7.200 % innerhalb eines Jahres.¹⁷⁹

Durch diese Möglichkeit, dass jedermann Finanzdienstleistungen oder -produkte durch die Programmierung eines *smart contracts* technisch umsetzen kann, stellt sich die Frage, ob damit bereits heute ein Übergang von der FinTech 3.0- in eine FinTech 4.0-Phase einhergeht. Schließlich bedarf es hierfür zumindest in der Theorie noch nicht einmal mehr eines Start-Up- oder Technologie-

¹⁷⁴ *Smart contracts* bezeichnen ein Programm, das manipulationssicher gespeichert ist und bei Eintritt bestimmter Bedingungen vorher festgelegte Maßnahmen garantiert ausführt, wobei ein derartiges Programm nicht zwingend, aber dennoch regelmäßig in eine Blockchain integriert ist, da diese ohne zentrale Stelle auskommt sowie Verträge zeitnah und je nach technischer Struktur kostengünstig vollziehen kann, vgl. *Heckelmann* NJW 2018, 504 (504f.).

¹⁷⁵ *Kaulartz*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 5 Rn. 55. Vgl. zur Funktionsweise detaillierter *Schär* Federal Reserve Bank of St. Louis Review 2021, 153.

¹⁷⁶ *Kaulartz*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 5 Rn. 65. Andere merken wiederum an, was für den einen Demokratisierung sei, sei für den anderen Anarchie, vgl. *Zetzsche/Arner/Buckley* Journal of Financial Regulation, 172 (183).

¹⁷⁷ Vgl. *Kaulartz*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 5 Rn. 61.

¹⁷⁸ *Kaulartz*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 5 Rn. 64.

¹⁷⁹ Daten von <https://defipulse.com> (letzter Abruf: 15.4.2021).

unternehmens, sodass eine vollkommene Dezentralisierung des Finanzwesens in Reichweite erscheint. Tatsächlich stehen aber auch im DeFi-Ökosystem häufig noch Unternehmen hinter den dort aktiven Projekten, die für die Durchführbarkeit und die Funktionsfähigkeit der *smart contracts* von essentieller Bedeutung sind.¹⁸⁰ Eine vollkommene Dezentralisierung ist deshalb bislang noch nicht zu beobachten. Dennoch stellt DeFi ein Phänomen dar, das aus diesem Blickwinkel weiterhin beobachtet werden sollte. Nicht zuletzt gilt dies für das Bankaufsichtsrecht, das in Zukunft wohl nicht ohne Antworten auf dezentrale Strukturen auskommen wird.¹⁸¹ Heute schon vom Aufbruch in eine FinTech 4.0-Phase zu sprechen, wäre allerdings noch verfrüht.

D. Ergebnis

Obwohl die dem Begriff FinTech zugrundeliegende Verbindung des Finanzwesens mit neuartigen Technologien keine gänzlich neue Erscheinung ist, haben technologische, gesellschaftliche sowie rechtspolitische Entwicklungen seit 2008 eine neue Phase dieser Symbiose eingeläutet. Geprägt wird die aktuell andauernde FinTech-Phase insbesondere durch neue Akteure auf dem Finanzmarkt ohne originären Bezug zu Finanzdienstleistungen, insbesondere in Gestalt von Start-Up-Unternehmen und sogenannten TechFins. Daneben ermöglicht gerade die Distributed-Ledger-Technologie, dass beispielsweise Zahlungen gänzlich ohne Unternehmen getätigt und abgewickelt werden können. Bei der Kategorisierung der von diesen angebotenen Lösungen kristallisieren sich dabei zwar keine universellen, dafür aber einige vermehrt auftretende Merkmale heraus. Diese Merkmale sind es letztlich, die Ursache für eine Disruption oder Disintermediation bestehender Strukturen sein können. Käme es tatsächlich zu dieser Wirkung, so treten FinTech-Innovationen in einen Wettbewerb mit den bisher auf dem Finanzmarkt dominierenden Akteuren, insbesondere Banken. Dadurch scheint die Vision eines „Banking Without Banks“ erstmals in den Bereich des Möglichen zu rücken.

¹⁸⁰ So steht hinter dem Aave-Projekt, das Anlegern das Leihen und Verleihen von Geld ermöglichen soll, die Aave SAGL mit Sitz in der Schweiz, vgl. *Kaulartz*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 5 Rn. 67.

¹⁸¹ Vgl. zu ersten Fragen für dieses Rechtsgebiet schon *Kaulartz*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 5 Rn. 67.

§ 2 FinTech-Innovation im Bankaufsichtsrecht

Für die Zukunft wird prognostiziert, dass FinTech-Innovationen mit den bisherigen „Platzhirschen“ des Finanzdienstleistungssektors in eine Art Verdrängungswettbewerb treten werden. Ihnen wird damit letztlich das Potential zugeschrieben, im Sinne des von *Schumpeter* entwickelten Prinzips der schöpferischen Zerstörung für die Finanzmärkte einen Prozess einzuleiten, der „die Wirtschaftsstruktur von innen heraus revolutioniert, [...] die alte Struktur zerstört und [...] eine neue schafft“¹. Ob das Phänomen FinTech dieses Potential jemals realisieren wird, steht zum jetzigen Zeitpunkt freilich noch in den Sternen; die Entwicklung hält derzeit noch an. Jedenfalls gilt es bis dahin aber zweifellos, einen langen Weg mit zahlreichen Unwägbarkeiten zu beschreiten. So kann beispielsweise noch lange nicht abschließend eingeschätzt werden, mit welchen ökonomischen und gesellschaftlichen Risiken FinTech verbunden ist.² Davon abgesehen besteht zwischen der Rechtsordnung und Innovationen (speziell Finanzinnovationen wie FinTech) typischerweise ein Spannungsverhältnis, das deren Potential, in einem derartigen Wettbewerb bestehen zu können, entscheidend beeinflussen könnte.

Der Erforschung des Spannungsverhältnisses zwischen Innovationen und Recht widmet sich im Allgemeinen die rechtswissenschaftliche Innovationsforschung.³ Der Fokus der vorliegenden Arbeit betrifft einen speziellen Teil dieses Forschungsgebiets, namentlich die sich aus einem Aufeinandertreffen der Vorgaben des Bankaufsichtsrechts mit FinTech-Innovationen entstehenden Reibungspunkte. Das Themenfeld FinTech war aus bankaufsichtsrechtlicher Perspektive zwar bereits Gegenstand mehrerer Veröffentlichungen,⁴ der As-

¹ *Schumpeter*, Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, S. 116.; vgl. speziell für Finanzinnovationen *Möslein* ZBB 2013, 1 (3); *Awrey* Harvard Business Law Review 2 (2012), 236 (259).

² So wird beispielsweise die Crowdlending-Praxis mit der wesentlich zur Entstehung der Finanzkrise beitragenden Verbriefungspraxis verglichen, vgl. *Dinger/Grundke/Hartmann* ZBB 2018, 321.

³ Vgl. beispielsweise die Beiträge in dem Sammelband Hoffmann-Riem/Schneider (Hrsg.), Rechtswissenschaftliche Innovationsforschung.

⁴ Vgl. zu FinTech im Bankaufsichtsrecht allgemein *Klein/Nathmann* CF 2020, 342; *Nießner/Schlupp*, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, 33; *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133; *Klebeck/Dobrauz-Saldapenna* RdF 2015, 276; Financial Stability Board, Financial Stability Implications for FinTech, 2017; zu Distributed-Ledger-basierten Zahlungssystemen *Keding* WM 2018, 64; *Münzer* BaFin Journal 1/2014, 26; zu Crowdfunding-Geschäftsmodel-

pekt der Innovationswirkung dieses Rechtsgebiets findet dort allerdings nur geringe Berücksichtigung. Bankaufsichtsrechtliche Vorgaben können für innovative FinTech-Unternehmen und TechFins jedoch massive Implikationen haben, wenn sich daraus praktisch unüberwindbare Hürden für einen (regulierten) Marktzutritt ergeben.⁵ Ein Wettbewerb um die Vorherrschaft im Finanzdienstleistungssektor wäre so schon im Keim erstickt. Eine solche Wirkung bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben gilt es allerdings schon aufgrund der möglichen Konsequenzen zu vermeiden: Entweder wären dadurch potentielle Effizienzgewinne, die FinTech-Innovationen für das Finanzsystem mit sich bringen könnten, von vornherein ausgeschlossen oder für diese bestünden starke Anreize, sich unter Ausnutzung einer Regulierungsarbitrage⁶ in den Schattenbankbereich⁷ zurückzuziehen und so außerhalb des regulierten Bereichs tätig zu werden.⁸ Beide Konstellationen stehen in evidentem Widerspruch zu dem Grundgedanken eines *level playing fields* für alle Wettbewerber,⁹ der häufig auch mit „same business, same risks, same rules“ umschrieben wird.

Um derartige Implikationen des Bankaufsichtsrechts für innovative FinTech-Lösungen beurteilen zu können, beleuchtet das folgende Kapitel zunächst die oben bereits angedeuteten Spannungen, die sich schon allgemein aus dem Zusammentreffen von Rechtsordnung und Finanzinnovationen ergeben (A.). Daraus ergeben sich die Anforderungen, denen rechtliche Vorgaben im Verhältnis zu Innovationen gerecht werden müssen. Ob das Bankaufsichtsrecht diesen Anforderungen entspricht, kann allerdings erst überprüft werden, indem die auf FinTech anwendbaren Vorgaben abschließend bestimmt werden. In diesem Zusammenhang sind zunächst spezielle Regulierungsstrategien zu berücksichtigen, die zahlreiche Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden für FinTech als Reaktion auf diese Spannungen verfolgen. Diese können dazu führen, dass bestimmte gesetzliche Vorgaben gar nicht oder an die Besonderheiten von Fin-

len *Hartmann* BKR 2017, 321; *Aschenbeck-Florange/Drefke* RdF 2015, 284; *Nietsch/Eberle* DB 2014, 1788; *Begner* BaFin Journal 9/2012, 11; zum Robo-Advice *Baumanns* BKR 2016, 366.

⁵ Dies andeutend *Ettl* ZfgK 2016, 737 (738).

⁶ Regulierungsarbitrage kann definiert werden als Wahl weniger strenger rechtlicher Regeln mit Hilfe einer Veränderung der rechtlichen Strukturen der wirtschaftlichen Aktivität, ohne zugleich deren wirtschaftliche Ziele anzupassen, vgl. *Tröger* ZVglRWiss 116 (2017), 287 (288).

⁷ Als Schattenbanken werden Finanzintermediäre bezeichnet, die gewisse Bankfunktionen wahrnehmen, ohne als Geschäftsbanken (Einlagenkreditinstitute) Zugriff auf Zentralbankgeld zu haben oder einer Einlagensicherung zu unterliegen, *Schaffelhuber* GWR 2011, 488. Vgl. zu Funktionen, Risiken und Regulierung von Schattenbanken auch *Rudolph* ZfbF 2012, 846.

⁸ Vgl. *Chiu*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 35 Rn. 10.

⁹ Dies muss gerade nach Ansicht der BaFin unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsgleichheit gewährleistet sein, vgl. BaFin, Jahresbericht 2018, S. 57, abrufbar unter: https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node.html (letzter Abruf: 20.3.2021).

Tech-Innovationen angepasst anwendbar sind. Die Identifizierung und Analyse verschiedener Regulierungsstrategien wird aber zeigen, dass grundsätzlich weder der deutsche Gesetzgeber noch die zuständige Aufsichtsbehörde BaFin bei der Regulierung von FinTech eine dieser Strategien anwendet (B.). Stattdessen gelten die Vorgaben des Bankaufsichtsrechts – entsprechend des Gedankens eines *level playing fields* – so, wie sie insbesondere das Kreditwesengesetz (KWG) oder das Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) vorgeben. Den Schlusspunkt des Kapitels bildet dementsprechend die Analyse dieser Vorgaben unter den oben genannten Gesichtspunkten der Innovationsforschung (C.). Dadurch soll festgestellt werden, ob diese den Anforderungen an den Umgang mit (FinTech-) Innovationen bereits heute entsprechen.

A. Finanzinnovation und Recht

Während die FinTech 3.0-Phase selbst nur die aktuellste Ausprägung der Nutzung neuartiger Technologien zur Erbringung von Finanzdienstleistungen darstellt, sind finanztechnologische Innovationen insgesamt dem Bereich der Finanzinnovationen zuzuordnen.¹⁰ Erscheinungsformen von Finanzinnovationen lassen sich historisch sogar noch früher belegen als FinTech.¹¹ Je nach Darstellung beginnt ihre Geschichte entweder mit dem Einsatz der ersten Tauschmittel um das Jahr 9.000 vor Christus oder der Erfindung der verzinslichen Kreditvergabe durch die Sumerer um das Jahr 3.000 vor Christus.¹² Insgesamt werden in der Literatur in einem Zeitraum von 4.000 Jahren bis heute neunzehn Finanzinnovationen identifiziert, denen jeweils eine besondere Auswirkung zugeschrieben wird.¹³ Der Versuch, Finanzinnovationen ganzheitlich zu definieren, scheitert schon an der aus diesem kurzen historischen Überblick erkennbaren Fülle denkbarer Erscheinungsformen. Neben innovativen Finanzinstrumenten wie *asset backed securities* oder *collateralized debt obligations* wird darunter beispielsweise auch die kapitalgesellschaftliche Haftungsbeschränkung oder eben FinTech 3.0-Geschäftsmodelle wie das Crowdfunding gefasst.¹⁴ Eine Begriffsbestimmung kann daher – ähnlich wie bei FinTech 3.0¹⁵ – nicht an bestimmte Geschäftsfelder oder Finanzdienstleistungen anknüpfen.

¹⁰ Vgl. *Chiu* Journal of Technology Law & Policy 21 (2016), 55 (56); *Ettl* ZfgK 2016, 737.

¹¹ Vgl. dazu oben, § 1 A.

¹² Vgl. *Möslein* ZBB 2013, 1 (3) m. w. N.

¹³ Vgl. *Lerner/Tufano* Annual Review of Financial Economics 3 (2011), 41 (42) unter Hinweis auf die Beiträge in Goetzmann/Rouwenhorst (Hrsg.), *The Origin of Value*, 2005. Vgl. auch die historische Aufzählung beispielhafter Finanzinnovationen bei World Economic Forum, *Rethinking Financial Innovation*, S. 17.

¹⁴ Vgl. *Möslein* ZBB 2013, 1 (4).

¹⁵ Vgl. oben, § 1 B. I.

Dem Begriff der Finanzinnovationen kann sich aber durch die gesonderte Betrachtung seiner beiden Bestandteile genähert werden. Von einer Innovation sind dabei entsprechend moderner Innovationstheorien zunächst nicht bloß Verbesserungen umfasst, sondern Neuerungen jeder Art.¹⁶ Diese Neuerungen müssen weiterhin keine radikale oder gar disruptive Wirkung entfalten, so dass auch inkrementelle Neuerungen als Finanzinnovation in Betracht kommen.¹⁷ Nicht erfasst werden dagegen bloße Ideen beziehungsweise Inventionen, die erst durch ihre Markttauglichkeit zur Innovation werden.¹⁸ Der Begriffsbestandteil „Finanz-“ bedarf dagegen keiner Einschränkung, sondern erfasst alle Innovationen, die Finanzierungsfragen im weitesten Sinn betreffen. Insbesondere eine strikte Abgrenzung von Finanzinnovationen einerseits und (informations-)technologischer Innovation andererseits sollte und kann nicht vorgenommen werden, da sich beide Erscheinungsformen in vielen Fällen geradezu gegenseitig bedingen und eine strikte Trennung so kaum möglich sein wird.¹⁹ Diese Auslegung der einzelnen Begriffsbestandteile fasst im Wesentlichen die folgende Definition von Finanzinnovationen zusammen: „The act of creating and the popularizing of new financial instruments, as well as new financial technologies, institutions and markets.“²⁰

Eine andere Begriffsbestimmung aus dem Bereich der Wirtschaftswissenschaften definiert Finanzinnovationen dagegen „as something new that reduces costs, reduces risks, or provides an improved product/service/instrument that better satisfies financial participants’ demands.“²¹ Diese Definition knüpft an die den Finanzinnovationen zugeschriebenen Funktionen an, die insbesondere in der Reduktion von Unvollkommenheiten des Finanzsystems erkannt werden.²² Eine solche Reduktion kann beispielhaft in der Minderung von Transaktionskosten, Informationsasymmetrien, unvollständigen Kapitalmärkten sowie Steuern und Regulierung erkannt werden.²³ Finanzinnovationen können diese Unvollkommenheiten reduzieren, indem sie im Vergleich zu existierenden Pro-

¹⁶ *Awrey* Harvard Business Law Review 2 (2012), 236 (258f.); *Möslein* ZBB 2013, 1 (4); vgl. für Innovationen allgemein *Eichelberger*, in: Hilty/Jaeger/Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 45 (47f.).

¹⁷ Vgl. *Möslein* ZBB 2013, 1 (4) m. w. N. Dazu passt auch die Beobachtung, dass Innovationen oft schlicht Weiterentwicklungen vorheriger Produkte sind, vgl. *Tufano*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 307 (311).

¹⁸ Vgl. *Möslein* ZBB 2013, 1 (4) m. w. N.

¹⁹ So auch *Möslein* ZBB 2013, 1 (5) m. w. N.

²⁰ *Lerner/Tufano* Annual Review of Financial Economics 3 (2011), 41 (43); World Economic Forum, Rethinking Financial Innovation, S. 16.

²¹ *Frame/White*, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.), The Oxford Handbook of Banking, 271 (272).

²² Vgl. dazu *Merton* Journal of Applied Corporate Finance 4 (1992), 12; *Tufano*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 307 (313f.); *Awrey* Harvard Business Law Review 2 (2012), 236 (260f.); *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, 3 (17); *ders.* ZBB 2013, 1 (7).

²³ Vgl. *Tufano*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of

dukten, Dienstleistungen oder Organisationsstrukturen zu einer verbesserten Risikoverlagerung, Liquiditätstransformation oder Kapitalallokation beitragen.²⁴ In vollkommenen Finanzsystemen können Finanzinnovationen nach diesem Begriffsverständnis – ähnlich Finanzintermediären²⁵ – dagegen nicht zu wohlfahrtssteigernden Wirkungen führen.²⁶

Ansatzpunkt dieser Begriffsbestimmungen sind jeweils die Gründe, die zu einer Nachfrage nach Finanzinnovationen führen. Dem steht eine Betrachtung entgegen, die aus Sicht der Innovatoren nach Beweggründen für das Angebot von Finanzinnovationen, das heißt deren Entwicklung und Markteinführung, fragt.²⁷ Als Innovatoren werden dabei traditionelle Finanzintermediäre wie Banken, Effektenhändler, Investmentfonds oder Versicherungsunternehmen identifiziert, die Finanzinnovationen zwar einerseits auch als Reaktion auf eine entsprechende Nachfrage des Marktes einführen, andererseits aber eigene Anreize verfolgen, wie zum Beispiel die Abmilderung der Auswirkungen gesetzlicher Anforderungen oder die Stärkung der eigenen Marktstellung.²⁸ Nicht zu erklären vermag diese Ansicht jedoch die mit der FinTech 3.0-Phase einhergehende Entwicklung, dass Finanzdienstleistungen verstärkt nicht mehr ausschließlich von traditionellen Finanzintermediären erbracht werden, sondern von Start-Up-Unternehmen oder anderen Unternehmen ohne originären Bezug zum Finanzsektor.²⁹ Deren Anreiz wird regelmäßig nicht in der Umgehung regulatorischer Anforderungen bestehen, denen sie sich erst durch die Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit aussetzen. Auch die Beibehaltung einer Monopolstellung kann ihnen als neuen Marktakteure nicht als Motiv dienen. Von einem möglichen Profit abgesehen, wird ihre Motivation daher regelmäßig darin bestehen, auf marktbasierende Nachfragen zu reagieren, die aus Unvollkommenheiten traditioneller Finanzdienstleistungen resultieren.

Vor diesem begrifflichen und funktionalen Hintergrund hat die wissenschaftliche Literatur verschiedene Kategorisierungen von Finanzinnovationen vorgenommen. Dazu zählt beispielsweise die Unterscheidung, ob aus der Innovation neuartige Produkte, Dienstleistungen oder Organisationsstrukturen

Finance, 307 (314 ff.); *Awrey*, Harvard Business Law Review 2 (2012), 236 (260) m. w. N. Vgl. zu der Unvollkommenheit von Finanzsystemen noch unten, § 3 A. I. 2.

²⁴ Vgl. *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, 3 (19 ff.); *ders.* ZBB 2013, 1 (7 f.).

²⁵ Vgl. dazu noch unten, § 3 A. I. 1.

²⁶ *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, 3 (17 f.); *ders.* ZBB 2013, 1 (7); *Tufano*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 307 (313).

²⁷ *Awrey* Journal of Comparative Economics 41 (2013), 401 (408 ff.); *ders.* Harvard Business Law Review 2 (2012), 236 (262 ff.).

²⁸ *Awrey* Journal of Comparative Economics 41 (2013), 401 (410); *ders.* Harvard Business Law Review 2 (2012), 236 (263).

²⁹ Vgl. oben, § 1 A. III.

hervorgehen.³⁰ Dies steht mit der Definition des Financial Stability Boards im Einklang, nach der durch FinTech „new business models, applications, processes or products“³¹ entstehen. Gerade die Unterscheidung zwischen produkt- und prozessorientierten Innovationen kann für die rechtliche Bewertung der Innovation erheblich sein, da diese Kategorien unterschiedlichen Regelungen unterliegen können.³² Daneben kann auch eine Differenzierung von materiellen und immateriellen Finanzinnovationen aus rechtlicher Perspektive von Bedeutung sein, da unkörperliche Geschäftsmethoden ohne jeden technischen Charakter keinen Schutz durch das Patentrecht erfahren (§ 1 Abs. 3 Nr. 3 PatG, Art. 52 Abs. 2c EPÜ).³³

Die Erforschung von Finanzinnovationen aus juristischer Perspektive steht insbesondere in Deutschland noch am Anfang. In der juristischen Literatur wurden sie bisher vor allem aus Sicht des Bilanz- und Steuerrechts behandelt.³⁴ Erst in den letzten Jahren wurden Finanzinnovationen im deutschen Sprachraum Beiträge aus der Perspektive anderer Rechtsgebiete gewidmet.³⁵ Das Zusammentreffen von Finanzinnovationen und Recht wirft jedoch eine Vielzahl von Problemen auf, die zunächst aus dem Verhältnis von Recht und Innovationen allgemein resultieren. Diese allgemeinen Probleme sollen im Folgenden zunächst aufgezeigt werden, um darauf aufbauend darzulegen, ob und welche weitergehenden Besonderheiten beim rechtlichen Umgang mit Finanzinnovationen zu beachten sind. Im Anschluss daran wird analysiert, wie verschiedene Gesetzgeber das Verhältnis zwischen Finanzinnovationen und Regulierung insbesondere im Hinblick auf die FinTech 3.0-Phase aufzulösen versuchen.

I. Beziehung von Innovation und Rechtsordnung

Das Zusammentreffen einer statischen, durch frühere Erfahrungen geprägten Rechtsordnung und dynamischen, auf die Zukunft gerichteten Innovationen

³⁰ *Frame/White*, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, 271 (272).

³¹ Financial Stability Board, *Monitoring of FinTech*, abrufbar unter: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/fintech/> (letzter Abruf: 20.3.2021).

³² Zum Beispiel einerseits dem WpPG als produktorientierter Regulierung und andererseits dem WpHG als prozessorientierter Regulierung, vgl. *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, 3 (12); *ders.* ZBB 2013, 1 (5).

³³ *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, 3 (12); *ders.* ZBB 2013, 1 (5); vgl. zur Schutzfähigkeit von Finanzinnovationen auch *Awrey* *Harvard Business Law Review* 2 (2012), 236 (262 f.).

³⁴ Vgl. bspw. *Helios/Link* DStR 2008, 386; *Jachmann* DStR 2007, 877; *Eisele/Knobloch* DStR 1993, 577; *Eisele/Knobloch* DStR 1993, 617. Vgl. auch *Möslein* ZBB 2013, 1 (2) m. w. N.

³⁵ Vgl. dazu bspw. die Beiträge in *Möslein* (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, 2014; daneben auch aus der Sicht des Vertragsrechts *Grundmann/Möslein* ZfPW 2015, 435 (447 ff.).

lässt schon auf den ersten Blick keine symbiotische Beziehung vermuten. Stattdessen liegt die Befürchtung nahe, dass sich das Recht durch seinen starren Charakter als Innovationsbremse oder gar prohibitiv auswirkt³⁶ oder aber die Innovation dem Recht enteilt. Beides gilt es jedoch zu vermeiden, da Innovationen einerseits oft – wenn auch nicht immer – mit einer Verbesserung des *status quo* einhergehen, andererseits aber mit Risiken verbunden sind. Es muss also zu den Aufgaben einer Rechtsordnung gehören, gesellschaftlich wünschenswerte Innovationen zu fördern, gleichzeitig aber – soweit der Markt dies nicht selbst leisten kann oder will – unerwünschte Innovationen zu identifizieren und sich gegenüber diesen als Hürde auszuwirken. Mit anderen Worten: Eine innovationsfreundliche Rechtsordnung soll einerseits Innovationen fördern, gleichzeitig die daraus resultierenden Risiken bestenfalls ausschließen, wenigstens aber limitieren. Der Bestimmung dieses schmalen Grats widmet sich die rechtswissenschaftliche Innovationsforschung, die das Verhältnis von Recht und Innovation aus zwei verschiedenen Perspektiven beleuchten kann: Zunächst durch die Bestimmung des Einflusses, den das Recht auf Innovationen nehmen kann, indem sich beispielsweise bestimmte rechtliche Regelungen innovationsfördernd oder -hemmend auswirken.³⁷ Daneben steht die entgegengesetzte Frage nach der Wirkung von Innovationen auf das Recht, das auf Innovationen angemessen reagieren muss.³⁸ Im Wesentlichen unterscheiden sich die Perspektiven somit letztlich darin, ob das Zusammenspiel von Rechtsordnung und Innovationen *de lege lata* oder *de lege ferenda* analysiert wird. Die vorliegende Arbeit wird sich hauptsächlich auf die Analyse des geltenden Rechts konzentrieren und die Wirkung des Bankaufsichtsrechts auf die mit FinTech 3.0-Geschäftsmodellen verbundenen Innovationen analysieren. Eine solche Analyse ist erforderlich, um den oben beschriebenen *sweet spot* zwischen Innovationsförderung und Risikoprävention *de lege ferenda* erreichen zu können.

Wie aber kann Recht Innovationen hemmen oder fördern? Zum einen können rechtliche Vorgaben Innovationen auf bestimmten Gebieten vollständig ausschließen, indem sie beispielsweise Verbotsnormen vorsehen. Für den Bereich der Finanzinnovationen ist in dieser Kategorie beispielsweise die in Art. 42 MiFIR³⁹ und § 15 Abs. 1 WpHG enthaltene Ermächtigung der Aufsichtsbehörden zu nennen, die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf bestimmter Finanzinstrumente sowie Formen von Finanztätigkeiten zu beschränken oder gar vollständig zu untersagen.⁴⁰ Da sich die Kosten der Entwicklung im Falle

³⁶ *Chiu*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 35 Rn. 33.

³⁷ *Eichelberger*, in: Hilty/Jaeger/Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 45 (48).

³⁸ *Eichelberger*, in: Hilty/Jaeger/Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 45 (48).

³⁹ Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

⁴⁰ Vgl. genauer zu den Voraussetzungen eines Produktverbots nach Art. 42 Abs. 1 MiFIR und § 4b Abs. 1 WpHG a. F. *Buck-Heeb* BKR 2017, 89 (92 f.). Vgl. zu kapitalmarktrechtlichen

eines Produktverbots nicht durch den Nutzen einer Markteinführung amortisieren können, verlieren Innovatoren dadurch den Anreiz zur Entwicklung riskanter Finanzinstrumente. Abseits von Verboten können Gesetzgeber ebenfalls Einfluss auf die Innovationsoffenheit der Rechtsordnung ausüben, indem sie an bestimmten Stellschrauben drehen. Dies zeigt *Eichelberger* anschaulich anhand des Haftungsrechts:⁴¹ Ist zum Beispiel eine strenge Gefährdungshaftung vorgesehen, in deren Rahmen Innovatoren auch ohne ein Verschulden sämtliche Kosten vorhergesehener und unvorhergesehener negativer Nebenwirkungen der Innovation treffen, werden diese mit hoher Wahrscheinlichkeit auf die Markteinführung der Innovation und damit letztlich auf die Innovation selbst verzichtet.⁴² Basiert das einschlägige Haftungsrecht dagegen auf dem Verschuldensprinzip, so dass lediglich solche Schäden erfasst werden, die aus einem Verschulden eines Innovators resultieren und damit bei Markteinführung vorhersehbar sein müssen, setzt sich der Innovator vergleichsweise weniger Haftungsrisiken aus. Seine Bereitschaft, der Öffentlichkeit Innovationen zur Verfügung zu stellen, wächst dadurch. Als rechtliches Instrument zur Förderung von Innovationsbereitschaft wird daneben vor allem das Immaterialgüterrecht genannt, namentlich technische Schutzrechte wie das Patent und das Gebrauchsmuster sowie Urheberrechte.⁴³ Durch diese wird sichergestellt, dass ein Innovator zumindest für einen gewissen Zeitraum exklusive die Rechte an der Innovation hat.⁴⁴ Daneben kann aber auch das Vertragsrecht als Infrastruktur für Innovation dienen, indem es einerseits die Informationszuordnung und Risikoallokation bei kooperativen Innovationen ermöglicht, andererseits wesentlich zu deren Verkehrsfähigkeit beiträgt.⁴⁵

Verbotsnormen in diesem Zusammenhang auch *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, 3 (35 f.); ders. ZBB 2013, 1 (13 f.).

⁴¹ Vgl. dazu eingehend *Eichelberger*, in: Hilty/Jaeger/Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 45 (52 ff.).

⁴² Vgl. noch unten konkret zu den potentiellen Auswirkungen der Gefährdungshaftung von Anbietern der Krypto-Dienstleistung der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten aus Art. 67 Abs. 8 MiCA-VO-E, § 5 C. II. 2. a) ff) (4).

⁴³ *Eichelberger*, in: Hilty/Jaeger/Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 45 (49 f.); vgl. auch *Awrey* Harvard Business Law Review 2 (2012), 236 (262 f.). Vgl. zur Beziehung von Finanzinnovationen und Patentrecht eingehender *Klopschinski*, in: *Möslein* (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, 101. Die Relevanz des Patentrechts für die Innovationsbereitschaft wurde beispielsweise in Bezug auf die im Zuge der COVID-19-Pandemie entwickelten Impfstoffe diskutiert.

⁴⁴ Dagegen stellt der US-amerikanische Nobelpreisträger *Joseph E. Stiglitz* dem Immaterialgüterrecht eine innovationsfördernde Wirkung in Abrede, vgl. *Stiglitz* Duke Law Journal 57 (2008), 1693. Vgl. dazu auch *Eichelberger*, in: Hilty/Jaeger/Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 45 (50).

⁴⁵ Vgl. dazu eingehend *Grundmann/Möslein* ZfPW 2015, 435. Vgl. auch *Eichelberger*, in: Hilty/Jaeger/Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 45 (52).

II. Rechtserhebliche Besonderheiten von Finanzinnovationen

Eine über diese allgemeinen Fragen der Innovationsrelevanz des Rechts hinausgehende Auseinandersetzung mit Finanzinnovationen ist aus rechtlicher Sicht nur dann geboten, wenn zwischen diesen und Innovationen aus anderen Lebens- und Rechtsbereichen rechtserhebliche Unterschiede festzustellen sind. In grundsätzlichen Eigenschaften lassen sich zwischen Finanzinnovationen und anderen Produkt- oder Technologieinnovationen zunächst allerdings mit *Lerner* und *Tufano* folgende Gemeinsamkeiten feststellen:⁴⁶ Zunächst ist deren Entwicklung und Verbreitung jeweils mit Kosten verbunden, deren Amortisierung zu einem späteren Zeitpunkt aufgrund der risikobehafteten Natur von Innovationen nicht garantiert ist. Daneben ist der Innovationsprozess oftmals durch den Wettbewerb zwischen etablierten und aufstrebenden Marktteilnehmern geprägt; dies gilt wie dargestellt gerade für die FinTech 3.0-Phase. Schließlich gestaltet sich die Erlangung von Immaterialgüterrechten sowohl für Finanzinnovationen als auch für Innovationen in wachsenden Industriebereichen schwierig.

Von diesen Gemeinsamkeiten abgesehen weisen Finanzinnovationen allerdings Merkmale auf, die sie durchaus von Innovationen aus anderen Bereichen unterscheiden. Zunächst führen die starken Verknüpfungen innerhalb eines Finanzsystems dazu, dass von Finanzinnovationen ausgehende Effekte eine Vielzahl von Externalitäten mit sich bringen können, sowohl innerhalb eines Finanzsystems als auch in der Realwirtschaft. Diese sind in vielen Fällen nicht vorhersehbar, so dass sich die Gemeinwohlverträglichkeit einer Finanzinnovation regelmäßig oft erst eine gewisse Zeit nach Markteinführung bestimmen lässt.⁴⁷ Daneben folgt die Entwicklung von Finanzinnovationen einer besonderen Dynamik, die sich als Innovationsspirale bezeichnen lässt.⁴⁸ Damit wird der Prozess beschrieben, in dessen Rahmen Innovationen als Grundlage für weitere Innovationen genutzt werden, sei es durch die Verbesserung von Erfolgsmodellen oder die Nutzung von schlechten Erfahrungen aus misslungenen Innovationen. Eine solche Innovationsspirale ist zwar ebenso in anderen Bereichen zu beobachten, gleichwohl zeigen vergangene Erfahrungen, dass sie im Bereich der Finanzinnovationen besonders stark ausgeprägt ist.

Aus rechtlicher Perspektive ist daneben in besonderem Maße zu beachten, dass sich die Finanzmarktregulierung durch eine besonders hohe Regulierungsdichte auszeichnet. Dies wirkt auf Finanzinnovationen in zweierlei Hinsicht

⁴⁶ Vgl. dazu *Lerner/Tufano*, Annual Review of Financial Economics 3 (2011), 41 (45).

⁴⁷ Vgl. *Lerner/Tufano* Annual Review of Financial Economics 3 (2011), 41 (45 f.); *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, 3 (15); *Chiu*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 35 Rn. 34 ff. Vgl. bspw. zur Rolle, die *Mortgage Backed Securities* bei der Entstehung der Finanzkrise gespielt haben *Rudolph* ZGR 2010, 1 (8 ff.).

⁴⁸ *Lerner/Tufano* Annual Review of Financial Economics 3 (2011), 41 (47). Der Begriff der Innovationsspirale selbst geht zurück auf *Merton* Journal of Applied Corporate Finance 4 (1992), 12 (18 f.). Vgl. dazu noch unten, § 3 B. II.

ein: Zunächst basieren Finanzinnovationen in vielen Fällen selbst auf rechtlicher, vor allem vertraglicher Gestaltung.⁴⁹ Das Recht wirkt damit nicht nur – wie dies bei Produktinnovationen regelmäßig der Fall sein wird – von außen auf die Innovation ein, sondern wird vielmehr selbst zum „Innovationsobjekt“.⁵⁰ Die hohe Regulierungsdichte führt daneben dazu, dass Innovatoren bei der Entwicklung von Finanzinnovationen Gestaltungsspielräume nutzen müssen, die ihnen das Recht eröffnet. Dabei sind jedoch nicht allein die Vorgaben einzelner Rechtsgebiete zu beachten; vielmehr kommen oftmals gleichzeitig Regelungen des Gesellschafts-, Kapitalmarkt-, Vertrags-, Steuer-, Bilanz-, Insolvenz-, Bankaufsichts-, Patentrechts und zahlreicher weiterer Rechtsgebiete in Betracht.⁵¹ Speziell für Innovationen aus der FinTech 3.0-Phase spielen zusätzlich Regeln zur Digitalisierung, im Speziellen des Datenwirtschaftsrechts, eine entscheidende Rolle für den Erfolg oder Misserfolg einer Innovation.⁵² Entsprechend ist die Forschung zu Finanzinnovationen im Grundsatz nicht teilrechtsgebietspezifisch beschränkbar, sondern erfordert vielmehr eine ganzheitliche Analyse sämtlicher Regulierung, die potentiell auf die Innovation einwirken kann.⁵³ Notwendige Voraussetzung dafür ist jedoch die vorherige Betrachtung einzelner Rechtsgebiete, um im Anschluss im Wege einer Zusammenführung der Ergebnisse eine entsprechende ganzheitliche Beurteilung der Rechtsordnung vornehmen zu können. Aufgrund der bereits oben genannten potentiellen Implikationen für die Durchführbarkeit von FinTech-Lösungen wird im Rahmen dieser Arbeit das Bankaufsichtsrecht gesondert analysiert.

B. Globale FinTech-Regulierungsstrategien

Da aus der FinTech 3.0-Phase hervorgehende Innovationen auf dem Finanzmarkt an Relevanz gewinnen, haben Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden welt-

⁴⁹ *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, 3 (15f.); *ders.* ZBB 2013, 1 (6).

⁵⁰ *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, 3 (16); *ders.* ZBB 2013, 1 (6).

⁵¹ *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, 3 (17); *ders.* ZBB 2013, 1 (6). Beispielsweise fordern 44 % der befragten FinTech-Unternehmen bessere Regeln für die Kapitalbeteiligung von Mitarbeitern, vgl. Bundesverband Deutsche Startups e.V., *FinTech Startup Monitor 2021*, S. 30, abrufbar unter: <https://deutschestartups.org/wp-content/uploads/2021/03/FinTech-Startup-Monitor-2021.pdf> (letzter Abruf: 20.3.2021). Diese Frage betrifft insbesondere das Rechtsgebiet des Gesellschaftsrechts und kann durch die verbesserten Rahmenbedingungen der Akquise von geeigneten Mitarbeitern die Erfolgsaussichten einer Innovation erhöhen.

⁵² *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 1 Rn. 16 ff.

⁵³ Vgl. *Möslein*, in: ders. (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, 3 (17); *ders.* ZBB 2013, 1 (6).

weit dieses Spannungsverhältnis zwischen innovativen Finanzdienstleistungen und bankaufsichts- und kapitalmarktrechtlicher Regulierung erkannt. Sie verfolgen daher für FinTech spezielle Regulierungsstrategien, die einerseits die damit einhergehenden Verbesserungen fördern, andererseits deren Risiken begrenzen sollen. Zu diesen Strategien zählt zunächst die Anpassung bestehender oder die Schaffung neuer, FinTech-spezifischer Regulierung. Eine solche Anpassung ist jedoch nur dann notwendig, wenn die Innovationsförderung unter gleichzeitiger Risikobegrenzung nicht innerhalb des bestehenden Rechtsrahmens ermöglicht wird. In einigen Jurisdiktionen wird eine Anpassung des regulatorischen Umgangs mit FinTech dementsprechend ohne die Reform geltenden Rechts versucht, zum Beispiel durch Instrumente der Einzelfallbewertung oder die Etablierung regulierter Experimentierzonen wie *regulatory sandboxes*. Spezielle Regulierungsstrategien werden allerdings längst nicht flächendeckend verfolgt. Stattdessen lassen sich zahlreiche Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden identifizieren, die für FinTech-Innovationen keine spezielle Regulierungsstrategie verfolgen. Die verschiedenen Herangehensweisen sollen nun zunächst vorgestellt werden, um darauf basierend eine Einordnung der FinTech-Strategie des deutschen Gesetzgebers und der Aufsichtsbehörde BaFin vornehmen zu können.

I. FinTech-spezifische Regulierung durch Gesetzesanpassung

Von der naheliegenden Möglichkeit, bestehende Rechtsregeln an FinTech-Geschäftsmodelle anzupassen oder solche gar ganz neu zu erlassen und so unter anderem die Verwaltungspraxis von Aufsichtsbehörden im Umgang mit FinTech gesetzlich vorzugeben, haben mehrere Gesetzgeber Gebrauch gemacht. Eine Umfrage des Financial Stability Boards aus dem Jahr 2017 ergab, dass von 26 befragten Jurisdiktionen 20 entweder neue Gesetze erlassen oder bestehende Regelungen angepasst haben.⁵⁴ Im Fokus standen dabei meist bestimmte FinTech-Kategorien.⁵⁵ So erlaubt zum Beispiel der US-amerikanische JOBS Act erstmal bestimmte Arten von Crowdfunding-Geschäftsmodellen.⁵⁶ Solche Crowdfunding-Geschäftsmodelle betreffende Regulierung wurde in 13 der 26 befragten Länder entweder bereits angepasst oder es existieren entsprechende Planungen (Stand 2017).⁵⁷ Für den Bereich Crowdfunding hat auch der deutsche

⁵⁴ Vgl. Financial Stability Board, *Financial Stability Implications for FinTech*, 2017, S. 24 f.

⁵⁵ Dies leuchtet angesichts der oben getroffenen Feststellung, dass sich für FinTech-Innovationen keine übergreifenden Merkmale finden lassen, auch ein.

⁵⁶ Vgl. dazu schon oben, § 1 A. III. 3. d).

⁵⁷ Financial Stability Board, *Financial Stability Implications for FinTech*, 2017, S. 24 f.; vgl. auch *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 23 (2017), 31 (54 f.).

Gesetzgeber schon im Jahr 2017 mit dem Kleinanlegerschutzgesetz⁵⁸ bereits spezielle Regelungen für internet-basierte „Schwarmfinanzierungen“ erlassen, die in das Vermögensanlagengesetz eingefügt wurden und insbesondere die Durchführung der durch die Neuregelung erfassten Crowdfunding-Geschäftsmodellen ohne die Notwendigkeit der Veröffentlichung eines Prospekts ermöglichen sollen.⁵⁹

Als besonders aktiv auf dem Gebiet der FinTech-Regulierung zeigt sich seit 2018 der europäische Gesetzgeber. So veröffentlichte die europäische Kommission in diesem Jahr zunächst einen FinTech-Aktionsplan.⁶⁰ Dieser enthält keine Anpassungen geltender Rechtsregeln, sondern stellt schwerpunktmäßig die allgemeine Strategie der Europäischen Union in Bezug auf FinTech-Innovationen vor. Für das hier interessierende Aufsichtsrecht liegt der Fokus hier insbesondere auf der Zulassung, deren Voraussetzungen und praktische Handhabung innerhalb der Union einheitlicher ausgestaltet werden sollen.⁶¹ Daneben wird auch die Schaffung einer europäischen *regulatory sandbox* in Aussicht gestellt.⁶² Konkrete aufsichtsrechtliche Vorschriften werden im FinTech-Aktionsplan allerdings noch keiner Überprüfung unterzogen.⁶³ Es wird jedoch darauf hingewiesen, dass Softwareinvestitionen aufgrund deren Abzug von den aufsichtsrechtlichen Eigenmitteln im Vergleich zur Rechtslage in den USA weniger attraktiv sind.⁶⁴ Jedenfalls lässt der FinTech-Aktionsplan die Bereitschaft der EU-Legislative erkennen, die einschlägigen europäischen Regelungen – auch des Bankaufsichtsrechts – hinsichtlich ihrer Innovationsrelevanz zu überprüfen und gegebenenfalls entsprechend der hieraus gewonnenen Erkenntnisse anzupassen.⁶⁵

Ferner wurde zeitgleich mit dem FinTech-Aktionsplan ein Verordnungsentwurf für den Erlass einer Verordnung über europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen veröffentlicht, mit der beispielsweise ein Europäischer Pass für Crowdfunding-Dienstleister eingeführt werden sollte (im Folgenden ECSP-VO-E).⁶⁶ Nach einer umfassenden inhaltlichen Überarbeitung, in deren

⁵⁸ Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015, BGBl. I S. 1114.

⁵⁹ Vgl. dazu unter anderem *Danwerth* ZBB 2016, 20; *Casper* ZBB 2015, 265; *Klöhn/Hornuf* DB 2015, 47; *Riethmüller* DB 2015, 1451; *Nastold* ZVertriebsR 2014, 366; *Nietsch/Eberle* DB 2014, 2575. Vgl. für die Anwendbarkeit des VermAnlG auf verschiedene Crowdfunding-Geschäftsmodelle *Möslein/Rennig*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 21 Rn. 33 ff.

⁶⁰ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission – FinTech-Aktionsplan: Für einen wettbewerbsfähigeren und innovativeren EU-Finanzsektor, COM(2018) 109 final.

⁶¹ Vgl. dazu *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 1 Rn. 22.

⁶² Europäische Kommission, FinTech-Aktionsplan, S. 11 f.

⁶³ Es wurde allerdings eine Expertengruppe eingesetzt, die bis zum zweiten Quartal des Jahres 2019 überprüfen sollte, ob der Regulierungsrahmen für Finanzdienstleistungen unge-rechtfertigte regulatorische Hemmnisse für Finanzinnovationen enthält.

⁶⁴ Europäische Kommission, FinTech-Aktionsplan, S. 11.

⁶⁵ Europäische Kommission, FinTech-Aktionsplan, S. 11 f.

⁶⁶ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Euro-

Rahmen unter anderem die Regelung gerade zu einem Europäischen Pass abgeschwächt wurde,⁶⁷ ist die Verordnung zum 10.11.2020 als Verordnung 2020/1503 (ECSP-VO) in Kraft getreten. Deren Implikationen insbesondere für Crowdlending-Geschäftsmodelle werden noch unten weiter zu behandeln sein (§ 4).

Europäische Bemühungen beschränken sich allerdings nicht auf das Crowdfunding. So wurde das Recht der Zahlungsdienste mit Erlass der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie (PSD II) im Jahr 2016 von Grund auf reformiert. Anlass dafür waren unter anderem die technologischen Innovationen, die gerade der Massenzahlungsverkehr seit Erlass der Ersten Zahlungsdiensterichtlinie erfahren hat.⁶⁸ Durch die Richtlinie soll neuen Zahlungsmitteln ein Zugang zu einem größeren Markt eröffnet⁶⁹ und ein klarer und harmonisierter Rechtsrahmen für technologiebasierte Zahlungsdienstleister wie Zahlungsauslöse- und Kontoinformationsdienste (sogenannte dritte Zahlungsdienstleister) geschaffen werden.⁷⁰ Die PSD II nimmt im Bereich FinTech-spezifischer Regulierung eine Sonderstellung ein, da sie nicht lediglich einen bestehenden Rechtsrahmen anpasst, sondern vielmehr einen gänzlich neuen Rechtsrahmen unter Berücksichtigung technologischer Innovationen schafft.⁷¹ Im Unterschied zu der ECSP-VO nimmt die PSD II dabei den gesamten Teilbereich des Zahlungsverkehrs in den Blick, nicht nur eine auf diesem Gebiet zu beobachtende Innovationsform.

Am 24.9.2020 legte die Europäische Kommission dann gewissermaßen in Fortschreibung des FinTech-Aktionsplans das Digital Finance Package vor.⁷² Dieses beinhaltet zunächst eine Strategie für ein digitales Finanzwesen,⁷³ in

päische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, COM(2018) 113 final. Vgl. dazu auch *Will/Quarch* WM 2018, 1481; *Möslein/Omlor* BKR 2018, 236 (240f.).

⁶⁷ Vgl. dazu *Rennig* ZBB 2020, 385 (390).

⁶⁸ Erwägungsgrund 3 PSD II; vgl. auch *Omlor* ZIP 2016, 558 (559); *Terlau* ZBB 2016, 122 (124).

⁶⁹ Erwägungsgrund 6 PSD II; vgl. auch *Terlau* ZBB 2016, 122 (124).

⁷⁰ Vgl. Erwägungsgrund 33 PSD II.

⁷¹ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (56). Dieses in der Theorie begrüßenswerte Vorhaben scheint in der Praxis jedoch noch auf gewisse Hürden zu stoßen, wenn die EBA noch im Jahr 2021 anmahnen muss, Banken und Zahlungsdienstleister zu sanktionieren, um diese zur Entfernung noch bestehender Hindernisse für die vollständige Implementierung der PSD II zu bewegen, vgl. EBA, Opinion of the European Banking Authority on supervisory actions to ensure the removal of obstacles to account access under PSD2, EBA/Op/2021/02, 18.2.2021, abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Opinions/2021/963372/Opinion%20on%20supervisory%20actions%20for%20removal%20of%20obstacles%20to%20account%20access%20under%20PSD2.pdf (letzter Abruf: 20.3.2021).

⁷² Europäische Kommission, Digital Finance Package, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en (letzter Abruf: 15.3.2021).

⁷³ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen über eine Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU, COM(2020) 591 final, 24.9.2021, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0591>

dem die Kommission vier Prioritäten für die digitale Transformation des europäischen Finanzsektors identifiziert. Zuerst genannt wird hierbei die Schaffung eines digitalen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen, schwerpunktmäßig unter Ausweitung „Europäischer Pässe“ auf Unternehmen, die digitale Finanzdienstleistungen erbringen.⁷⁴ Dazu sollen bis 2024 die Prinzipien des Europäischen Passes und der Lizenzvergabe aus einer Hand in Kraft treten. Wenn gleich zumindest der Europäische Pass in der ECSP-VO bereits vorgesehen ist (Art. 18 ECSP-VO), wurde das Prinzip der Lizenzvergabe aus einer Hand entgegen des ursprünglichen Verordnungsvorschlags – dort wäre gem. Art. 10 Abs. 8 ECSP-VO-E die ESMA für die Erteilung einer Erlaubnis mit Geltung für das gesamte Gebiet der Union zuständig gewesen – dort letztlich wieder gestrichen. Angesichts des nun bis 2024 formulierten Regulierungsziels wurde hier die Chance verpasst, das Prinzip zumindest für das Crowdfunding schon einzuführen und für weitere FinTech-Innovationen zu testen. Als weitere Prioritäten der Digital Finance Strategy wurden die Anpassung des europäischen Rechtsrahmens zur Erleichterung digitaler Innovationen,⁷⁵ die Förderung datengestützter Innovationen im Finanzwesen durch Schaffung eines gemeinsamen Finanzdatenraums⁷⁶ sowie die Bewältigung der mit dem digitalen Wandel verbundenen Herausforderungen und Risiken⁷⁷ identifiziert.

Neben der Digital Finance Strategy legte die Europäische Kommission weiterhin mehrere konkrete Verordnungsvorschläge vor. Darunter befand sich der Vorschlag für eine Verordnung über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen,⁷⁸ der durch die Festlegung einheitlicher Anforderungen an den Betrieb von auf der Distributed-Ledger-Technologie basierenden Marktinfrastrukturen für Rechtssicherheit und Flexibilität führen soll. Die größte Aufmerksamkeit erfuhr allerdings der Vorschlag einer „Verordnung für Märkte für Kryptowerte“ (MiCA-VO-E), durch die bis dahin nicht durch europäische Rechtsakte (insbesondere die MiFID II) erfasste Kryptowerte eine umfassende Regulierung erfahren sollen. Auch die zu erwartenden Auswirkungen dieses Verordnungsvorschlags auf Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme werden im Laufe dieser Arbeit noch eingehender erörtert (§ 5).

(letzter Abruf: 15.3.2021); vgl. dazu Überblickswise *Wellerdt* EuZW 2021, 52; *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2 Rn. 33 ff.

⁷⁴ Europäische Kommission, *Digital Finance Strategy* (§ 3 Fn. 73), S. 8 f.; *Möslein/Omlor*, in: dies. (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2 Rn. 33 ff.

⁷⁵ Europäische Kommission, *Digital Finance Strategy* (§ 3 Fn. 73), S. 10 ff.

⁷⁶ Europäische Kommission, *Digital Finance Strategy* (§ 3 Fn. 73), S. 14 ff.

⁷⁷ Europäische Kommission, *Digital Finance Strategy* (§ 3 Fn. 73), S. 17 ff.

⁷⁸ Europäische Kommission, *Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen*, COM(2020) 594 final, 24.9.2020, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0594> (letzter Abruf: 15.3.2021).

Unabhängig hiervon waren auf europäischer Ebene weitere Anpassungen der geltenden Rechtslage zu beobachten. Exemplarisch zu nennen ist hier die Ergänzung der geldwäscherechtlichen Vorschriften um virtuelle Währungen und Anbieter von elektronischen Geldbörsen.⁷⁹ Diese nicht unmittelbar bankaufsichtsrechtliche Regelung hat der deutsche Gesetzgeber – anstatt der insoweit hinreichenden Anpassung des GwG – zum Anlass genommen, das KWG um Kryptowerte als Finanzinstrumente und das Kryptoverwahrgeschäft als Finanzdienstleistung zu ergänzen.⁸⁰ Nicht unmittelbar den FinTech-Innovationen zuzurechnen, aber dennoch mit Ausstrahlwirkung in diesen Bereich, ist daneben die viel beachtete Öffnung des deutschen Rechts für elektronische Wertpapiere durch das eWpG. Dieses Vorhaben dient als Beleg dafür, dass das Recht selbst Innovation ermöglichen kann, indem es sich diesen gegenüber öffnet. In diesem Zuge wird unter anderem das KWG um die Kryptowertpapierregisterführung ergänzt, sodass diese Neuerung auch in das Bankaufsichtsrecht ausstrahlt.⁸¹ Dieses Gesetzgebungsprojekt lässt sich in den Bereich der Vorhaben im Zusammenhang mit der Blockchain-Strategie der Bundesregierung aus dem Jahr 2019 einordnen, die darauf abzielt, das deutsche Recht für Blockchain-Innovationen zu öffnen.⁸²

II. FinTech-spezifische Regulierung ohne Gesetzesanpassung

Verschiedene Regulatoren verfolgen dagegen Strategien, in deren Rahmen sie die Besonderheiten von FinTech-Innovationen ohne die Anpassung bestehender gesetzlicher Regelungen zu berücksichtigen versuchen. Dazu gehört zunächst die Möglichkeit einer Einzelfallbewertung verschiedener Unternehmen und Geschäftsmodelle durch die zuständigen Aufsichtsbehörden. Einen systematischeren Ansatz bietet die Einrichtung regulierter Experimentierzonen, wie sie zum Beispiel *regulatory sandboxes* darstellen.

⁷⁹ Art. 1 Nr. 2 lit. d) der Richtlinie (EU) 2018/843 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.2018 zur Änderung der Richtlinie (EU) 2015/849 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung und zur Änderung der Richtlinien 2009/138/EG und 2013/36/EU; vgl. dazu auch *Fromberger/Haffke/Zimmermann* BKR 2019, 377 (379f.).

⁸⁰ Vgl. dazu *Rennig* BKR 2020, 23.

⁸¹ Vgl. dazu noch unten, § 5 C. II. 2. a) bb) (5).

⁸² Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie/Bundesministerium für Finanzen, Blockchain-Strategie der Bundesregierung – Wir stellen die Weichen für die Token-Ökonomie, 18.9.2019, abrufbar unter: https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Digitale-Welt/blockchain-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=22 (letzter Abruf: 15.4.2021).

1. Einzelfallbewertung

Als Instrumente einer Einzelfallbewertung kommen *no-action letters*, beschränkte Lizenzen oder die auf das FinTech maßgeschneiderte Anwendung bestimmter Vorschriften (*special charters*) in Betracht.⁸³ Zuständig hierfür sind jeweils die Aufsichtsbehörden. Durch *no-action letters* wird dem Empfänger mitgeteilt, dass die ausstellende Abteilung einer zuständigen Behörde keine Intention hat, die Einleitung von Durchsetzungsmaßnahmen aufsichtsrechtlicher Vorgaben zu empfehlen.⁸⁴ Für die deutsche Aufsichtspraxis stellt sich eine solche Strategie allerdings problematisch dar, da *no-action letters* deren Empfängern keinen vollumfänglichen Schutz bieten. So steht es beispielsweise nach dem Wortlaut des § 37 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 KWG zwar im Ermessen der BaFin, ob sie gegen unerlaubte Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen einschreitet. Dieses Ermessen muss allerdings zunächst pflichtgemäß ausgeübt werden.⁸⁵ Der Verzicht auf ein Einschreiten gegenüber FinTech-Unternehmen stieße schon dann auf Bedenken, wenn gegen andere Unternehmen in derselben Situation eingeschritten werden würde. Daneben bedürfte der weiteren Klärung, ob die BaFin überhaupt dazu ermächtigt wäre, *no-action letters* – die aus Sicht des Verwaltungsrechts wohl als Zusicherung im Sinne des § 38 Abs. 1 S. 1 VwVfG zu qualifizieren wären – zu erlassen. Letztendlich kann dies hier jedoch ohnehin dahinstehen, da die Staatsanwaltschaft gem. § 152 Abs. 1 StPO das Anklage-monopol für die in § 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG geregelte Strafbarkeit wegen des Betriebens von Bankgeschäften oder der Erbringung von Finanzdienstleistungen ohne Erlaubnis besitzt.⁸⁶ Ein *no-action letter* der BaFin hätte keinen Einfluss auf eine mögliche Strafbarkeit. Insbesondere auf einen Verbotsirrtum gem. § 17 StGB könnte sich der Empfänger nicht berufen, da ein *no-action letter* regelmäßig gerade nicht die Aussage enthalten würde, dass der in Frage stehende Geschäftsbetrieb erlaubnisfrei ist.⁸⁷

⁸³ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (58).

⁸⁴ Vgl. Bureau of Consumer Financial Protection, Policy on No-Action Letters, Federal Register, Vol. 84, No. 1784 vom 13.9.2019, S. 48229, abrufbar unter: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-09-13/pdf/2019-19763.pdf> (letzter Abruf: 15.3.2021); vgl. auch die gesetzliche Definition von No-Action Letters in 17 C.F.R. § 140.99(a)(2): „No-action letter means a written statement issued by the staff of a Division of the Commission [Anm. des Bearbeiters: Security and Exchange Commission] or of the Office of the General Counsel that it will not recommend enforcement action to the Commission for failure to comply with a specific provision of the Act or of a Commission rule, regulation or order if a proposed transaction is completed or a proposed activity is conducted by the Beneficiary.“

⁸⁵ Vgl. *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 37 Rn. 8.

⁸⁶ Vgl. *Lindemann*, in: BFS-KWG, § 54 Rn. 31; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 54 Rn. 1.

⁸⁷ Vgl. zum Verbotsirrtum bei Einholung einer Auskunft bei der Erlaubnisbehörde *BGH* NJW 2012, 3177 = WM 2012, 1333 = NZG 2013, 28, Rz. 23 m. w. N.

Daneben können Aufsichtsbehörden FinTech-Unternehmen beschränkte Lizenzen erteilen. Hierzu ist die BaFin gem. § 32 Abs. 2 S. 2 KWG ermächtigt, indem sie eine Erlaubnis auf bestimmte Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen beschränken kann. Eine derartig beschränkte Erlaubnis soll zu einem entsprechend abgestuften Pflichtenkatalog führen.⁸⁸ Daneben steht es gem. § 31 Abs. 2 KWG im Ermessen der BaFin, Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute von der Einhaltung bestimmter gesetzlichen Verpflichtungen zu befreien. Dabei ist sie allerdings insoweit beschränkt, als dass eine Befreiung ausschließlich die gesetzlich genannten Vorgaben umfassen darf.⁸⁹ In die Richtung einer Einzelfallbewertung gehend hat das *Office of the Comptroller of the Currency* für die USA ebenfalls angekündigt, FinTech-Unternehmen auf Antrag für das Geschäftsmodell maßgeschneiderte Zulassungen zu gewähren.⁹⁰

2. Regulierte Experimentierzonen

Regulierte Experimentierzonen bieten die Möglichkeit, FinTech-Innovationen in einem angepassten regulatorischen Umfeld zu testen. Bekanntestes Beispiel regulierter Experimentierzonen ist die sogenannte *regulatory sandbox*: Diese schaffen ein strukturiertes Umfeld, in dem die zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Vorgaben speziell auf innovative Unternehmen oder Dienstleistungen zugeschnitten sind.⁹¹ Vorreiterrolle nimmt insofern Großbritannien ein, da dort bereits im April 2016 eine solche *sandbox* durch die britische Aufsichtsbehörde *Financial Conduct Authority* (FCA) eingeführt wurde.⁹² Mehr als ein Dutzend Länder sind diesem Beispiel seither gefolgt,⁹³ darunter sechs Mitgliedsstaaten der EU.⁹⁴ Auch die EU erwägt, auf europäischer Ebene einen Erprobungsrah-

⁸⁸ So auch *Felix Hufeld*, Präsident der BaFin, im BaFin-Jahresbericht 2015, 39 (41).

⁸⁹ Institute können nach § 31 Abs. 2 KWG von den Verpflichtungen nach §§ 13 Abs. 1, 2; 15 Abs. 1 S. 1 Nr. 6–11, Abs. 2; 24 Abs. 1 Nr. 1–4; 25; 26; 29 Abs. 2 S. 2; 15 Abs. 1 S. 1 KWG freigestellt werden, wenn dies aus besonderen Gründen angezeigt ist.

⁹⁰ Vgl. OCC, Policy Statement on Financial Technology Companies' Eligibility to Apply for National Bank Charters, 31.7.2018, abrufbar unter: www.occ.gov/publications/publications-by-type/other-publications-reports/pub-other-occ-policy-statement-fintech.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021).

⁹¹ Vgl. Europäische Kommission, FinTech-Aktionsplan, S. 10; vgl. auch *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 23 (2017), 31 (64); *Wendt* *CF* 2019, 366; *Parenti*, *Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs for FinTech*, S. 20; *Nathmann*, *FinTech*, S. 280ff.

⁹² Deren Einführung wurde im November 2015 angekündigt in *FCA, Regulatory sandbox*, November 2015.

⁹³ Vgl. für eine Übersicht über eingeführte, bekannt gegebene und geplante *regulatory sandboxes* *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 23 (2017), 31 (64ff); vgl. für einen internationalen Überblick auch *Wendt* *CF* 2019, 366 (368ff.); für die europäische Union *Parenti*, *Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs for FinTech*, S. 60f.

⁹⁴ *Parenti*, *Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs for FinTech*, S. 21.

men für neue Technologien einzuführen.⁹⁵ Für Systeme, die durch den Anwendungsbereich des Entwurfs einer KI-Verordnung⁹⁶ erfasst werden, sieht der Art. 53 dieses Entwurfs KI-Reallabore ausdrücklich vor.

Im Vergleich zu einer Einzelfallbewertung bieten *regulatory sandboxes* den Vorteil, dass die Bedingungen für das Eintreten und Ausscheiden von Unternehmen von Beginn an klar geregelt sind und so insbesondere für Innovatoren ein Mindestmaß an Rechtssicherheit entsteht.⁹⁷ So prüft die FCA zum Beispiel vor der Aufnahme eines Unternehmens in die *regulatory sandbox* unter anderem, ob dieses einen Bezug zum Finanzsektor aufweist und dort eine echte Innovation zum Nutzen potentieller Kunden erkennbar ist.⁹⁸ Innerhalb der *sandbox* kommen dann zumindest in Großbritannien mit beschränkten Erlaubnissen und *no-action letters* hauptsächlich Instrumente zur Anwendung, die schon im Rahmen der Einzelfallbewertung angewendet werden können.⁹⁹ Welche aufsichts- und kapitalmarktrechtlichen Vorgaben konkret erlassen werden, hängt von der Ausgestaltung der *regulatory sandbox* ab. Während die FCA-Bekanntmachung dazu keine spezifischen Angaben macht, werden in Singapur beispielsweise Ausnahmen von den Vorgaben bezüglich des vorzuhaltenden Eigenkapitals oder der Eignung der Geschäftsleiter gemacht.¹⁰⁰

Als Alternative zu *regulatory sandboxes* werden *virtual sandboxes* und *sandbox umbrellas* genannt. *Virtual sandboxes* bezeichnen eine virtuelle Umgebung, in denen FinTech-Unternehmen ihre Geschäftsmodelle testen könnten, ohne tatsächlich am Markt tätig zu sein.¹⁰¹ Soweit ersichtlich existiert für FinTech-Lösungen bisher keine *virtual sandbox*, in Großbritannien wird allerdings über die Einführung einer solchen nachgedacht.¹⁰² Als *sandbox umbrella*

⁹⁵ Europäische Kommission, FinTech-Aktionsplan, S. 10.

⁹⁶ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung harmonisierter Vorschriften für Künstliche Intelligenz (Gesetz über Künstliche Intelligenz) und zur Änderung bestimmter Rechtsakte der Union, 21.4.2021, COM(2021) 206 final.

⁹⁷ Vgl. zu Vorteilen, aber auch Nachteilen einer *regulatory sandbox* Wendt CF 2019, 366 (370f.); Nathmann, FinTech, S. 286 ff.

⁹⁸ FCA, Regulatory sandbox, § 3.4; vgl. auch Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (69 ff.).

⁹⁹ FCA, Regulatory sandbox, § 3.8 ff.; Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (73); Huertas, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, 103 (107f.).

¹⁰⁰ Vgl. Monetary Authority of Singapore, FinTech Regulatory Sandbox Guidelines, November 2016, S. 10, abrufbar unter: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Smart-Financial-Centre/Sandbox/FinTech-Regulatory-Sandbox-Guidelines.pdf> (letzter Abruf: 20.3.2021). Dort finden sich auch weitere Vorgaben, die Gegenstand einer Erleichterung sein können. Vgl. auch Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (76f.).

¹⁰¹ FCA, Regulatory sandbox, § 4.3.

¹⁰² Vgl. Financial News, UK fintech firms offered ‚virtual sandbox‘, 10.2.2017, abrufbar unter: www.fnlonon.com/articles/fintech-body-looks-to-speed-start-ups-route-to-market-20170210 (letzter Abruf: 17.4.2021).

werden dagegen Non-Profit-Unternehmen bezeichnet, die von der zuständigen Aufsichtsbehörde lizenziert und beaufsichtigt werden und unter deren Schirmherrschaft Innovatoren ihre Geschäftsmodelle betreiben könnten.¹⁰³ Auch ein *sandbox umbrella* wurde soweit ersichtlich bisher nicht eingeführt; die FCA hat die Finanzindustrie allerdings aufgefordert, einen solchen in Großbritannien zu etablieren.¹⁰⁴ Abzuwarten bliebe ohnehin, ob von dieser Form regulierter Experimentierzonen überhaupt neue Marktteilnehmer wie Start-Up-Unternehmen oder TechFins profitieren würden, oder ob nicht vielmehr nur FinTech-Lösungen bereits etablierter Kreditinstitute getestet werden würden. Diese müssten schließlich einen *sandbox umbrella* etablieren.

Für Deutschland ist die Eröffnung regulierter Experimentierzonen bislang nicht geplant. Die BaFin erteilte insbesondere der Einführung einer *regulatory sandbox* zumindest bisher eine Absage und begründet dies damit, dass sie dadurch gegen ihre gesetzlichen Pflichten verstoßen würde.¹⁰⁵ Seitens des Gesetzgebers lassen sich ebenfalls keine Bemühungen erkennen, in Zukunft regulierte Experimentierräume für FinTech-Unternehmen anzubieten. Der Koalitionsvertrag für die 19. Legislaturperiode sieht solche Räume und Reallabore zwar vor, allerdings nur für High Tech-Lösungen und autonome Fahrzeuge.¹⁰⁶ In diesem Kontext erscheint es verwunderlich, dass unter anderem auf den Gleichbehandlungsgrundsatz als wesentliches Hindernis für die Einführung einer nationalen *regulatory sandbox* verwiesen wird; hätten entsprechende Bedenken durchgreifenden Charakter, so müssten sie schließlich für diese anderen Gebieten gleichermaßen gelten. Stattdessen wird für den Finanzbereich auf den FinTech-Aktionsplan der EU-Kommission verwiesen, auf dessen Grundlage im Jahr 2019 ein Bericht über die Grundlagen von *regulatory sandboxes* vorgelegt wurde.¹⁰⁷ Bestrebungen, *virtual Sandboxes* oder *sandbox umbrellas* zu etablieren, lassen sich für den deutschen Markt ebenfalls nicht erkennen. Die BaFin erkennt diese Möglichkeit aber und macht dem Markt das Angebot, an solchen

¹⁰³ FCA, Regulatory sandbox, § 4.7; *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (85).

¹⁰⁴ FCA, Regulatory sandbox, § 4.10.

¹⁰⁵ BaFin, Digitalisierungsstrategie der BaFin, August 2018, S. 6, abrufbar unter: https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/ZieleStrategie/Digitalisierungsstrategie/digitalisierungsstrategie_node.html (letzter Abruf: 20.3.2021). Vgl. dazu auch den ehemaligen Präsidenten der BaFin, *Felix Hufeld*, in BaFin, BaFin-Jahresbericht 2015, 39 (41) sowie jüngst *Oliver Fußwinkel*, BaFin-Referatsleiter „Finanztechnologische Innovationen“ bei *Rennig* ERPL 2018, 951 (953).

¹⁰⁶ Vgl. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD für die 19. Legislaturperiode, S. 35, 80.

¹⁰⁷ Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. Petra Sitte, Birke Bull-Bischoff, Anke Domscheit-Berg, weiterer Abgeordneter und der Fraktion DIE LINKE (BT-Drucks. 19/3634), BT-Drucks. 19/3836, S. 8; vgl. ESMA/EBA/EIOPA, *FinTech: Regulatory Sandboxes and innovation hubs*, 2019, abrufbar unter: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/154a7ccb-06de-4514-a1e3-0d063b5edb46/JC%202018%2074%20Joint%20Report%20on%20Regulatory%20Sandboxes%20and%20Innovation%20Hubs.pdf> (letzter Abruf: 20.3.2021).

innovationsfördernden Orten gelegentlich Präsenz zu zeigen, um FinTech-Unternehmen in regulatorischen Fragen eine erste Orientierung zu ermöglichen.¹⁰⁸

III. Ausblick: RegTech, SupTech und smart regulation

Lediglich am Rande soll überblicksweise erwähnt werden, dass in der juristischen Literatur bereits Vorschläge gemacht werden, wie Rechtsordnungen die Berücksichtigung von FinTech-Innovationen in Zukunft sicherstellen könnten. In diesem Zusammenhang ist die Rede von *RegTech*, *SupTech* oder *smart regulation*.¹⁰⁹ Speziell *RegTech*, das heißt die Anwendung von (Informations-)Technologien auf gesetzlich vorgegebene Überwachungs-, Kontroll- und Berichtspflichten,¹¹⁰ hat das Potential, von Regulierungsbehörden in vielfacher Hinsicht genutzt zu werden. Beispielhaft genannt wird die laufende Kontrolle von Unternehmen durch den Einsatz von *RegTech*, durch die einerseits die durch ein Unternehmen vorzuhaltende Menge an Eigenkapital in Echtzeit angepasst werden könnte, andererseits ein schnelleres Vorgehen bei einem Verstoß gegen rechtliche Vorgaben ermöglicht wird.¹¹¹ *RegTech* hat darüber hinaus sogar das Potential, von Finanzmärkten und -institutionen ausgehende Risiken durch den Einsatz von Big Data-Lösungen und künstlicher Intelligenz annähernd in Echtzeit zu analysieren und kann so dem Regulator die Möglichkeit geben, auf diese frühzeitig zu reagieren.¹¹² Besonders für die Aufsicht über dezentrale Strukturen, die in Zukunft zum Beispiel mit DeFi einhergehen können, wird diskutiert, ob regulatorische Vorgaben technologisch in solche Systeme eingebettet werden können.¹¹³

Daneben wird eine abgestufte, an den jeweiligen Fortschritt eines FinTech-Unternehmens angepasste Regulierung vorgeschlagen, die als *smart regulation* bezeichnet wird und auf drei Prinzipien basiert:¹¹⁴ Zunächst sollte diese aufgrund der grenzüberschreitenden Bedeutung von FinTech auf international bestimmten gemeinsamen Prinzipien basieren, deren Regelungsgegenstand nicht die technologische Innovation an sich, sondern die durch deren Einsatz ermög-

¹⁰⁸ BaFin, BaFin-Jahresbericht 2015, 39 (41).

¹⁰⁹ Vgl. *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (91 ff.); *Arner/Barberis/Buckley* Northwestern Journal of International Law & Business 37 (2017), 371; *Schaffelhuber*, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, S. 263.

¹¹⁰ *Arner/Barberis/Buckley* Northwestern Journal of International Law & Business 37 (2017), 371 (373); *Zetzsche/Arner/Buckley* Journal of Financial Regulation, 172 (202).

¹¹¹ *Arner/Barberis/Buckley* Northwestern Journal of International Law & Business 37 (2017), 371 (382).

¹¹² *Arner/Barberis/Buckley* Northwestern Journal of International Law & Business 37 (2017), 371 (382); vgl. auch *Schaffelhuber*, in: Kunschke/Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech, S. 263.

¹¹³ So *Zetzsche/Arner/Buckley* Journal of Financial Regulation, 172 (202 f.).

¹¹⁴ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (95 ff.).

lichten Finanzdienstleistungen und die daraus resultierenden Risiken sind. Weiterhin sollen Regulierungsbehörden ausdrücklich zur Förderung von Innovationen beziehungsweise von Wettbewerb ermächtigt werden, da der Schlüssel für eine FinTech-Regulierung nach Ansicht der Autoren in einer Regulierung des Wettbewerbs zu sehen ist. Eine an das jeweilige FinTech-Unternehmen angepasste Regulierungsintensität wird schließlich auf vier Stufen erreicht, beginnend mit einer Test- und Pilotphase, gefolgt von einer *regulatory sandbox* über beschränkte Lizenzen hin zu einer voll lizenzierten Tätigkeit. Auf diesen Stufen steigen Komplexität und Kosten der Regulierung jeweils an, durch die vorgeschlagene Abstufung soll eine Überforderung der FinTech-Unternehmen jedoch vermieden werden.

IV. Keine besondere FinTech-Regulierungsstrategie

Obwohl Gesetzgebern und Aufsichtsbehörden wie dargestellt einige Instrumente zur Verfügung stehen, um Regulierung an die Besonderheiten von FinTech-Innovationen anzupassen, lassen sich in vielen Jurisdiktionen keine entsprechenden Bemühungen erkennen. Diese als „Zen-Ansatz“¹¹⁵ bezeichnete Strategie des Nichtstuns kann dabei allerdings ganz entgegengesetzte Ausgestaltungen erfahren. Einerseits kann die Tätigkeit von FinTech-Unternehmen entweder komplett oder bis zu einem gewissen Grad ignoriert werden. So hat beispielsweise China neue FinTech-Unternehmen eine Zeit lang durch Regulierung unbehelligt gewähren lassen, bevor es eine umfassende Regulierungsstrategie entworfen hat.¹¹⁶ In dieser Zeit bestand dementsprechend kein Bedarf für eine besondere Regulierungsstrategie, da sich China insgesamt als *regulatory sandbox* in nationalem Umfang darstellte.¹¹⁷ Das Fehlen einer besonderen Regulierungsstrategie kann allerdings auch schlicht bedeuten, dass die geltenden Vorgaben des Rechts für FinTech-Lösungen ohne Anpassungen anzuwenden sind.¹¹⁸ Einen derartigen Umgang mit FinTech-Unternehmen pflegen derzeit die meisten Jurisdiktionen,¹¹⁹ unter anderem auch Deutschland. Hier betont die

¹¹⁵ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (50).

¹¹⁶ *Zhou/Arner/Buckley* Australian Law Journal 90 (2016), 297; *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (50).

¹¹⁷ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (50). Seit dem von Regulierungsbehörden nahezu unbemerkten Wachstum des Geldmarktfonds der Alibaba Group zum größten Fonds dieser Art wird die FinTech-Regulierung in China allerdings strenger betrieben.

¹¹⁸ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (44); in diese Richtung für Deutschland *Voß* RD 2020, 11.

¹¹⁹ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (44).

BaFin, dass die aufsichtsrechtlichen Regeln für FinTech-Unternehmen nicht aufgeweicht werden (können).¹²⁰ Diese müssen durch die der Exekutive angehörende BaFin – soweit sie nach dem gesetzlichen Tatbestand einschlägig sind – daher ebenso durchgesetzt werden wie bei traditionellen Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsunternehmen. Eine Anpassung der FinTech-Regulierungsstrategie müsste daher vor allem von der Legislative ausgehen; dies war vom deutschen Gesetzgeber lange Zeit jedoch nicht zu erwarten.¹²¹ Inzwischen kam es jedoch – wie gezeigt – zu punktuellen Anpassungen des Rechtsrahmens an FinTech-Innovationen; eine ganzheitliche Strategie kann hierbei allerdings nicht identifiziert werden.

V. *Zwischenergebnis*

Es kann zum jetzigen Zeitpunkt festgestellt werden, dass der deutsche Rechtsrahmen für FinTech-Lösungen keine spezielle Regulierungsstrategie bereithält. Eine Ausnahme stellt hier einerseits das Kleinanlegerschutzgesetz dar, mit dem der Gesetzgeber bestimmte Crowdfunding-Geschäftsmodelle kapitalmarktrechtlich speziell reguliert hat, andererseits die Ergänzung des KWG um Kryptowerte und das Kryptoverwahrgeschäft. Auch die Schaffung des eWpG strahlt mit der Möglichkeit der Begebung elektronischer Wertpapiere in den FinTech-Bereich herein. Ansonsten basiert die FinTech-spezifische Regulierung von Zahlungsdiensten durch die PSD II auf der Initiative der Europäischen Union. Auf europäischer Ebene zu nennen sind weiterhin die in den Mitgliedsstaaten unmittelbar anwendbare ECSP-VO für Crowdfunding-Geschäftsmodelle sowie der Verordnungsentwurf für eine MiCA-VO. Im Übrigen wird die bankaufsichtsrechtliche Regulierung in Deutschland *de lege lata* allerdings unangepasst auf FinTech-Unternehmen angewendet, abgesehen von der Möglichkeit einer Einzelfallbewertung. Einer solchen sind allerdings gesetzliche Grenzen gesteckt. Fraglich ist ohnehin, wie praxistauglich eine Einzelfallbewertung ist, da gerade junge FinTech-Unternehmen gegenüber der BaFin oft nicht das Renommee und die Durchsetzungskraft eines etablierten Kreditinstituts haben dürften.¹²²

¹²⁰ Vgl. BaFin, FinTechs: Junge IT-Unternehmen auf dem Finanzmarkt, 15.1.2016, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa_bj_1601_fintechs.html?nn=7851648 (letzter Abruf: 20.3.2021); BaFin, Fintechs: Adressatengerechte Kommunikation – Umgang der BaFin mit innovativen Unternehmen, 15.9.2016 abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa_bj_1609_fintechs.html?nn=7851648 (letzter Abruf: 20.3.2021); so auch *Vofß* RD 2020, 11.

¹²¹ *Dorfleitner/Hornuf/Schmitt/Weber*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 2 Rn. 7.

¹²² Vgl. *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 23 (2017), 31 (97).

Naturgemäß stellt sich an dieser Stelle nun die Frage, ob in Deutschland ein Bedarf für eine besondere Regulierungsstrategie im Umgang mit FinTech besteht. Dies wäre dann nicht der Fall, wenn das geltende Recht heute schon genug Freiräume ließe, um einerseits die von FinTech ausgehenden Innovationen zu fördern und andererseits die damit verbundenen Risiken effektiv einzugrenzen. Erfüllen die geltenden Vorgaben diese Anforderungen allerdings nicht, kann dies massive Implikationen haben, indem einerseits auf Innovation verzichtet wird oder sich andererseits mit Innovation verbundene Risiken bei deren Nutzern oder in einem gesamtgesellschaftlichen Kontext realisieren. Wie oben dargestellt nimmt in dieser Hinsicht das Bankaufsichtsrecht nämlich eine besondere Stellung ein, da sich dieses gerade für junge FinTech-Unternehmen als Markteintrittshürde und damit letztendlich prohibitiv für Innovationen auswirken könnte.¹²³ Ob das Bankaufsichtsrecht, das in Deutschland gesetzlich vor allem im KWG und ZAG niedergelegt ist, Innovationen neutral gegenübersteht, eine innovationshemmende Wirkung hat oder ob es diese sogar fördert, wird im nächsten Abschnitt analysiert.

C. Innovation als Gegenstand des Bankaufsichtsrechts

Mit den Vorgaben des Bankaufsichtsrechts kommen Anbieter von Finanzdienstleistungen eher früher als später in Kontakt. So müssen sich Innovatoren aus dem FinTech-Bereich frühzeitig Gedanken machen, wie sich diese auf ihre Geschäftsaktivität auswirken könnten; das betrifft insbesondere die Frage, ob die Tätigkeit ohne Weiteres aufgenommen werden kann. Das Bankaufsichtsrecht ist dabei neben dem Kapitalmarktrecht im engeren Sinne (beziehungsweise dem Wertpapierhandelsrecht), dem Börsenaufsichtsrecht und dem Versicherungsaufsichtsrecht ein Untergebiet des Finanz(markt)aufsichtsrechts,¹²⁴ das seinerseits einen Teilbereich des allgemeinen Wirtschaftsaufsichtsrechts darstellt.¹²⁵ Das Bankaufsichtsrecht selbst kann weiterhin in die Aufsicht über das Kreditwesen und die Aufsicht über den Zahlungsverkehr unterteilt werden.¹²⁶ In Deutschland ist das Rechtsgebiet in erheblichem Maße durch europä-

¹²³ Vgl. *Ringe/Ruof*, A Regulatory Sandbox for Robo-Advice, EBI Working Paper Series 26/2018, S. 30; vgl. auch *Tschörtner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 3 Rn. 15 ff.

¹²⁴ *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, § 18 Rn. 17 ff.; *Fischer*, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 208 ff. Auf die unterschiedlichen Begrifflichkeiten weist schon *Heun* hin, der wie *Thiele* von einer Finanzaufsicht spricht, vgl. *Heun* JZ 2012, 235 (236). *Röhl* dagegen betitelt seinen Beitrag zum Regulierungsrecht Finanzmarktaufsicht, vgl. *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, § 18.

¹²⁵ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 63.

¹²⁶ Die Aufsicht über den Zahlungsverkehr wurde durch das Zahlungsdienstleistungsgesetz vom 25.6.2009 aus dem KWG in das neu erlassene ZAG überführt, in dem seit 2011

ische Gesetzgebung geprägt:¹²⁷ So setzt das ZAG sowohl die Zweite Zahlungsdiensterichtlinie als auch die Zweite E-Geld-RL in deutsches Recht um, während das KWG von einer Vielzahl europäischer Richtlinien und Verordnungen geprägt ist. Einige dieser Rechtsakte sehen dabei eine Vollharmonisierung mitgliedstaatlicher Regelungen vor.¹²⁸ Zu beachten ist allerdings, dass nationale Gesetzgeber im Rahmen einer überschießenden Richtlinienumsetzung über deren Vorgaben hinaus gehen dürfen. Von dieser Möglichkeit hat der deutsche Gesetzgeber vereinzelt Gebrauch gemacht.¹²⁹

Ein im Kontext des Bankaufsichtsrechts (noch) relativ außergewöhnliches Regulierungsinstrument stellen dagegen die bereits angesprochene ECSP-VO sowie der MiCA-VO-E dar.¹³⁰ Durch diese Verordnungen werden bestimmte FinTech-Kategorien speziell und wegen Art. 288 UAbs. 2 AEUV für die Mitgliedstaaten verbindlich und unmittelbar reguliert.¹³¹ In diesen Verordnungstexten finden sich unter anderem eigenständige Erlaubnispflichten für bestimmte Tätigkeiten. Soweit überschaubar ergibt sich eine vergleichbare Erlaubnispflicht unmittelbar aus dem europäischen Recht daneben nur für Zentralverwahrer im Sinne der Zentralverwahrerverordnung.¹³² Im Übrigen können sich Erlaubnispflichten für bestimmte Tätigkeiten zwar ebenfalls aus dem europäischen Recht ergeben, jedoch sind diese zumeist in Richtlinien enthalten, die durch die Mitgliedstaaten erst umgesetzt werden müssen (Art. 288 UAbs. 3 AEUV). Begründet wird dieses ungewöhnliche Vorgehen durch die Europäischen Union mit dem Ziel, im europäischen Binnenmarkt einheitliche Regelungen zum Beispiel für eine Zulassung zu schaffen.¹³³ Da die genannten Rechtsakte nicht Fin-

auch das E-Geld- und Netzgeldgeschäft überführt wurde, vgl. *Fischer*, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 94 f.

¹²⁷ Vgl. zu den europarechtlichen Einflüssen auf das Kreditwesengesetz *Fischer*, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 25 ff.; für das ZAG vgl. *Casper/Terlau*, in: dies: (Hrsg.), ZAG, Einleitung, Rn. 1 ff.

¹²⁸ Art. 107 PSD II, Art. 16 Abs. 1 Zweite E-Geld-RL.

¹²⁹ Als Beispiel zu nennen ist die Einführung von Rechnungseinheiten als Finanzinstrument im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG bei der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie im Jahr 1993, die Rechnungseinheiten als Finanzinstrumente nicht vorsah, *Terlau*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 55a Rn. 160; *Auffenberg NVwZ* 2015, 1184 (1185).

¹³⁰ Vgl. dazu *Rennig ZBB* 2020, 385 (386).

¹³¹ Rechtsgrundlage für den Erlass von ECSP-VO und den Vorschlag einer MiCA-VO ist jeweils der Art. 114 AEUV, vgl. MiCA-VO-E, S. 5, 7; ECSP-VO-E, S. 3.

¹³² Art. 16 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.6.2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012. Der deutsche Gesetzgeber hat dies durch die Aufnahme der Tätigkeit von Zentralverwahrern als Bankgeschäft in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KWG umgesetzt, vgl. dazu auch Bundesregierung, Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (1. FinMaNoG), BT-Drucks. 18/7482, S. 69.

¹³³ ECSP-VO-E, S. 7; MiCA-VO-E, S. 7.

Tech-Innovationen im Allgemeinen, sondern nur spezielle Teilbereiche betreffen, wird deren Innovationsrelevanz im Einzelnen allerdings nicht in diesem Kapitel, sondern in den Fallstudien der §§ 5 und 6 herausgearbeitet und analysiert.

Die Anwendung finanzaufsichtsrechtlicher Vorgaben in der Praxis zeigt jedenfalls, dass zwischen den Mitgliedsstaaten trotz gemeinsamer europäischer Rechtsgrundlage Unterschiede bestehen. Beispielsweise hat die BaFin – seit 2002 Allfinanzaufsichtsbehörde, die mit Ausnahme der Börsenaufsicht für sämtliche Untergebiete der Finanz(markt)aufsicht zuständig ist¹³⁴ – Regelungen, die auf den gleichen europäischen Rechtsakten basieren, im Vergleich zur Luxemburger Aufsichtsbehörde CSSF vollkommen anders ausgelegt.¹³⁵ Ob es zu entsprechenden Unterschieden auch in der Anwendung der ECSP-VO oder der MiCA-VO kommen wird, bleibt derzeit noch abzuwarten. Jedenfalls ist bei der Analyse der Relevanz des Bankaufsichtsrechts für Finanzinnovationen für den deutschen Markt neben den gesetzlichen Vorgaben die Verwaltungspraxis der BaFin zu berücksichtigen, die diese selbst regelmäßig in Merkblättern und Rundschreiben darstellt und veröffentlicht.

I. Innovationsförderung als Ziel des Bankaufsichtsrechts

Bei der Untersuchung, welche Relevanz bankaufsichtsrechtliche Vorgaben für Innovationen haben, muss zunächst danach gefragt werden, welchen Stellenwert die Innovationsförderung für eine staatliche Aufsicht über die Finanzwirtschaft hat. Die Feststellung, ob dieser eine entsprechende Zweckbestimmung zugrunde liegt, ist einerseits schon deshalb notwendig, weil ein zweckfreies und insofern willkürliches Handeln staatlicher Organe in grundrechtssensiblen Bereichen unzulässig wäre.¹³⁶ Außerdem könnte ein dahingehender Regelungszweck zur Folge haben, dass bestimmte Regelungen innovationsoffen ausgelegt werden müssen. Vor diesem Hintergrund kann geprüft werden, wie sich einzelne bankaufsichtsrechtliche Instrumente konkret auf die Durchführbarkeit innovativer Geschäftsmodelle auswirken könnten.

¹³⁴ Ausnahmen bestehen bei systemrelevanten CRR-Kreditinstituten, die im Rahmen des einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus unmittelbar durch die Europäische Zentralbank beaufsichtigt werden, vgl. näher dazu *Fischer*, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 126 ff.

¹³⁵ *Zetzsche/Buckley/Barberis/Arner* Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31 (60); vgl. auch *Ringe/Ruof*, A Regulatory Sandbox for Robo-Advice, EBI Working Paper, 28/2016, S. 29.

¹³⁶ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 64 f.; vgl. auch *Fischer*, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 166.

1. Wettbewerbsbezug des Bankaufsichtsrechts und Innovationen

In der zum allgemeinen Wirtschaftsaufsichtsrecht und zum Finanzaufsichtsrecht im Speziellen vorliegenden Literatur wird oft diskutiert, ob in der Aufsicht eine Regulierung der Wirtschaft beziehungsweise der Finanzwirtschaft im Sinne des Regulierungsrechts zu erkennen ist. Maßgebliche Bedeutung hat dabei der zugrundeliegende Regulierungsbegriff. Insoweit wird vertreten, dass zunächst zwischen einer Regulierung im weiteren und einer solchen im engeren Sinne zu unterscheiden ist.¹³⁷ Demnach liegt eine Regulierung im weiteren Sinne schon bei jeder Einflussnahme auf die Wirtschaft überhaupt vor,¹³⁸ mithin immer dann, wenn eine wirtschaftliche Tätigkeit in irgendeiner Form Gegenstand staatlicher Reglementierung wird.¹³⁹ Demgegenüber lässt sich der Begriff der Regulierung im engeren Sinne auf die Privatisierung ursprünglich dem Staat vorgehaltener Dienstleistungen zurückführen (allen voran die Telekommunikation), an denen dennoch weiterhin ein allgemeines Interesse der Öffentlichkeit besteht und ist somit zunächst einmal „Privatisierungsfolgerecht in Bereichen der Daseinsvorsorge“¹⁴⁰. Erste Stufe der Regulierung auf diesen ursprünglich von natürlichen Monopolen geprägten Gebieten muss damit die erstmalige Ermöglichung und Sicherung von Wettbewerb sein.¹⁴¹ Auch dem europäischen Bankaufsichtsrecht ist die Wettbewerbsförderung keine völlige Unbekannte, ist doch die britische Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA) gesetzlich ausdrücklich dazu mandatiert, Wettbewerb auf den Finanzmärkten zu fördern.¹⁴² In der Praxis nutzt die FCA dieses Mandat jedoch hauptsächlich zur Förderung von Innovationen.¹⁴³

Die Innovationsförderung als Regelungszweck des Bankaufsichtsrechts aus einem Wettbewerbsbezug herzuleiten, begegnet jedoch gleich mehreren Bedenken. Zunächst wird dem Finanzaufsichtsrecht ein solcher Wettbewerbsbezug schon deshalb abgesprochen, da Wettbewerb auf dem – schon immer mehrheitlich privaten – Gebiet des Finanz- und Versicherungsrechts nicht erst durch staatliche Regulierungsmaßnahmen hergestellt werden muss.¹⁴⁴ Mit anderen

¹³⁷ Vgl. dazu *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 51 ff.

¹³⁸ *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 51.

¹³⁹ *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 53; vgl. auch *Schäfer*, *Bankenaufsichtsrecht in Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten*, S. 32.

¹⁴⁰ *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 56 m. w. N.

¹⁴¹ BVerwG, BVerwGE 117, 93 (101 f.); BVerwGE 118, 226 (234); *Thiele*, *Finanzaufsicht*, S. 57 m.w.N.; *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *Regulierungsrecht*, § 18 Rn. 35.

¹⁴² Section 1E des Financial Services and Markets Act 2000, geändert durch den Financial Services Act 2012. Vgl. auch *Chiu*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 35 Rn. 1.

¹⁴³ *Chiu*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 35 Rn. 40; vgl. auch die Rede von *Christopher Woolard*, Executive Director of Strategy and Competition der FCA, auf dem Innovate Finance Global Summit am 10.4.2017, abrufbar unter: www.fca.org.uk/news/speeches/innovating-future-next-phase-project-innovate (letzter Abruf: 20.3.2021).

¹⁴⁴ *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *Regulierungsrecht*, § 18 Rn. 39.

Worten: Finanzaufsichtsrecht ist Regulierung im weiteren Sinne, die nicht auf die Ermöglichung und Sicherung von Wettbewerb ausgerichtet ist. Die BaFin weist entsprechend darauf hin, dass die Wirtschaftsförderung nicht zu ihren Aufgaben gehört.¹⁴⁵ Daneben unterscheiden sich die Regulierungsinstrumente für die Förderung von Innovationen und Wettbewerb grundsätzlich voneinander: Während insbesondere Immaterialgüterrechten durch die daraus resultierende (zeitweilige) Konzentration der Erträge einer Innovation in der Hand des Innovators eine innovationsfördernde Wirkung zugeschrieben wird,¹⁴⁶ sollen Instrumente des Wettbewerbsrechts Träger solcher Monopolstellungen gerade verhindern beziehungsweise nachträglich belangen.¹⁴⁷ Die Förderung von innovativen Wettbewerbern durch die Regulierungsbehörde könnte demgegenüber selbst wettbewerbsverzerrend wirken.¹⁴⁸ In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass die FCA, die wie dargestellt ausdrücklich zur Wettbewerbsförderung mandatiert ist, hinsichtlich der Erbringung von Finanzdienstleistungen zuständiger Wettbewerbshüter ist und als solcher die traditionellen Instrumente des Wettbewerbsrechts nutzt.¹⁴⁹ Es liegt damit nicht vollkommen fern, dass sie durch die Innovationsförderung die Grenzen des Mandats zur Wettbewerbsförderung überdehnt. Damit kann der Bankaufsicht als Teil der Finanzaufsicht aus einem Wettbewerbsbezug nicht die Aufgabe der Innovationsförderung entnommen werden.

2. Ausdrückliche Ziele des Bankaufsichtsrechts

Da der Zweck des Bankaufsichtsrechts damit einerseits schon nicht in der Förderung von Wettbewerb zwischen den Marktteilnehmern besteht, und dies andererseits ohnehin nicht mit einer Innovationsförderung gleichzusetzen wäre, muss eine staatliche Aufsicht über die Finanzmärkte andere Ziele verfolgen. Möglicherweise gehört dazu die Förderung von Innovationen innerhalb des beaufsichtigten Finanzsystems. Als Hauptziel des Bankaufsichtsrechts wird allerdings zunächst die Sicherung und Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte identifiziert.¹⁵⁰ Spätestens seit der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 wird diese Wirkung einer staatlichen Aufsicht über die Finanzmärkte

¹⁴⁵ Hufeld, BaFin-Jahresbericht 2015, 39 (41).

¹⁴⁶ Vgl. dazu schon oben, § 3 A. I.

¹⁴⁷ Chiu, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 35 Rn. 40 ff.; in diese Richtung auch Röhl, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, § 18 Rn. 40.

¹⁴⁸ Chiu, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 35 Rn. 41.

¹⁴⁹ Vgl. FCA, Competition law, abrufbar unter: www.fca.org.uk/about/promoting-competition/powers (letzter Abruf: 20.3.2021).

¹⁵⁰ Vgl. statt vieler Pieper, Aufsicht, S. 166; Fischer/Boegl, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 125 Rn. 23; Fischer, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 169; für das Zahlungsdienstaufsichtsrecht Casper/Terlau, in: dies. (Hrsg.), ZAG, Einleitung, Rn. 11. Allgemein für die Finanzaufsicht BVerfG, BVerfGE 124, 235 (247); Thiele, Finanzaufsicht, S. 91 ff.; Gurlit ZHR 2013, 862 (866).

auch durch sämtliche Strömungen innerhalb der Ökonomie anerkannt,¹⁵¹ lediglich über die inhaltliche Ausgestaltung einer solchen Aufsicht besteht weiterhin keine Einigkeit.¹⁵² Teil eines solchen Funktionsschutzes ist dabei die Sicherung der Zahlungsfähigkeit der beaufsichtigten Banken und Finanzdienstleistungsunternehmen.¹⁵³ Daneben wird der Anlegerschutz als Ziel beziehungsweise Grund einer staatlichen Finanzaufsicht angeführt,¹⁵⁴ wobei allerdings zwischen dem Schutz aller Anleger in ihrer Gesamtheit (institutioneller Anlegerschutz) und einzelner Anleger (individueller Anlegerschutz) zu unterscheiden ist. Während ersterer in allen Finanzaufsichtssystemen Berücksichtigung findet,¹⁵⁵ muss hinsichtlich eines individuellen Anlegerschutzes stets eine Analyse des in Frage stehenden Aufsichtssystems vorgenommen werden, wobei für Deutschland zu beachten ist, dass die BaFin ihre Aufgaben in Deutschland gem. § 4 Abs. 4 FinDAG ausschließlich im öffentlichen Interesse wahrnimmt.¹⁵⁶ Daneben gewinnt seit der Finanzkrise der Verbraucherschutz als Ziel des Bankaufsichtsrechts an Bedeutung. In diesem Zusammenhang wurde im Zuge des Kleinanlegerschutzgesetzes der § 4 Abs. 1a FinDAG eingeführt, nach dem die BaFin nunmehr kollektive Verbraucherinteressen wahrnehmen soll.¹⁵⁷ Schließlich ist die Finanzaufsicht allgemein und damit auch die Bankaufsicht Instrument staatlicher Geld- und Wirtschaftspolitik und dient der Geldwäschebekämpfung.¹⁵⁸

Die Förderung von Innovationen im beaufsichtigten Bereich wird dagegen weder gesetzlich noch in der juristischen Literatur als Ziel des Bankaufsichtsrechts aufgeführt. In dieser Hinsicht nehmen wiederum die ESCP-VO sowie der MiCA-VO-E eine Sonderstellung ein. Durch diese Rechtsakte verfolgt die Europäische Union gerade einen „stärker innovationsorientierten Ansatz“¹⁵⁹

¹⁵¹ Zuvor hatten einige Stimmen mit der auf *Eugene Fama* zurückgehenden „Market Efficiency Hypothesis“ (vgl. dazu *Fama* J. Fin. 25 (1970), 383; *ders.* J. Fin. 31 (1976), 143) die Ansicht vertreten, dass Finanzmärkte eine höhere Effektivität erreichen, je weniger staatlicher Regulierung sie ausgesetzt sind, vgl. dazu *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 93 ff.

¹⁵² *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 96.

¹⁵³ Vgl. *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, § 18 Rn. 14.

¹⁵⁴ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 97 m. w. N.

¹⁵⁵ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 99.

¹⁵⁶ Vgl. dazu *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 100 ff.

¹⁵⁷ Vgl. dazu auch *Buck-Heeb* NJW 2015, 2535 (2540); *Möllers/Kastl* NZG 2015, 849 (855). Vgl. zum Verbraucherschutz durch Bankaufsichtsrecht auch *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 103; *Fischer/Boegl*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 125 Rn. 27 ff.; *Fischer*, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 172 ff.; für das Zahlungsdiensteaufsichtsrecht vgl. *Casper/Terlau*, in: dies. (Hrsg.), ZAG, Einleitung, Rn. 12.

¹⁵⁸ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 103 ff.; *Fischer/Boegl*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 125 Rn. 20, 22; *Fischer*, in: BFS-KWG, Einführung, Rn. 169.

¹⁵⁹ ECSP-VO-E, S. 3: „Die Kommission möchte in Bezug auf die Finanztechnologie einen stärker innovationsorientierten Ansatz verfolgen, indem sie ein Regulierungsumfeld fördert, das die Einführung innovativer Finanzdienstleistungen, Produkte und Lösungen in der gesamten EU unter sicheren und finanziell stabilen Rahmenbedingungen für Investoren und Unternehmen gleichermaßen ermöglicht.“ Vgl. auch MiCA-VO-E, S. 3: „[...] Ziel besteht darin, Innovation zu fördern.“

und will unter anderem deshalb für Rechtssicherheit sorgen, um Innovationen auf dem Gebiet der Finanzdienstleistungen zu fördern. Insofern stellt sich für die Zukunft die spannende Frage, wie die national für die Durchsetzung der Verordnungen zuständigen Behörden – insbesondere die BaFin – eine derartige Innovationsförderung im Rahmen ihrer Aufsichtspraxis umsetzen werden.

3. Innovationsförderung als Teil des Funktionsschutzes

Zu überlegen bleibt daher letztlich nur, ob die Innovationsförderung Bestandteil der Sicherung und Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ist. In diesem Zusammenhang ist zunächst die Arbeit *Heckers* zu berücksichtigen, der aus dem Bereich der Finanzaufsicht in der mit dem WpHG gesetzlich geregelten Wertpapierhandelsaufsicht eine sogenannte „marktoptimierende“ Wirtschaftsaufsicht erkennt, die im Rahmen eines Funktionenschutzes gleichzeitig die ökonomische Effizienz des Kapitalmarkts erhöhen soll.¹⁶⁰ Solche Effizienzsteigerungen können durch Finanzinnovationen gerade erreicht werden, da diese die Unvollkommenheiten eines Finanzsystems beseitigen oder verringern können.¹⁶¹ So liegt der Umkehrschluss nahe, dass die Förderung von Innovationen Bestandteil einer im Zuge des Funktionsschutzes verfolgten marktoptimierenden Wirtschaftsaufsicht sein muss. Fraglich ist allerdings, ob dieses Konzept dem Finanzaufsichtsrecht insgesamt oder zumindest dem Bankaufsichtsrecht zugrunde liegt. In Deutschland ist eine derartige Ausrichtung der Aufsicht über das Kreditwesen allerdings nicht zu erkennen: Der Funktions- und Systemchutz richtet sich weniger auf positive Entwicklungen innerhalb eines Finanzsystems wie beispielsweise Effizienz- und Wohlfahrtssteigerungen als auf die Vermeidung negativer Auswirkungen unsachgemäß durchgeführter Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen. Ein Blick auf die generalklauselartig formulierten Absätze 2 und 3 des § 6 KWG zeigt dies deutlich: Danach hat die BaFin Missständen im Kredit- und Finanzdienstleistungswesen entgegenzuwirken und soll Verluste von Vermögenswerten innerhalb des Finanzsystems

¹⁶⁰ *Hecker*, Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht, S. 76f. Charakteristika einer marktoptimierenden Wirtschaftsaufsicht lassen sich laut *Hecker* durch eine Abgrenzung zu den verschiedenen Formen einer marktkorrigierenden Wirtschaftsaufsicht erkennen. Diese können einerseits auf außerökonomischen Beweggründen basieren (zum Beispiel drohende Verstöße gegen Umwelt-, Sozial- oder Verbraucherschutzstandards) und greifen dann in den Markt ein, um die drohende Gefährdung nicht-wirtschaftlicher Werte zu unterbinden. Eine marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht ist außerökonomischen Beweggründen gegenüber dagegen indifferent. Eine ökonomisch begründete marktkorrigierende Wirtschaftsaufsicht bleibt wie die marktoptimierende Aufsicht dagegen in der wirtschaftlichen Sphäre, wendet sich gegenüber dieser, auf einen Marktschutz abzielenden Aufsicht, allerdings bewusst vom Marktprinzip ab. Eine marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht „orientiert die Einwirkung an der Funktionsgesetzlichkeit des Marktes“. Vgl. dazu näher *Hecker*, Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht, S. 33ff.

¹⁶¹ Vgl. oben, § 2 A.

verhindern. Die Förderung von Verbesserungen bei der Durchführung von Bankgeschäften und der Erbringung von Finanzdienstleistungen wird dagegen nicht erwähnt. Die Bankaufsicht ist in diesem Kontext nicht als marktoptimierende, sondern als primär auf ökonomischen Beweggründen basierende marktkorrigierende Aufsicht einzustufen. Eine innovationsfördernde Zielsetzung ist ihr dagegen nicht zu entnehmen.

4. Zwischenergebnis

Insgesamt kann dem deutschen Bankaufsichtsrecht damit nicht entnommen werden, dass dieses zur Förderung von Finanzinnovationen beitragen soll. Gleichzeitig darf gerade der Funktionsschutz aber nicht als strenger Systemschutz in einer Weise interpretiert werden, dass alteingesessene Produkte, Prozesse und Organisationsformen durch Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden vor innovativen Wettbewerbern geschützt werden. Sichergestellt werden müssen lediglich die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und die weiteren Schutzzwecke bankaufsichtsrechtlicher Regulierung, insbesondere der kollektive Anleger- sowie der Verbraucherschutz. Welche Akteure auf einem funktionsfähigen Finanzmarkt tätig sind – dem gegenüber müssen das Bankaufsichtsrecht und die Aufsichtsbehörden neutral gegenüberstehen. Lässt sich diesem schon keine Verpflichtung zur Innovationsförderung entnehmen, muss es somit jedenfalls für Innovation durchlässig ausgestaltet sein, natürlich ohne dabei die Risiken für die identifizierten Schutzgüter ignorieren zu müssen.

II. Bankaufsichtsrecht und Innovationen de lege lata

Dies vorausgeschickt kann nun überprüft werden, ob die geltenden bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben diese Anforderungen einerseits dadurch beachten, dass sie Innovationen zumindest neutral gegenüberstehen, andererseits die hiervon ausgehenden Risiken möglichst wirksam beschränken. Innovative FinTech-Unternehmen kommen mit dem Bankaufsichtsrecht vor allem dann in Berührung, wenn sie Adressat von Aufsichtsinstrumenten werden. Diese Aufsichtsinstrumente basieren allerdings selbst auf gesetzlichen Vorgaben, die in ihrer Gesamtheit den sogenannten Aufsichtsmaßstab bilden. Dessen Inhalt und Umfang muss zunächst konkretisiert werden (1.), bevor die einzelnen sich daraus ergebenden Aufsichtsinstrumente hinsichtlich ihrer Innovationsrelevanz analysiert werden können (2.).

1. Aufsichtsinstrumente als Maßstabskonkretisierung

Aufsichtsinstrumente sind diejenigen Instrumente, derer sich die Aufsichtsbehörden bedienen können, um die Geltung des vom Aufsichtsmaßstab vorgege-

benen Soll-Zustands durchzusetzen und dadurch zu gewährleisten.¹⁶² Daher setzt die Beurteilung der Innovationsrelevanz des Bankaufsichtsrechts zunächst die Bestimmung des geltenden Aufsichtsmaßstabs voraus. Ein solcher Aufsichtsmaßstab konkretisiert die durch die staatliche Aufsicht verfolgten Zwecke und steckt dadurch einerseits den Handlungsspielraum von Aufsichtsbehörden ab und ermöglicht den beaufsichtigten Akteuren andererseits eine entsprechende Verhaltensanpassung.¹⁶³ Darüber hinaus legitimiert der Aufsichtsmaßstab die Aufsichtsinstrumente erst. In Deutschland wird der geltende Aufsichtsmaßstab grundsätzlich durch die Legislative vorgegeben, wobei die nationale Gesetzgebung hierzulande in erheblichem Maße von europäischer Regelsetzung beeinflusst ist. Der deutsche Gesetzgeber hat den Aufsichtsmaßstab des Bankaufsichtsrechts in Kreditwesengesetz (KWG) und Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) festgelegt, ergänzt durch die geldwäscherechtlichen Vorgaben des Geldwäschegesetzes (GwG) und unmittelbar in den Mitgliedsstaaten der EU geltende europäische Verordnungen wie beispielsweise die CRR-Verordnung¹⁶⁴, die Zentralverwahrrverordnung sowie neuerdings die ECSP-VO¹⁶⁵. In Zukunft wird hier aller Voraussicht nach noch die MiCA-VO hinzutreten.

Das deutsche Bankaufsichtsrecht basiert allerdings nicht allein auf Gesetzen, die in einem parlamentarischen Verfahren erlassen wurden. Der genaue Inhalt und Umfang des Aufsichtsmaßstabs ergibt sich erst in einer Zusammenschau mit zahlreichen Rechtsverordnungen.¹⁶⁶ Dazu wird das grundsätzliche Monopol der Legislative aufgeweicht, indem Parlamentsgesetze den Aufsichtsbehörden selbst legislative Befugnisse zuerkennen, in deren Rahmen sie den Aufsichtsmaßstab eigenständig modifizieren können.¹⁶⁷ Diese Praxis ist in anderen Staaten recht verbreitet,¹⁶⁸ und auch das deutsche Bankaufsichtsrecht kennt solche Ermächtigungen. Die BaFin hat beispielsweise basierend auf §§ 11 Abs. 1 S. 2 KWG; 10 Abs. 1 S. 1; 10a Abs. 7 S. 1 KWG die Liquiditätsverordnung (LiqV)

¹⁶² Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 27.

¹⁶³ Vgl. Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 11.

¹⁶⁴ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012.

¹⁶⁵ Gem. Art. 48 Abs. 1 ECSP-VO können durch die ECSP-VO erfasste Schwarmfinanzierungsdienstleister ihre Dienstleistungen noch bis spätestens zum 10.11.2022 gemäß den geltenden nationalen Rechtsvorschriften erbringen.

¹⁶⁶ Gurlit ZHR 177 (2013), 862 (869).

¹⁶⁷ Vgl. Gurlit ZHR 177 (2013), 862 (869ff.). Nach Ansicht Thieles handelt es sich dabei nicht mehr um eine „funktionelle“ Aufsichtstätigkeit, da die Behörde selbst legislativ tätig wird. Die Durchsetzung des modifizierten Aufsichtsmaßstabs ist allerdings wieder „funktionelle“ Aufsicht, vgl. Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 203. Unter funktioneller Aufsichtstätigkeit versteht man in diesem Kontext den Vollzug eines vorgegebenen Aufsichtsmaßstabs durch das Aufsichtssubjekt, das heißt den Staat in Form der Aufsichtsbehörden, vgl. Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 28.

¹⁶⁸ Vgl. etwa zur Rechtslage in Großbritannien und den USA Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 204.

sowie die Solvabilitätsverordnung (SolvV) erlassen.¹⁶⁹ Bei diesen Verordnungen handelt es sich um verbindliche Verordnungen im Sinne des Art. 80 GG, so dass nicht nur die BaFin selbst, sondern auch die Judikative daran gebunden ist.¹⁷⁰ Weiterhin erlässt die BaFin regelmäßig Allgemeinverfügungen im Sinne des § 35 S. 1 VwVfG, die strukturell zwar mit Rechtsverordnungen vergleichbar sind, aber im Gegensatz zu diesen im Rahmen eines bereits vorgegebenen Aufsichtsmaßstabs ergehen.¹⁷¹ Als konkret-generelle Form eines Verwaltungsakts können sie ferner Gegenstand einer gerichtlichen Überprüfung sein.

Von besonderem Interesse ist für FinTech-Unternehmen darüber hinaus, welche rechtliche Bindungswirkung die von der BaFin veröffentlichten Auslegungsentscheidungen, Merkblätter und Rundschreiben entfalten.¹⁷² Zu bestimmten FinTech-Geschäftsmodellen hat diese bereits eine Vielzahl von Merkblättern veröffentlicht, in denen sie ihre Rechtsauffassung bezüglich der Anwendbarkeit bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben für solche Geschäftsmodelle darlegt, insbesondere hinsichtlich etwaiger Erlaubnispflichten.¹⁷³ Eine gesetzliche Grundlage für diese Veröffentlichungspraxis der BaFin findet sich allerdings lediglich für die Versicherungsaufsicht in § 318 Abs. 2 VAG; andere Finanzmarktaufsichtsgesetze kennen keine vergleichbaren Bestimmungen.¹⁷⁴ Nach herrschender Meinung entfalten diese Rundschreiben und Merkblätter im Grundsatz keine unmittelbare, nach außen gerichtete Verbindlichkeit.¹⁷⁵ Es handelt sich dabei mangels Ermächtigungsgrundlage nicht um Rechtsverordnungen im Sinne des Art. 80 GG und mangels Regelungswirkung regelmäßig ebenfalls nicht um Allgemeinverfügungen im Sinne des § 35 S. 1 VwVfG.¹⁷⁶

¹⁶⁹ Gemäß Art. 80 Abs. 1 S. 1 GG können nur Bundesregierung, ein Bundesminister oder die Landesregierungen zum Erlass von Rechtsverordnungen ermächtigt werden. Dementsprechend ist gemäß der genannten KWG-Regelungen grundsätzlich das Bundesministerium für Finanzen zum Erlass dieser Rechtsverordnungen ermächtigt. Diese Ermächtigung kann das Ministerium allerdings gem. §§ 10 Abs. 1 S. 2, 11 Abs. 1 S. 4 KWG auf die BaFin übertragen. Von dieser Möglichkeit hat das Bundesministerium für Finanzen sowohl für die LiqV als auch die SolvV im Einklang mit Art. 80 Abs. 1 S. 4 GG in § 1 Nr. 5 BaFinBefugV Gebrauch gemacht.

¹⁷⁰ Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 205; vgl. auch Haas, in: Grieser/Heemann (Hrsg.), *Bankaufsichtsrecht*, 59 (65).

¹⁷¹ Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 205 f.; vgl. auch Gurlit ZHR 177 (2013), 862 (879).

¹⁷² Gurlit weist darauf hin, dass keine sachlichen Kriterien für die Unterscheidung zwischen Rundschreiben und Merkblättern erkennbar sind, vgl. Gurlit ZHR 177 (2013), 862 (893).

¹⁷³ Vgl. die Übersicht bei BaFin, *Unternehmensgründer & FinTech*, abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/fintech_node.html (letzter Abruf: 22.3.2021).

¹⁷⁴ Vgl. noch zur Rechtslage vor der Reform des VAG unter Verweis auf § 103 Abs. 2 VAG a. F. Gurlit ZHR 177 (2013), 862 (892).

¹⁷⁵ BGH, BGHZ 147, 343 (350); HessVGH, WM 2007, 392 (393); VG Berlin, WM 1996, 1309 (1311); Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 206; Schäfer, in: BFS-KWG, § 6 Rn. 23; Gurlit ZHR 177 (2013), 862 (897) m. w. N.; Bohmert/Szesny BKR 2015, 265 (266); a. A. Pitschas WM 2000, 1121 (1129).

¹⁷⁶ Gurlit ZHR 177 (2013), 862 (894f.). Ausnahmsweise kann in einem Rundschreiben al-

Auch eine Einordnung als normkonkretisierende Verwaltungsvorschrift – durch die Gerichte in gewissen Grenzen gebunden werden – ist regelmäßig mangels einer gesetzlich herleitbaren Letztentscheidungsermächtigung der BaFin abzulehnen.¹⁷⁷ Sie werden stattdessen als atypisch norminterpretierende Verwaltungsvorschriften qualifiziert, die einerseits keine Bindungswirkung für Gerichte entfalten, andererseits aber doch auf eine Außenwirkung bei Dritten gerichtet sind.¹⁷⁸

Der Aufsichtsmaßstab setzt sich somit aus formellen Parlamentsgesetzen und materiell-gesetzlichen Rechtsverordnungen zusammen, die in der Praxis durch die BaFin erlassen werden. Andere Handlungsformen, derer sich die Aufsichtsbehörde bedient, gehören dagegen nicht zu einem Aufsichtsmaßstab im formellen Sinne. Praktisch ist allerdings zunächst davon auszugehen, dass die BaFin ihre Aufsichtstätigkeit im Sinne veröffentlichter Rundschreiben und Merkblätter verfolgen wird, so dass diese bei der Analyse von FinTech-Geschäftsmodellen berücksichtigt werden müssen. Es kann allerdings überprüft werden, ob die dort formulierte Rechtsauffassung der durch den formellen Aufsichtsmaßstab festgelegten Rechtslage entspricht. Vor diesem Hintergrund soll im Folgenden nun die Innovationsrelevanz einzelner bankaufsichtsrechtlicher Instrumente überprüft werden.

2. Innovationsrelevanz einzelner bankaufsichtsrechtlicher Instrumente

Damit die Vorgaben des Aufsichtsmaßstabs überhaupt durchgesetzt werden können, muss dieser selbst Ermächtigungen enthalten, aufgrund derer sich Aufsichtsbehörden zu diesem Zweck bestimmten Aufsichtsinstrumenten bedienen können. Dabei kann der Aufsichtsmaßstab eine Vielzahl von auf dem Gebiet der (allgemeinen) Wirtschaftsaufsicht bekannten Instrumenten vorsehen, die je nach Art der Aufsicht sehr unterschiedlich ausgestaltet sein können.¹⁷⁹ So besteht im Finanz- und damit im Bankaufsichtsrecht „aufgrund der systematischen Komplexität der Materie und der daraus resultierenden Empfindlichkeit im Hinblick auf Vertrauensverluste“ in einem höheren Maße als auf anderen Gebieten der Wirtschaftsaufsicht „ein großes Bedürfnis der Aufsichtsbehörden an Kooperation mit den zu beaufsichtigenden Finanzinstitutionen¹⁸⁰“. Der Aufsichtsmaßstab im Bankaufsichtsrecht muss entsprechend ausgestaltet sein,

ledings ein sogenannter formeller Verwaltungsakt erkannt werden, zum Beispiel wenn es mit einer Rechtsbehelfsbelehrung versehen wird, vgl. dazu OVG Schleswig, NJW 2000, 1059 (1060), *Gurlit* ZHR 177 (2013), 862 (895).

¹⁷⁷ *Gurlit* ZHR 2013, 862 (895 ff.). Vgl. zum Erfordernis einer ausdrücklich geregelten oder durch Auslegung ermittelbaren Letztentscheidungsermächtigung als Voraussetzung für den Erlass normkonkretisierender Verwaltungsvorschriften BVerfG, NVzW 2011, 1062, Rz. 72.

¹⁷⁸ *Poelzig* ZBB 2019, 1 (9); *Hippeli* WM 2018, 253 (256); *Gurlit* ZHR 177 (2013), 862 (897).

¹⁷⁹ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 28. Vgl. für eine Übersicht zu den Instrumenten im Bereich der Wirtschaftsaufsicht *Ziekow*, Öffentliches Wirtschaftsrecht, § 5 Rn. 9 ff.

¹⁸⁰ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 202.

indem er Instrumente bereithält, die den Aufsichtsbehörden zunächst eine Kooperation ermöglicht, ohne direkt auf imperative Durchsetzungsmöglichkeiten zurückgreifen zu müssen. Als solche kommen insbesondere Instrumente in Betracht, die auf eine ordnungsgemäße Organisation des Aufsichtsobjekts abzielen. Dies schließt indes nicht aus, dass der Aufsichtsmaßstab solche imperativen Instrumente wie beispielsweise die Entziehung einer erteilten Erlaubnis vorsieht.¹⁸¹

Eine zielführende Kategorisierung der Aufsichtsinstrumente des Bankaufsichtsrechts wurde soweit ersichtlich bisher nicht vorgenommen. *Thiele*, der den Aufsichtsprozess insgesamt in die Phasen der Beobachtung, der Konformitätsüberprüfung und schließlich der Verhaltenseinwirkung einteilt,¹⁸² versucht zwar eine auf diesen Phasen basierende Einteilung der finanzaufsichtsrechtlichen Aufsichtsinstrumente, weist aber im Ergebnis selbst darauf hin, dass sich diese nicht durchgehend und zweifelsfrei einer dieser Phasen zuordnen lassen.¹⁸³ Eine derartige Kategorisierung ist daher nicht zielführend. Die folgende Analyse der bankaufsichtsrechtlichen Instrumente wird sich deshalb an der Chronologie orientieren, nach der die Adressaten dieser Instrumente regelmäßig mit ihnen in Berührung kommen.¹⁸⁴ Dabei liegt der Schwerpunkt für die Beurteilung der Innovationsrelevanz auf solchen Instrumenten, mit denen Aufsichtsobjekte unabhängig von einem rechtswidrigen Verhalten in Berührung kommen, das heißt der präventive Erlaubnisvorbehalt sowie die aufsichtsrechtlichen Organisationsanforderungen und Meldepflichten. Imperative Durchsetzungsmaßnahmen – beispielsweise das Einschreiten gegen unerlaubte und verbotene Geschäfte gem. § 37 KWG – setzen dagegen ein rechtswidriges Verhalten voraus, so dass deren Anwendung in der individuellen Verantwortung des Adressaten liegt. Er kann im Umkehrschluss durch sein eigenes Verhalten verhindern, Adressat imperativer Durchsetzungsmaßnahmen zu werden.

a) Präventiver Erlaubnisvorbehalt

Mit dem präventiven Verbot der Geschäftstätigkeit ohne Erlaubnis (sogenannter präventiver Erlaubnisvorbehalt) bedient sich das Bankaufsichtsrecht eines klassischen Instruments der Wirtschaftsaufsicht.¹⁸⁵ Solchen Genehmigungs-

¹⁸¹ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 202.

¹⁸² *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 12 ff.

¹⁸³ So enthält beispielsweise das mit dem präventiven Erlaubnisvorbehalt in Verbindung stehende Genehmigungsverfahren Elemente der Beobachtung, indem zunächst relevante Informationen gesammelt werden, der Konformitätsüberprüfung sowie bei Verweigerung der Genehmigung der Verhaltenseinwirkung, vgl. *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 207.

¹⁸⁴ So auch *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 208.

¹⁸⁵ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 208. Beispiele aus dem Bereich der Wirtschaftsaufsicht sind die Genehmigungserfordernisse in den §§ 30 ff. GewO oder § 2 GastG. Außerhalb der Wirtschaftsaufsicht ist die Erforderlichkeit einer Fahrerlaubnis zur Teilnahme am Straßenverkehr ein Beispiel für ein präventives Verbot mit Erlaubnisvorbehalt, vgl. § 2 Abs. 1 S. 1 StVG.

pflichten liegt die Erwartung zugrunde, dass die durch das Verbot erfassten Tätigkeiten potentiell mit Gefahren für den aufsichtsrechtlich verfolgten Schutzzweck verbunden sind.¹⁸⁶ Zu diesem Zweck soll das präventive Verbot verhindern, dass ungeeignete Personen oder unzulänglich ausgestattete Unternehmen im Finanzsystem tätig werden.¹⁸⁷ Stattdessen soll die jeweils zuständige Aufsichtsbehörde im Rahmen des Erlaubnisverfahrens zunächst überprüfen, ob der Antragsteller die diesbezüglichen Voraussetzungen des Aufsichtsmaßstabs erfüllt, um eine Verletzung von vornherein auszuschließen.¹⁸⁸ Erst bei positivem Ergebnis dieser Prüfung wird eine Erlaubnis erteilt, das Verbot mithin aufgehoben. Das deutsche Bankaufsichtsrecht statuiert ein solches Verbot nicht explizit.¹⁸⁹ Es ergibt sich allerdings aus einer Zusammenschau der in § 32 KWG sowie §§ 10, 11 ZAG enthaltenen Erlaubnispflichten sowie der Strafbarkeit von erlaubnispflichtigen Tätigkeiten ohne Erlaubnis (§§ 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG, 63 Abs. 1 Nr. 4, 5 ZAG). Im Rahmen des Finanzaufsichtsrechts im weiteren Sinne unterliegen daneben Versicherungsunternehmen gem. §§ 8 Abs. 1, 331 Abs. 1 Nr. 1 VAG und die Errichtung von Börsen gem. § 4 Abs. 1 BörsG in Verbindung mit §§ 32 Abs. 1 S. 1, 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG¹⁹⁰ ebenfalls einem präventiven Erlaubnisvorbehalt. Das WpHG kennt für Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 2 Abs. 10 WpHG dagegen keine eigenständigen Erlaubnispflichten, da deren Tätigkeit ohnehin regelmäßig von § 32 KWG erfasst wird.¹⁹¹ Die Erlaubnispflichten des Bankaufsichtsrechts sollen im Folgenden aus der Perspektive innovativer FinTech-Unternehmen analysiert werden. Unterschiede werden kann insoweit zwischen dem Entstehen einer Erlaubnispflicht sowie den Anforderungen an eine Erlaubniserteilung.

Lediglich am Rande erwähnt werden soll, welche Konsequenzen das Betreiben von Geschäften ohne die dafür erforderliche Erlaubnis neben der für die strafrechtlich verantwortlichen Personen bei vorsätzlicher oder fahrlässiger Begehung in Betracht kommenden Strafbarkeit haben kann.¹⁹² Zunächst kann die

¹⁸⁶ Vgl. *Pieper*, Aufsicht, S. 428. Hierzu passt die Feststellung, dass es sich bei Aufsichtsrecht um Gefahrenabwehrrecht handelt, vgl. *Lehmann*, in: MüKoBGB, Band 13, Teil 12 (Internationales Finanzmarktrecht) Rn. 191; *Casper/Terlau*, in: dies. (Hrsg.), ZAG, Einleitung, Rn. 9.

¹⁸⁷ Vgl. *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 32 Rn. 2 m. w. N.; *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 2.

¹⁸⁸ *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 208.

¹⁸⁹ Im Gegensatz dazu heißt es in Art. 3 Abs. 1 ECSP-VO: „Schwarmfinanzierungsdienstleistungen werden nur von juristischen Personen erbracht, die in der Union niedergelassen und gem. Art. 12 als Schwarmfinanzierungsdienstleister zugelassen sind.“

¹⁹⁰ Eine ohne Genehmigung errichtete Börse ist multilaterales Handelssystem im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG (*Groß*, Kapitalmarktrecht, § 4 BörsG Rn. 12), so dass sich dessen Betreiber ohne die nach dem KWG erforderliche Erlaubnis nach § 54 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 KWG strafbar macht.

¹⁹¹ *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, § 18 Rn. 50.

¹⁹² Vgl. dazu *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 108f.; *Fischer/Boegl*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 128

BaFin gem. §§ 37 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 KWG, 7 Abs. 1 S. 1 ZAG gegen unerlaubte Geschäfte einschreiten und die Einstellung und Abwicklung der Geschäfte anordnen.¹⁹³ Weiterhin kann das Unternehmen bei vorsätzlicher Begehung nach §§ 30 OWiG, 59 KWG mit einer Geldstrafe bis zu zehn Millionen Euro, bei Fahrlässigkeit mit höchstens fünf Millionen Euro belegt werden. Im Zivilrecht ist inzwischen weitgehend anerkannt, dass zumindest die in § 32 KWG auferlegte Erlaubnispflicht Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB ist.¹⁹⁴ Die Einstufung als Verbotsgesetz im Sinne des § 134 BGB wird dagegen nach allgemeiner Meinung abgelehnt.¹⁹⁵

aa) Entstehen der Erlaubnispflicht

Gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG bedarf einer schriftlichen Erlaubnis der Aufsichtsbehörde, wer im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen erbringen will. § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG ist ähnlich formuliert: Einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin bedarf danach, wer im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Zahlungsdienste erbringen will, ohne bereits Zahlungsdienstleister im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 Nr. 2–5 ZAG zu sein. § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG dagegen ist weniger ausführlich formuliert, da hiernach eine schriftliche Erlaubnis der BaFin schon bedarf, wer im Inland das E-Geld-Geschäft betreiben will, ohne E-Geld-Emittent im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 1 Nr. 2–4 ZAG zu sein. Voraussetzung für das Bestehen einer Erlaubnispflicht ist damit grundsätzlich, dass bestimmte Tätigkeiten im Inland erbracht werden. Die §§ 32 Abs. 1 S. 1 KWG, 10 Abs. 1 S. 1 KWG setzten darüber hinaus einen bestimmten Umfang der Tätigkeit voraus, während § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG dazu keine Aussage trifft. Ob die Tätigkeit einen Inlandsbezug im Sinne der genannten Vorschriften aufweist, ist Frage des Einzelfalls und wird an dieser Stelle daher nicht aus allgemeiner Perspektive behandelt, obwohl ihr aufgrund des supra- und transnationalen Charakters vieler FinTech-Innovationen eine erhebliche Bedeutung zukommt.¹⁹⁶

Rn. 9f.; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 32 Rn. 90ff.; *Walter*, in: Casper/Terla8 (Hrsg.), ZAG, § 10 Rn. 90ff.

¹⁹³ Im FinTech-Kontext ist dies auf Grundlage des § 37 KWG zuletzt geschehen im Zusammenhang mit der Internethandelsplattform mycoinelite.com, vgl. BaFin, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2021/meldung_210203_mycoinelite.html (letzter Abruf: 22.3.2021); vgl. dazu die Anmerkung von *Rennig* RD 2021, 206.

¹⁹⁴ Vgl. mit Belegen aus der ständigen Rechtsprechung statt vieler *Wagner*, in: MüKoBGB, § 823 Rn. 570 m. w. N.

¹⁹⁵ Vgl. *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 109 m. w. N.

¹⁹⁶ Siehe dazu schon § 1 B. II. 3.

(1) Erlaubnisvorbehalt als Ausdruck tätigkeitsbezogener Regulierung

In praktisch allen Staaten bezieht sich der finanzaufsichtsrechtliche Erlaubnisvorbehalt auf wesentliche Tätigkeiten auf den Finanzmärkten,¹⁹⁷ so dass insofern von einem tätigkeitsbezogenen Regulierungsansatz gesprochen wird.¹⁹⁸ Entsprechend verhält es sich auch im deutschen Bankaufsichtsrecht: Dort bedarf es gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG für Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen, gem. § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG für Zahlungsdienste und nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG für das E-Geld-Geschäft einer Erlaubnis. Den konkreten Inhalt dieser Tätigkeiten gibt jeweils der Aufsichtsmaßstab vor: So definiert das KWG in § 1 Abs. 1 S. 2, Abs. 1a S. 2 KWG – jeweils abschließend¹⁹⁹ – Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen. Gleichermaßen werden durch § 1 Abs. 1 S. 2 ZAG Zahlungsdienste sowie durch § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG das E-Geld-Geschäft definiert. Eine Erlaubnispflicht kann nur dann bestehen, wenn sich eine Tätigkeit unter einer dieser Legaldefinitionen subsumieren lässt; KWG und ZAG sind in dieser Hinsicht ähnlich aufgebaut. Auch die zur Regulierung bestimmter FinTech-Erscheinungsformen europäischen Verordnungen und Verordnungsvorschläge definieren auf diese Weise bestimmte Tätigkeiten, die vom sachlichen Anwendungsbereich erfasst sind und unter Umständen zu Erlaubnispflichten führen können.

Für die Bestimmung des Aufsichtsmaßstabs im Hinblick auf die erfassten Tätigkeiten ist zu beachten, dass die BaFin zu nahezu allen Bankgeschäften, Finanzdienstleistungen und insgesamt zum ZAG Merkblätter herausgegeben hat.²⁰⁰ In diesen legt sie unter anderem ihre Rechtsauffassung zum Tatbestand insgesamt und zu einzelnen Tatbestandselementen der jeweils behandelten Tätigkeiten dar. Wie bereits dargelegt werden diese Merkblätter zwar nicht Bestandteil des Aufsichtsmaßstabs,²⁰¹ sollten bei der Subsumtion, ob eine bestimmte Tätigkeit von einer Legaldefinition erfasst wird, in der Praxis aber dennoch hilfsweise herangezogen werden. Für die Innovationsrelevanz eines solchen tätigkeitsbezogenen Regulierungsansatzes kommt es ohnehin darauf an, wie die Legaldefinitionen des KWG und des ZAG auf die jeweils in Frage

¹⁹⁷ Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 208; Pilbeam, *Finance and financial markets*, S. 462.

¹⁹⁸ So Waigel, in: Grieser/Heemann (Hrsg.), *Bankaufsichtsrecht*, 39 (42); vgl. auch Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 208.

¹⁹⁹ Vgl. zum abschließenden Charakter der Aufzählungen für Bankgeschäfte: Entwurf eines Gesetzes über das Kreditwesen vom 25.5.1959, BT-Drucks. 3/1114, S. 27; für Finanzdienstleistungen: Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften vom 6.3.1997, BT-Drucks. 13/7142, S. 65; vgl. auch Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 2, 131; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 9, 79.

²⁰⁰ Vgl. für eine Übersicht der veröffentlichten BaFin-Merkblätter zu Bankgeschäften im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 KWG Binder, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 3 Rn. 19; für Finanzdienstleistungen im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 KWG ebd., Rn. 55.

²⁰¹ Vgl. dazu oben, § 2 C. II. 1.

stehende Tätigkeit angewendet werden. Festzuhalten ist allerdings schon an dieser Stelle, dass sich ein solcher Ansatz jedenfalls soweit ersichtlich nicht daran orientiert, welche Funktionen eines Finanzsystems jeweils wahrgenommen werden. Vielmehr scheint das Gegenteil der Fall zu sein: So ist beispielsweise denkbar, ein Darlehen ohne Transformationsleistungen zu vergeben, zum Beispiel wenn die Valuta aus eigenem Kapital finanziert wird. Von der gesetzlichen Definition des Kreditgeschäfts in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG wäre dieser Fall allerdings regelmäßig ebenso erfasst wie die Darlehensvergabe unter Erbringung von Transformationsleistungen.

Daneben hat die Vollständigkeit des Katalogs der Tätigkeiten, die unter einem präventiven Erlaubnisvorbehalt stehen, massive Implikationen für die Wirksamkeit der Aufsicht. Der Aufsichtsmaßstab erfasst nämlich im Regelfall nur Institute im Sinne von § 1 Abs. 1b KWG, § 1 Abs. 3 ZAG.²⁰² Ob ein Unternehmen Institut in diesem Sinne ist, hängt gerade davon ab, ob ein Erlaubnisvorbehalt besteht, mithin davon, ob die Tätigkeit des Unternehmens durch den Katalog der erlaubnispflichtigen Tätigkeiten umfasst ist. Für eine wirksame und schutzzweckbezogene Aufsicht ist damit von entscheidender Bedeutung, dass der Gesetzgeber den Aufsichtsmaßstab gerade hinsichtlich der erfassten Tätigkeiten stets an aktuelle Entwicklungen anpasst, um einen Wettlauf zwischen Innovation und Regulierung zu verhindern. Gelingt ihm dies nicht, eröffnet sich dadurch einerseits die Gefahr einer Regulierungsarbitrage. Mit dieser Obiegenheit des Gesetzgebers geht jedoch zwangsweise eine gewisse Latenz einher, während der vom Aufsichtsmaßstab nicht erfasste Tätigkeiten unbeaufsichtigt aktiv sein können. Dies ist deshalb unvorteilhaft, weil die von der innovativen Tätigkeit ausgehenden Risiken zunächst uneingeschränkt in den Markt hineinwirken können. Andererseits führt dies auch auf Seiten der Innovatoren zu Rechtsunsicherheiten, da sie die Folgen einer zukünftigen Regulierung nicht abschätzen können. Dadurch steht zu befürchten, dass Innovationen aufgrund einer damit einhergehenden regulatorischen Unsicherheit nur zögerlich vorangetrieben werden. Der tätigkeitsbezogene Ansatz des präventiven Erlaubnisvorbehalts kann sich so gewissermaßen als der Scheideweg bankaufsichtsrechtlicher Regulierung erweisen, wobei ein zu zögerliches Handeln des Gesetzgebers erhebliche negative Folgen nach sich ziehen kann.

(2) Erlaubnispflichtiger Umfang der Tätigkeit

Wird die beabsichtigte Tätigkeit von einer der gesetzlich definierten Varianten erfasst, ist sie grundsätzlich nur dann erlaubnispflichtig, wenn sie in einem bestimmten Umfang erbracht wird. Lediglich § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG kennt keine

²⁰² Institute im Sinne von § 1 Abs. 1b KWG sind Kreditinstitute im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KWG und Finanzdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 1 KWG. Institute im Sinne von § 1 Abs. 3 ZAG sind Zahlungsinstitute im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 ZAG und E-Geld-Institute im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 ZAG.

derartigen Anforderungen, so dass eine Erlaubnispflicht für das Betreiben des E-Geld-Geschäfts unabhängig von dessen Umfang besteht.²⁰³ Die Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG und § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG entsteht dagegen erst, wenn Bankgeschäfte, Finanzdienstleistungen oder Zahlungsdienste gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbracht werden, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

(a) Erforderlichkeit eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs

Ob für die beabsichtigte Tätigkeit des Antragstellers ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb erforderlich ist, bestimmt sich nach der herrschenden Ansicht trotz der unterschiedlichen Formulierungen nach den für § 1 Abs. 2 HGB entwickelten quantitativen Kriterien.²⁰⁴ Entscheidend ist daher, ob die beabsichtigte Tätigkeit nach ihrer Art, Zahl und Umfang nur dann geordnet abgewickelt werden kann, wenn eine nach kaufmännischen Grundsätzen eingerichtete Buch- und Kassenführung, eine geordnete Schriftgutverwaltung, die regelmäßige Erstellung von Bilanzen oder anderer Kennzahlen sowie die Beschäftigung qualifizierten Personals vorhanden sind.²⁰⁵ Zu beachten ist, dass sich die Erlaubnispflicht schon nach dem gesetzlichen Wortlaut ausschließlich nach dem Kriterium der Erforderlichkeit beurteilt: Wird ein kaufmännischer Geschäftsbetrieb eingerichtet, ohne dass dies nach den oben genannten Kriterien erforderlich wäre, so folgt aus diesem Umstand noch nicht die Annahme eines erlaubnispflichtigen Umfangs der Geschäfte. Gleichmaßen folgt aus dem Umstand, dass kein kaufmännischer Geschäftsbetrieb eingerichtet wird, gerade nicht, dass ein solcher nicht erforderlich wäre. Eine Möglichkeit zur Orientierung bieten die von der BaFin für einzelne Tätigkeiten bestimmten und von der Rechtsprechung teilweise gebilligten Bagatellgrenzen, bis zu deren Grenze ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Gewerbebetrieb grundsätzlich nicht erforderlich ist.²⁰⁶ Diese Richtwerte stellen auf die Art der Tätigkeit ab und lassen sich den zu den entsprechenden Tatbeständen veröffentlichten

²⁰³ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-RL vom 27.9.2010, BT-Drucks. 17/3023, S. 44; BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz (ZAG), Punkt 6. b); *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 182; *Diekmann/Wieland ZBB* 2011, 297 (301); *Fett/Bentele WM* 2011, 1352 (1357).

²⁰⁴ Vgl. BVerwG, Urteil v. 25.6.1980 – I C 13.74, GewArch 1980, 70f.; BGH, Urteil v. 11.7.2006 – VI ZR 340/04, ZIP 2006, 1764 (1766); *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 63; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 23; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 7.

²⁰⁵ *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 18 Rn. 63; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 7 m. w. N.

²⁰⁶ Vgl. für eine Übersicht der durch die BaFin festgelegten Bagatellgrenzen für bestimmte Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 25. Teilweise werden diese Bagatellgrenzen allerdings aufgrund des „Einsatzes elektronischer Datenverarbeitung bei der Geschäftsabwicklung und veränderter Geldwertverhältnisse“ für nicht mehr

Merkblättern entnehmen. Wie oben dargestellt werden diese Grenzen allerdings nicht Bestandteil des Aufsichtsmaßstabs, so dass Gerichte an sie insofern nicht gebunden sind.

Wird das Kriterium der Erforderlichkeit eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs in der Praxis dergestalt angewendet, ist ihm eine ausreichende Innovationsoffenheit zu attestieren: Dadurch entsteht innovativen Unternehmen die Möglichkeit, ihre Geschäftsmodelle auf dem Finanzmarkt zu testen, ohne einer Erlaubnispflicht ausgesetzt zu sein. Dazu muss der Umfang der von ihnen getätigten Geschäfte unter dem oben dargestellten Maßstab bleiben. Dies erlaubt den Unternehmen sogar, zu Testzwecken einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb zu führen. Soweit dieser zur Abwicklung der Geschäfte nicht erforderlich ist, führt dies dennoch nicht zu einer Erlaubnispflicht. Man könnte in diesem Zusammenhang sogar von einer nicht ausdrücklich geregelten und nicht intendierten gesetzlichen *regulatory sandbox* sprechen. Im Unterschied zu bewusst eingerichteten Sandkästen fällt die Geschäftstätigkeit innovativer Unternehmen in diesem Falle jedoch überhaupt nicht in den Aufsichtsbereich der Aufsichtsbehörden, sodass der bankaufsichtsrechtliche Aufsichtsmaßstab auch nicht an die jeweilige Tätigkeit angepasst zur Anwendung kommt. Erst wenn der Umfang der Geschäfte nach den dargestellten Kriterien einen kaufmännisch eingerichteten Geschäftsbetrieb erforderlich macht, entsteht die Erlaubnispflicht – dann aber sofort im vollen Umfang und ohne Anpassung der im Aufsichtsmaßstab enthaltenen Vorgaben.

(b) Gewerbsmäßiges Betreiben

Das Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs hat allerdings seit der Einführung des Merkmals der Gewerbsmäßigkeit durch die 6. KWG-Novelle erheblich an Bedeutung eingebüßt.²⁰⁷ Für eine gewerbsmäßige Tätigkeit reicht es demnach aus, wenn die Tätigkeit auf gewisse Dauer angelegt ist und der Betreiber mit Gewinnerzielungsabsicht handelt.²⁰⁸ Erfasst werden sollten durch die Alternative ausdrücklich auch solche Fälle, die nicht bereits die Alternative des in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs erfüllen.²⁰⁹ Mit dem Merkmal der Gewerbsmäßigkeit verbun-

sachgerecht gehalten, vgl. *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 32 Rn. 8; in diese Richtung gehend auch *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 63.

²⁰⁷ *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 18 Rn. 63; *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 32 Rn. 8; *Renner* ZBB 2014, 261 (266); vgl. zur Gesetzgebungsgeschichte *Schwennicke* WM 2010, 542 (543 ff.).

²⁰⁸ BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Nr. 2.; BGH, ZIP 2006, 1761 = WM 2006, 1898 (1901); VGH Kassel, WM 2009, 1889 (1892); *Mielk* WM 1997, 2200 (2201 f.); *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 22.

²⁰⁹ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften v. 6.3.1997, BT-Drucks. 13/7142, S. 62; VGH Hessen, Beschl. v. 22.12.2007 – 6 TG 1743/07, NJW-RR 2008, 1011 (1014); OLG Celle,

den ist somit eine massive Erweiterung des Anwendungsbereichs des präventiven Erlaubnisvorbehalts. Um dem entgegenzuwirken, wird in der Literatur teilweise gefordert, dass im Wege einer teleologischen Reduktion allein solche Fälle erfasst werden, die „unternehmerische Qualität“ beziehungsweise „bankmäßigen Charakter“ und dadurch eine Schutzzweckrelevanz aufweisen.²¹⁰ Solchen Überlegungen springt letztlich auch die Berücksichtigung der durch das Bankaufsichtsrecht verfolgten Schutzzwecke bei: Nicht jede Tätigkeit, die auf einen nur geringen Gewinn abzielt, gefährdet zugleich die Stabilität der Finanzmärkte oder die Anleger als Kollektiv. Hinweise darauf, dass die BaFin derartige Überlegungen bei Ausübung der Aufsicht einfließen ließe und im Einzelfall eine derartige teleologische Reduktion vornähme, finden sich allerdings nicht.

Ohne eine derartige teleologische Reduktion des Merkmals der Gewerbsmäßigkeit stellt dieses für junge Unternehmen mit innovativen Geschäftsmodellen eine massive Markteintrittshürde dar. Eine erlaubnisfreie Testphase ist diesen unter Zugrundelegung einer solch extensiven Lesart des Merkmals nur dann möglich, wenn sie ihre Tätigkeit ohne Gewinnerzielungsabsicht betreiben. Gerade in dieser frühen Phase wird es Start-Up-Unternehmen allerdings kaum möglich sein, ihre Geschäftsaktivität über einen längeren Zeitraum aufrecht erhalten zu können, ohne hierbei Einnahmen zu generieren. Faktisch stehen sie damit vor der Wahl, entweder eine Erlaubnis zu beantragen, auf die praktische Umsetzung der innovativen Geschäftsidee ganz zu verzichten oder trotz fehlender Erlaubnis – mit den dargestellten Konsequenzen²¹¹ – am Finanzmarkt tätig zu werden. Damit erinnert die Konstellation entfernt an die aus dem Zivilrecht bekannte Kollision einer Globalzession mit einem verlängerten Eigentumsvorbehalt, in deren Rahmen der Sicherungsgeber durch die rechtliche Gestaltung der Sicherungsabrede mehr oder weniger gezwungen ist, seine Geschäftstätigkeit aufzugeben oder zum Vertragsbruch gegenüber seinen Geschäftspartnern verleitet wird.²¹² Nach gefestigter Rechtsprechung ist eine ohne dingliche Teilverzichtsklausel vereinbarte Globalzession in diesem Fall grundsätzlich sittenwidrig.²¹³ Es liegt daher auch im Rahmen des Bankaufsichtsrechts nicht fern, eine übermäßige und ungerechtfertigte Benachteiligung von innovativen FinTech-Unternehmen durch die aktuelle Handhabung des Merkmals der Gewerbsmäßigkeit anzunehmen, die eine teleologische Reduktion des Merkmals rechtfertigt.

Urteil v. 14.10.2004 – 4 U 114/04, BeckRS 2004, 10369; *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 61.

²¹⁰ Vgl. *Binder*, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 18 Rn. 62; *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 32 Rn. 9.

²¹¹ Vgl. dazu oben, § 2 C. II. 2. a).

²¹² Vgl. dazu statt vieler *Ganter*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 96 Rn. 184 ff.

²¹³ Mit zahlreichen Nachweisen aus der Rechtsprechung *Roth/Kieninger*, in: MüKoBGB, § 398 Rn. 141.

(3) Zeitpunkt des Entstehens der Erlaubnispflicht

Die Wortlaute von §§ 32 KWG, 10, 11 ZAG weisen darauf hin, dass eine Erlaubnis vor Aufnahme der jeweiligen Tätigkeit vorliegen muss („erbringen will“).²¹⁴ Die Erlaubnispflicht, sowohl nach § 32 KWG als auch nach §§ 10, 11 ZAG, entsteht somit, sobald die Tätigkeit neu begonnen wird oder bei vorheriger geringfügiger Ausübung gewerbsmäßig ausgeübt wird oder einen Umfang annimmt, durch den die Einrichtung eines kaufmännischen Geschäftsbetriebs erforderlich wird.²¹⁵ Erst wenn der gewährende Bescheid erteilt wurde, darf die erlaubnispflichtige Tätigkeit aufgenommen werden.²¹⁶ Eine Übergangsphase, in deren Rahmen das Institut bereits vor Erlaubniserteilung in einem gewissen Umfang Geschäfte betreiben darf, gewährt der Aufsichtsmaßstab entsprechend nicht.

bb) Voraussetzungen der Erlaubniserteilung

Damit die BaFin eine Erlaubnis in Form eines begünstigenden Verwaltungsakts erteilt,²¹⁷ muss der Antragsteller bestimmte Voraussetzungen erfüllen. Im geltenden Aufsichtsmaßstab des Finanzaufsichtsrechts werden diese jeweils durch Versagungsgründe genauer spezifiziert. Im Bankaufsichtsrecht finden sich entsprechende Regelungen in § 33 KWG sowie in § 12 ZAG.²¹⁸ Das Nichtvorliegen einer der dort genannten Voraussetzungen führt grundsätzlich dazu, dass die Erteilung einer Erlaubnis durch die BaFin zu versagen ist. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz kann sich nur ergeben, wenn der in Frage stehende Versagungsgrund, wie etwa bei § 33 Abs. 2 KWG, in das pflichtgemäße Ermessen der Aufsichtsbehörde gestellt ist. Die Versagungsgründe aus § 12 ZAG kennen diese Differenzierung zwischen gebundenen und im Ermessen stehenden Versagungsgründen nicht, so dass ein Erlaubnis Antrag bei Nichtvorliegen der dort genannten Voraussetzungen stets abzulehnen ist. Allerdings enthalten auch die zwingenden Versagungsgründe in §§ 33 Abs. 1 KWG, 12 ZAG eine Vielzahl unbestimmter Rechtsbegriffe, deren Auslegung im Erlaubnisverfahren primär der BaFin obliegt.

²¹⁴ Vgl. auch Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäften gemäß § 32 Abs. 1 KWG (Stand: 31.12.2007), S. 2; dies., Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen gemäß § 32 Abs. 1 KWG (Stand: 4.11.2016), S. 2; Walz, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe (Hrsg.), Zahlungsverkehrsrecht, § 8 ZAG Rn. 3.

²¹⁵ Vgl. Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 32 Rn. 6.

²¹⁶ Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 32 Rn. 24.

²¹⁷ Vgl. zum Charakter der Erlaubnis als begünstigender Verwaltungsakt Binder, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 65; Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 32 Rn. 35; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 32 Rn. 73.

²¹⁸ Entsprechend finden sich im Versicherungsaufsichtsrecht in § 11 VAG Versagungsgründe für die Zulassung als Versicherungsunternehmen. Für die Zulassung als Börse enthält § 4 Abs. 3 BörsG Versagungsgründe.

Inhaltlich basieren die Versagungsgründe auf dem aus dem allgemeinen Wirtschafts- und Gewerberecht bekannten Prinzip der Zuverlässigkeit, ergänzt durch das Element der fachlichen Eignung.²¹⁹ Daneben wird im Rahmen des Erlaubnisverfahrens überprüft, ob das Institut durch die Umsetzung gesetzlicher Organisationsanforderungen überlebensfähig strukturiert ist und so keine Gefahr für die Finanzmarktstabilität darstellt.²²⁰ Schließlich kann die Erlaubnis nach § 32 KWG gem. § 33 Abs. 2 S. 1 KWG versagt werden, wenn konkrete Tatsachen befürchten lassen, dass eine wirksame Aufsicht über das Institut nicht möglich ist.

(1) *Persönliche und fachliche Eignung beteiligter Personen*

Versagungsgründe, die im Zusammenhang mit der persönlichen Zuverlässigkeit und fachlichen Eignung von Inhabern, Geschäftsleitern und Inhabern bedeutender Beteiligungen stehen, ergeben sich für das KWG aus § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 2–5 KWG, für das ZAG aus § 12 Nr. 4, 5 ZAG. Zu unterscheiden ist hier zwischen den Anforderungen an Antragsteller, Inhaber und Geschäftsleiter einerseits und Inhaber bedeutender Beteiligungen andererseits.

(a) *Anforderungen an Antragsteller, Inhaber und Geschäftsleiter*

Die Vorgaben in § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 2, 4, 5 KWG und § 12 Nr. 4, 5 ZAG enthalten Anforderungen an Antragsteller sowie die Inhaber und Geschäftsleiter der Institute. Für die Bestimmung des Antragstellers kommt es auf die Rechtsform an: Bei einem einzelkaufmännischen Unternehmen ist dies der Inhaber, bei Personenhandelsgesellschaften die persönlich haftenden Gesellschafter – auch bei einem nachträglichen Eintritt in die Gesellschaft – sowie bei einer juristischen Person die gesetzlichen oder satzungsmäßigen Vertreter.²²¹ Inhaber sind bei einzelkaufmännisch betriebenen Finanzdienstleistungsinstituten²²² der Inhaber und bei Personenhandelsgesellschaften alle persönlich haftenden Gesellschafter, nicht aber Kommanditisten, stille Gesellschafter sowie persönlich haftende Gesellschafter, die von der Geschäftsführung ausgeschlossen sind.²²³ Geschäftsleiter im Sinne des KWG sind gem. § 1 Abs. 2 S. 1 KWG die „geborenen“²²⁴ Geschäftsleiter, also diejenigen natürlichen Personen, die nach Gesetz,

²¹⁹ Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 209.

²²⁰ Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 209; Pannen, in: Grieser/Heemann (Hrsg.), *Bankaufsichtsrecht*, 73 (77).

²²¹ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), *KWG*, § 32 Rn. 32.

²²² Kreditinstitute, die eine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG benötigen, dürfen gem. § 2b Abs. 1 KWG nicht in der Rechtsform eines Einzelkaufmanns betrieben werden.

²²³ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), *KWG*, § 33 Rn. 40; vgl. auch Binder, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 3 Rn. 71; Fischer/Müller, in: *BFS-KWG*, § 33 Rn. 47; Fischer/Boegl, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), *Bankrechts-Hdb.*, § 128 Rn. 51.

²²⁴ „Gekorene“ Geschäftsleiter werden dagegen gem. § 25c Abs. 5 KWG in Ausnahmefäl-

Satzung oder Gesellschaftsvertrag zur Führung der Geschäfte und zur Vertretung eines Instituts oder eines Unternehmens in der Rechtsform einer juristischen Person oder einer Personenhandelsgesellschaft berufen sind. § 1 Abs. 8 S. 1 ZAG übernimmt diese Definition im Wesentlichen wortgleich.²²⁵ Auch Stellvertreter gelten im Vertretungsfall als Geschäftsleiter und müssen daher bereits ab dem Zeitpunkt ihrer Bestellung persönlich und fachlich geeignet sein.²²⁶ An diese Personen formulieren die genannten Normen Anforderungen hinsichtlich der persönlichen Zuverlässigkeit sowie der fachlichen Eignung im Hinblick auf ihre Position innerhalb des Instituts.

(aa) Persönliche Zuverlässigkeit

Gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 KWG ist die Erlaubnis dann zu versagen, wenn Tatsachen vorliegen, aus denen sich ergibt, dass ein Antragsteller oder eine der in § 1 Abs. 2 S. 1 KWG bezeichneten Personen – sprich ein Geschäftsleiter – nicht zuverlässig ist.²²⁷ Die Zuverlässigkeit muss dabei bei sämtlichen der genannten Personen vorliegen.²²⁸ Der Formulierung des § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 KWG folgend wird die Zuverlässigkeit der Antragsteller und Geschäftsleiter seitens der BaFin zunächst unterstellt.²²⁹ Nur ausnahmsweise ist eine Unzuverlässigkeit des Betroffenen anzunehmen, wenn dieser nach dem Gesamtbild seines Verhalten und seiner Persönlichkeit nicht die Gewähr dafür bietet, dass er seine Tätigkeit ordnungsgemäß ausüben wird.²³⁰ Bei dieser Beurteilung sind die unterschiedlichen Anforderungen je nach Geschäftsart und Größe sowie die Funktion des

len von der BaFin mit der Leitung der Geschäfte betraut. Inhaber gelten nicht als „geborene“ Geschäftsleiter, da § 1 Abs. 2 S. 1 KWG nur die Vertreter von Instituten in der Rechtsform einer juristischen Person oder einer Personenhandelsgesellschaft als Geschäftsleiter bezeichnet, vgl. *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 213; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 164.

²²⁵ Lediglich der Passus „oder eines Unternehmens“ fehlt. Dies lässt sich damit begründen, dass das ZAG lediglich Institute kennt (Zahlungs- und E-Geld-Institute), während das KWG neben Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten in § 1 Abs. 3 KWG auch den Begriff der Finanzunternehmen definiert.

²²⁶ *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 48; vgl. auch *Szagunn/Haug/Ergenzinger*, KWG, § 1 Rn. 73.

²²⁷ Das Erfordernis der Zuverlässigkeit ist ein allgemeines gewerberechtliches Erfordernis und führt dort nach § 35 GewO zur Gewerbeuntersagung, vgl. *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 37.

²²⁸ *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 28.

²²⁹ Entsprechend unterstellt die BaFin die Zuverlässigkeit von Geschäftsleitern zunächst, vgl. BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 27, Rz. 106; vgl. auch *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 156.

²³⁰ *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 29 m. w. N.; *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 37; für das allgemeine Gewerberecht vgl. BVerwGE 65, 1 (1 f.) = NVwZ 1982, 559; *Marcks*, in: Landmann/Rohmer (Hrsg.), GewO, § 35 Rn. 29 m. w. N.; vgl. für Geschäftsleiter auch BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 27, Rz. 107.

Betroffenen innerhalb des Instituts zu berücksichtigen.²³¹ Indizien für eine mangelnde Zuverlässigkeit können aufsichtliche Maßnahmen der BaFin gegen den Betroffenen selbst oder ein Unternehmen, in dem dieser tätig war, Straftaten im Vermögens- und Steuerbereich, Verstöße gegen Ordnungsvorschriften oder Interessenkonflikte darstellen.²³² Wenn solche oder andere zu berücksichtigende Tatsachen vorliegen, die eine Zuverlässigkeit in Zweifel ziehen können, prüft die BaFin jeweils für den Einzelfall, ob der Betroffene dennoch zuverlässig ist.²³³

Die Anforderungen an die persönliche Zuverlässigkeit von Antragstellern und Geschäftsleitern weisen keine besondere Innovationsrelevanz auf, da dort keine Bevorzugung oder Benachteiligung etablierter Institute und derer Organe zu erkennen ist. Stattdessen gelten die Anforderungen für jede der genannten Personen gleichermaßen und jederzeit. In dieses Ergebnis fügt sich auch die Feststellung ein, der persönlichen Zuverlässigkeit stehe die Anwendung des Proportionalitätsprinzips nicht offen.²³⁴

(bb) Fachliche Eignung

Weiterhin müssen Inhaber und Geschäftsleiter gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 KWG beziehungsweise § 1 Abs. 2 S. 5 ZAG für die Leitung des Instituts fachlich geeignet sein.²³⁵ Im Gegensatz zur persönlichen Zuverlässigkeit wird dies nicht unterstellt, sondern muss bei Stellung des Erlaubnisanspruchs positiv nachgewiesen werden.²³⁶ Die BaFin prüft diesbezüglich jeweils im Einzelfall, ob die Voraussetzungen positiv vorliegen. Die inhaltlichen Anforderungen an die fachliche Eignung sind seit Inkrafttreten des CRD IV-Umsetzungsgesetzes nicht mehr in § 33 KWG selbst, sondern in § 25c Abs. 1 KWG geregelt.²³⁷ Danach liegt fachliche Eignung vor, wenn ein Geschäftsleiter in ausreichendem Maße über theoretische und praktische Kenntnisse in den betreffenden Geschäften sowie Leitungserfahrung verfügt (§ 25c Abs. 1 S. 2 KWG). Dies wird gem. § 25c Abs. 1 S. 3 KWG – widerleglich – vermutet, wenn eine dreijährige leitende Tätigkeit bei einem Institut von vergleichbarer Größe und Geschäftsart nachgewiesen wird.²³⁸ Kann ein designierter Geschäftsleiter diese Regelvermutung nicht für

²³¹ Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 38

²³² BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 28, Rz. 109; vgl. zu Fallgruppen auch Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 41 ff.

²³³ BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 28, Rz. 108.

²³⁴ Benzler/Krieger, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 156. Das Verhältnismäßigkeitsprinzip findet allerdings Anwendung, da nicht ein einziger „Ausrutscher“ zu einem faktisch lebenslangen Berufsverbot führen darf, vgl. Samm, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 49; Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 40.

²³⁵ Ein entsprechender Versagungsgrund findet sich mit §§ 11 Abs. 1 Nr. 2 i. V. m. 24 Abs. 1 S. 1, 2 VAG im Versicherungsaufsichtsrecht.

²³⁶ Braun, in: BFS-KWG, § 25c Rn. 19.

²³⁷ Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 52.

²³⁸ Für die Erfüllung der Voraussetzungen der Regelvermutung muss die betroffene Per-

sich geltend machen, steht ihm die Möglichkeit offen, seine fachliche Eignung anderweitig nachzuweisen. So können theoretische Kenntnisse beispielsweise durch fachlich einschlägige abgeschlossene Berufsausbildungen, Studiengänge und Lehrgänge sowie für Kandidaten mit fachfremdem Hintergrund durch eine hinreichend breit gefächerte Berufspraxis nachgewiesen werden.²³⁹ Als praktische Kenntnisse werden Erfahrungen in Bankgeschäften anerkannt, die hierarchisch hoch angesiedelt und mit entsprechenden Kompetenzen versehen sind.²⁴⁰ Über eine ausreichende Leitungserfahrung verfügt ein Geschäftsleiter, wenn er in seinem bisherigen Berufsleben Unternehmen geleitet hat oder ihm die Leitung von Organisationseinheiten, in denen ihm Mitarbeiter unterstellt waren, übertragen wurde und er Eigenverantwortung mit Entscheidungskompetenz ausgeübt hat.²⁴¹ Die BaFin beurteilt dann anhand der Größe des Unternehmens, der Anzahl der unterstellten Mitarbeiter und der eingeräumten sowie ausgeübten Kompetenzen, ob die Leitungserfahrung für die Leitung des antragstellenden Instituts ausreichend ist.²⁴² Darüber hinaus muss sich der designierte Geschäftsleiter im Rahmen vergangener Tätigkeiten bewährt haben und darf beispielsweise nicht wegen Nichteignung entlassen oder auf Verlangen der BaFin abberufen worden sein; es handelt sich insofern um ein ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal.²⁴³

In ihrer konkreten Ausgestaltung können die Anforderungen an die fachliche Eignung erhebliche negative Auswirkungen auf Innovationen haben, da sie als Geschäftsleiter solche Personen erheblich bevorzugen, die zunächst in traditionellen Kredit-, Finanzdienstleistungs- und Zahlungsinstituten tätig sind und dort in höhere Positionen aufsteigen. Dies lässt sich schon anhand der praktischen Erfahrung belegen, dass neue Geschäftsleiter, die nicht die Anforderungen der Regelvermutung aus § 25c Abs. 1 S. 3 KWG erfüllen, in der Praxis eher

son nicht Geschäftsleiter gewesen sein. Es reicht aus, wenn sie in einer hierarchisch unmittelbar unter der Ebene der Geschäftsleitung angesiedelt ist, leitend tätig war, vgl. BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 26, Rz. 102; *Braun*, in: BFS-KWG, § 25c Rn. 15.

²³⁹ *Braun*, in: BFS-KWG, § 25c Rn. 16; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 25c Rn. 26.

²⁴⁰ BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 26, Rz. 101; *Braun*, in: BFS-KWG, § 25c Rn. 17.

²⁴¹ So im Wortlaut BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 26, Rz. 102; *Braun*, in: BFS-KWG, § 25c Rn. 18; vgl. auch *Benzler/Krieger*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 11 Rn. 155. Ausreichend hierfür sind neben einer bereits ausgeübten Tätigkeit als Geschäftsleiter die Leitung einer Zweigstelle, einer bedeutenden büromäßigen Abteilung unterhalb der Leitungsebene oder als Prokurist oder Handlungsbevollmächtigter mit entsprechenden Kompetenzen, *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 25c Rn. 31.

²⁴² BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S. 26, Rz. 102; mit Hinweis auf das Proportionalitätsprinzip *Braun*, in: BFS-KWG, § 25c Rn. 18.

²⁴³ Vgl. *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 25c Rn. 32; vgl. auch *Fischer*, in: BFS-KWG⁴, § 33 Rn. 53.

Ausnahmefälle darstellen.²⁴⁴ Ob von solchen Personen ein Wille zur Innovation in einem unsicheren Umfeld erwartet werden kann, ist zumindest fraglich. Konkret führen gerade die Anforderungen an praktische Kenntnisse und Leitungserfahrung dazu, dass designierte Geschäftsleiter eine beträchtliche Zeit bei traditionellen Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten beschäftigt sein müssen, bevor sie selbst zum Geschäftsleiter aufsteigen können. Geschäftsleiter von FinTech-Unternehmen, die als Start-Up-Unternehmen häufig von jungen Gründern gegründet werden, können eine solche fachliche Eignung regelmäßig schon aus Altersgründen nicht vorweisen. Ihnen stehen daher im Grunde nur zwei Wege offen: Zunächst können sie bis zur Gründung eine lange Wartezeit in Kauf nehmen und die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen bei traditionellen Instituten sammeln. Dabei ist aber einerseits nicht garantiert, dass sie überhaupt in entsprechende leitende Stellungen innerhalb der Institute gelangen, andererseits stellt ein solches Abwarten im Wettbewerb um „first mover“-Vorteile einen erheblichen Nachteil dar. Andererseits besteht die Möglichkeit, Geschäftsleiter, die den Anforderungen des § 25c Abs. 1 KWG bereits genügen, von traditionellen Instituten abzuwerben. Es steht allerdings zu vermuten, dass damit erhebliche und für Start-Up-Unternehmen womöglich prohibitive Werbungs- und Gehaltskosten verbunden sind. Erschwerend kommt hinzu, dass nicht nur die eigentlichen Geschäftsleiter, sondern auch deren Stellvertreter grundsätzlich im Sinne des § 25c Abs. 1 KWG fachlich geeignet sein müssen.

(cc) Zeitliche Verfügbarkeit

Nach § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 4a, 4b KWG ist die Erlaubnis zu versagen, wenn Tatsachen vorliegen, aus denen sich ergibt, dass ein Geschäftsleiter nicht über die zur Wahrnehmung seiner Aufgaben ausreichende Zeit verfügt oder gegen die Mandatsbeschränkungen des § 25c Abs. 2 KWG verstößt. Das ZAG stellt keine vergleichbaren Regelungen an die Geschäftsleiter von Zahlungs- oder E-Geld-Instituten.

Die Mandatsbeschränkung des § 25c Abs. 2 KWG bezieht sich auf Leitungs- und Aufsichtsmandate. Die Zahl der Mandate, die ein Geschäftsleiter gleichzeitig ausüben kann, knüpft gem. § 25c Abs. 2 S. 1 KWG an Art, Umfang sowie Komplexität der Geschäfte des Instituts an.²⁴⁵ Der Aufsichtsmaßstab ermöglicht es der BaFin an dieser Stelle somit, eine verhältnismäßige Regelung für den Einzelfall zu treffen. Darüber hinaus stehen wie oben bereits erwähnt junge FinTech-Unternehmen oder TechFins im Fokus dieser Arbeit. Von der Prämisse ausgehend, dass solche regelmäßig nicht von Personen aus den Leitungs- und Aufsichtsgremien anderer Institute gegründet und betrieben werden, kommt

²⁴⁴ *Braun*, in: BFS-KWG, § 25c Rn. 15.

²⁴⁵ *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 56. Für Geschäftsleiter eines CRR-Instituts von erheblicher Bedeutung sieht § 25c Abs. 2 S. 2 KWG verschärfte Anforderungen für die Mandatsbeschränkungen vor.

der Mandatsbeschränkung des § 25c Abs. 2 KWG daher kaum Innovationsrelevanz zu.

Das Erfordernis ausreichender zeitlicher Verfügbarkeit besteht unabhängig von der Mandatsbeschränkung.²⁴⁶ Es liegt hier im Ermessen der BaFin, ob die in Frage stehende Person unter Berücksichtigung ihrer beruflichen und gesellschaftlichen Verpflichtungen nach allgemeiner Anschauung in der Lage ist, für ihre Tätigkeit ausreichend Zeit aufzubringen und zum anderen, dass sie die erforderliche Zeit auch tatsächlich aufwendet.²⁴⁷ In diese Betrachtung fließen insbesondere alle beruflichen Haupt- und Nebentätigkeiten einschließlich der zukünftigen Tätigkeit bei dem antragstellenden Institut ein, außer Betracht bleiben lediglich geringfügige Ehrenämter, die dem Privatleben zuzuordnen sind.²⁴⁸ Praktische Erfahrungen mit der Anforderung ausreichender zeitlicher Verfügbarkeit existieren bislang soweit ersichtlich noch nicht; die BaFin formuliert nur den Grundsatz, dass die gleichzeitige Leitung mehrerer Kreditinstitute regelmäßig am Erfordernis ausreichender zeitlicher Verfügbarkeit scheitert.²⁴⁹ Ansonsten herrschen in der Praxis noch erhebliche Unsicherheiten. Bezogen auf FinTech-Unternehmen ist beispielsweise nicht klar, ob die Benennung eines Geschäftsleiters, der hauptberuflich noch einer anderweitigen Vollzeittätigkeit nachgeht, bereits zur Versagung der Erlaubnis führen würde. Gerade bei Start-Up-Unternehmen erscheint es aufgrund der Unsicherheiten hinsichtlich einer zukünftigen Rentabilität des Unternehmens durchaus denkbar, dass Gründung und erste Schritte des Unternehmens zunächst neben einer anderweitigen hauptberuflichen Tätigkeit erfolgen. Aus Innovationsperspektive wäre daher wünschenswert, dass die Anforderungen an die ausreichende zeitliche Verfügbarkeit im Sinne des § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 4a KWG seitens der BaFin inhaltlich konkreter ausformuliert werden, um so im Rahmen einer etwaigen Antragstellung zumindest im Grundsatz rechtssicher agieren zu können.

(b) Anforderungen an Inhaber bedeutender Beteiligungen

Einen großen Bestandteil der FinTech 3.0-Phase machen wie oben dargestellt junge, neu gegründete Unternehmen aus, die sich zum Zeitpunkt des beabsichtigten Markteintritts regelmäßig noch in der Start-Up-Phase befinden. In dieser

²⁴⁶ BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S.30, Rz.124.

²⁴⁷ BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S.29f., Rz.121.

²⁴⁸ BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S.30, Rz.123. Mandate in Beiräten werden berücksichtigt, wenn Aufgaben und Befugnisse des Beirats denen eines Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans entsprechend und dies gesetzlich, per Satzung oder Gesellschaftsvertrag geregelt ist. Ist dies der Fall, werden auch Sitzungszeiten sowie Zeiten für deren Vor- und Nachbereitung und Reisezeiten mitberücksichtigt.

²⁴⁹ BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, S.30, Rz.125.

Phase des Unternehmensaufbaus sind sie regelmäßig auf den Erhalt von Eigenkapital angewiesen, um ihre Geschäftstätigkeit aufnehmen oder fortführen zu können. Dieses erhalten sie allerdings nicht ohne Gegenleistung. Kapitalgeber erhalten für eine Venture Capital-Eigenkapitalfinanzierung regelmäßig Unternehmensanteile,²⁵⁰ die sie bis zum *Initial Public Offering* (IPO) halten und dann gewinnbringend verkaufen wollen. Erreicht eine solche Unternehmensbeteiligung eine gewisse Schwelle, die durch den Gesetzgeber als bedeutsam erachtet wird, kann dies für die Erlangung einer Erlaubnis durch das FinTech-Unternehmen Implikationen haben: Gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 KWG beziehungsweise § 12 Nr. 4 ZAG ist die Erlaubnis nämlich dann zu versagen, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass der Inhaber einer bedeutenden Beteiligung oder, wenn er eine juristische Person ist, auch ein gesetzlicher oder satzungsmäßiger Vertreter, oder, wenn er eine Personenhandelsgesellschaft ist, auch ein Gesellschafter, nicht zuverlässig ist oder aus anderen Gründen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung des Instituts zu stellenden Ansprüchen genügt.²⁵¹ Eine solche bedeutende Beteiligung ist gem. § 1 Abs. 9 KWG sowie § 1 Abs. 7 ZAG definiert als qualifizierte Beteiligung gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 36 CRR-VO in der jeweils geltenden Fassung. Dort wird unter einer qualifizierten Beteiligung das direkte oder indirekte Halten von mindestens 10 % des Kapitals oder der Stimmrechte eines Unternehmens oder eine andere Möglichkeit der Wahrnehmung eines maßgeblichen Einflusses auf die Geschäftsführung dieses Unternehmens verstanden. Die Berechnung des Anteils der Stimmrechte richtet sich nach § 1 Abs. 9 S. 2, 3 KWG; für Zahlungs- und E-Geld-Institute verweist § 1 Abs. 7 S. 2 ZAG auf die Regelung des KWG.

§ 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 KWG kennt zwei Varianten, die dazu führen, dass die Erlaubnis zu versagen ist: Einerseits müssen die Inhaber bedeutender Beteiligungen im oben für Antragsteller und Geschäftsleiter beschriebenen Sinne zuverlässig sein.²⁵² Trotz Zuverlässigkeit muss die BaFin die Erteilung der Erlaubnis versagen, wenn andere Gründe vorliegen, aufgrund derer Inhaber bedeutender Beteiligungen nicht den im Interesse einer soliden und umsichtigen Führung

²⁵⁰ Vgl. zu denkbaren Strukturen einer Venture Capital-Beteiligung *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, Teil F Rn. 44 ff.

²⁵¹ Umstritten ist, ob die BaFin bei Vorliegen der Voraussetzungen zur Untersagung nicht nur berechtigt, sondern verpflichtet ist. In diesem Sinne argumentiert *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 34, sofern der betroffene Inhaber nicht ausgewechselt wird oder bestehende Bedenken ausgeräumt werden. Nach anderer Ansicht muss die BaFin unter Verweis auf § 2c Abs. 2 KWG mit dem Entzug der Stimmrechte des Inhabers der bedeutenden Beteiligung zunächst das gegenüber einer Erlaubnisversagung mildere Mittel wählen, vgl. *Fischer/Müller*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 67.

²⁵² Das Merkmal der Unzuverlässigkeit wird hier ebenfalls im gewerberechtlichen Sinne konkretisiert, vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen und anderer Vorschriften über Kreditinstitute, BT-Drucks. 12/3377, 8.10.1992, S. 40; vgl. auch *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 34. Vgl. dazu oben, § 2 C. II. 2. a) bb) (1) (a) (aa).

des Instituts zu stellenden Ansprüchen genügen. Diese als Auffangtatbestand formulierte Variante soll beispielsweise dann erfüllt sein, wenn der Inhaber der bedeutenden Beteiligung die für deren Erwerb erforderlichen Mittel durch eine Handlung aufgebracht hat, die den objektiven Tatbestand eines Straftatbestands erfüllt oder die Beschaffung der Gelder nicht nachvollziehbar ist.²⁵³

Die Anforderungen an Inhaber bedeutender Beteiligung werden schon im Allgemeinen kritisiert, da sich diese zunächst als faktisches Investitionshindernis für Investoren aus weiten Teilen der Welt darstellen oder gar als Instrument dienen können, missliebige Investoren von einer Beteiligung auszuschließen.²⁵⁴ Aus Schutzzweckgesichtspunkten lässt sich darüber hinaus ernsthaft daran zweifeln, ob der mit einer Inhaberkontrolle verbundene immense zusätzliche Bürokratieaufwand in einem angemessenen Verhältnis zu den potentiell aus einer Unternehmensbeteiligung von 10 % resultierenden Gefahren steht.²⁵⁵ Speziell für junge Unternehmen, die Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen erbringen wollen, kann diese Regelung im Wettbewerb um Venture Capital-Finanzierungen einen Nachteil gegenüber Unternehmen aus anderen Branchen darstellen. Die Existenz vergleichbarer Anforderungen ist in anderen Bereichen des öffentlichen Wirtschaftsrechts nicht ersichtlich. Investoren könnten abgeschreckt durch die Perspektive einer Kontrolle ihrer Vermögensverhältnisse durch die BaFin von einer Investition in das FinTech-Unternehmen schlimmstenfalls ganz absehen. Alternativ besteht die Möglichkeit einer Unternehmensbeteiligung unterhalb der nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 36 CRR-VO festgelegten 10 %-Schwelle. Dadurch würde allerdings einerseits die Attraktivität einer Investition erheblich eingeschränkt, andererseits begrenzt dies das FinTech-Unternehmen ersichtlich in der Höhe des aufgenommenen Kapitals durch einen einzelnen Investor.

(2) Anforderungen an die Institutsstruktur

Neben den persönlichen Anforderungen an Personen, die innerhalb des Instituts wesentliche Stellungen innehaben, muss daneben die Struktur des Instituts bestimmten Vorgaben genügen. Dies ergibt sich aus § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 6–8 KWG sowie aus § 12 Nr. 1, 3, 6–10 ZAG und bezieht sich auf die Rechtsform des Instituts, das Vorhandensein der zum Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel, einen hinreichenden Inlandsbezug sowie Organisationsanforderungen.

(a) Rechtsform

Nach § 12 Nr. 1 ZAG ist die Erlaubnis für die Erbringung von Zahlungsdiensten oder zum Betreiben des E-Geld-Geschäfts zu versagen, wenn der Antrag-

²⁵³ Zur Frage, wann die Beschaffung von Geldern in diesem Sinne „nicht nachvollziehbar“ ist vgl. Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 36 m. w. N.

²⁵⁴ Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 64.

²⁵⁵ Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 64.

steller keine juristische Person oder Personenhandelsgesellschaft ist. Im Umkehrschluss muss es sich bei dem Antragsteller also entweder um eine Kapitalgesellschaft oder um rechtsfähige Personengesellschaften (OHG, KG oder GmbH & Co. KG) handeln.²⁵⁶ Der § 33 KWG stellt keine solche Anforderung auf, wegen § 2b Abs. 1 KWG gilt für Kreditinstitute im Ergebnis jedoch eine vergleichbare Regelung, da die Norm den Betrieb eines Kreditinstituts in Form eines Einzelkaufmanns verbietet. Dieses Verbot gilt allerdings nach dem eindeutigen Wortlaut einerseits nicht für Finanzdienstleistungsinstitute, andererseits auch dann nicht, wenn ein Einzelkaufmann Bankgeschäfte weder gewerblich noch in einem Umfang betreibt, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.²⁵⁷

Innovationen auf dem Gebiet der Finanzdienstleistungen werden durch diese Anforderungen nicht über Gebühr beschränkt: Zwar ist die Gründung einer Personenhandelsgesellschaft für Einzelpersonen regelmäßig ausgeschlossen, da dafür nach herrschender Meinung grundsätzlich mindestens zwei Gesellschafter Voraussetzung sind.²⁵⁸ Dennoch bleibt es Einzelgründern möglich, den Vorgaben der §§ 2b Abs. 1 KWG, 12 Nr. 1 ZAG durch die Gründung einer ausdrücklich zugelassenen Ein-Mann-AG (§ 1 AktG), Ein-Mann-GmbH (§ 1 GmbHG) oder einer Ein-Mann-UG im Sinne des § 5a GmbHG, auf die § 1 GmbHG entsprechend anzuwenden ist,²⁵⁹ nachzukommen; bei all diesen Gesellschaftsformen handelt es sich um für den hier behandelten Zweck ausreichende juristische Personen.²⁶⁰ Das für die Gründung einer Kapitalgesellschaft notwendige Grundkapital – 50.000 Euro bei einer AG (§ 7 AktG), 25.000 Euro bei einer GmbH (§ 5 Abs. 1 GmbHG) – ist zwar regelmäßig höher als bei der Gründung einer Personenhandelsgesellschaft.²⁶¹ Vor dem Hintergrund, dass bereits zum Zeitpunkt der Erlaubniserteilung (und damit bei Antragsstellung) die für den Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel vorhanden sein müssen und diese das für die Gesellschaftsgründung notwendige Grundkapital regelmäßig übersteigen (dazu sogleich), sind die hierbei bestehenden Unterschiede allerdings ohnehin zu vernachlässigen.

²⁵⁶ Die Anforderung des § 12 Nr. 1 ZAG geht auf Art. 11 Abs. 1 S. 2 PSD II zurück, nach dem unter den Begriff der Zahlungsinstitute nur eine „legal person“ fallen kann. Der deutsche Gesetzgeber hat dies in der Vergangenheit so ausgelegt, dass davon auch rechtsfähige Gesellschaften eingeschlossen sind, vgl. noch zur PSD I den Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften der Zahlungsdiensterichtlinie, BT-Druck. 16/11613, S. 85; vgl. auch *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 10 ZAG Rn. 13.

²⁵⁷ Vgl. zu Letzterem *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 2b Rn. 11.

²⁵⁸ Vgl. *Henssler*, in: ders./Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, § 105 HGB Rn. 38 m. w. N.

²⁵⁹ Vgl. *Rieder*, in: MüKoGmbHG, § 5a Rn. 7.

²⁶⁰ § 1 Abs. 1 S. 1 AktG, § 13 Abs. 1 GmbHG. Auch eine UG ist gem. § 13 Abs. 1 GmbHG juristische Person, vgl. *Fastrich*, in: Baumbach/Hueck (Hrsg.), GmbHG, § 5a Rn. 7.

²⁶¹ Lediglich für die Unternehmensgesellschaft reicht theoretisch ein Stammkapital von einem Euro aus, vgl. *Rieder*, in: MüKoGmbHG, § 5a Rn. 11. In der Praxis liegt das Stammkapital allerdings auch hier deutlich höher, vgl. ebd. m. w. N.

(b) Vorhandensein zum Geschäftsbetrieb erforderlicher Mittel

Nach den §§ 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 KWG, 12 Nr. 3 ZAG ist die Erlaubnis zu versagen, wenn die zum Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel, insbesondere ein ausreichendes Anfangskapital im Inland nicht zur Verfügung stehen. Begrifflich und inhaltlich zu trennen ist dies von den angemessenen Eigenmitteln im Sinne von § 10 Abs. 1 S. 1 KWG beziehungsweise Art. 92 ff., 25 ff. CRR-VO. Das erforderliche Anfangskapital ist eine im Grundsatz statische Größe, die so bemessen sein soll, dass sie in einer Vorausschau von circa drei bis fünf Jahren ausreicht, um die in Aussicht genommenen Geschäfte ausreichend abzusichern, während sich die Angemessenheit der Eigenmittel in einem dynamischen, an Umfang und Risikolage des laufenden Geschäfts bemessenen Prozess beurteilt.²⁶²

(aa) Mindestanfangskapital für bestimmte Institute

Für bestimmte Institutsformen und Tätigkeiten sieht die gesetzliche Regelung in § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 2 KWG, § 12 Nr. 3 Hs. 2 ZAG eine Mindestsumme vor, die als Anfangskapital zur Verfügung stehen muss. Die Anforderungen an das Mindestanfangskapital reichen von 20.000 Euro für Zahlungsinstitute, die allein das Finanztransfergeschäft betreiben, über 350.000 Euro für E-Geld-Institute bis hin zu 5.000.000 Euro, die CRR-Kreditinstituten zur Verfügung stehen müssen. Daneben haben sich neben diesen gesetzlichen Mindestanforderungen aus der Praxis der BaFin besondere Anforderungen herausgebildet, so zum Beispiel für eine auf das Garantiegeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 8 KWG beschränkte Erlaubnis.²⁶³ Ein Absinken unter diese Mindestkapitalgrenze kann auch nach erfolgter Erlaubniserteilung zur Aufhebung der Erlaubnis führen, § 35 Abs. 2 Nr. 3 KWG.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang auch das für Anbieter von Krypto-Dienstleistungen im MiCA-VO-E vorgesehene Mindestkapital. Die durch Krypto-Dienstleistungen werden hier durch Art. 60 Abs. 1 lit. a MiCA-VO-E in Verbindung mit der Anlage IV²⁶⁴ zu diesem Verordnungsentwurf in drei Klassen eingeteilt, wobei sich diese Kategorisierung in unterschiedlichen Mindestkapitalanforderungen niederschlägt: Je nach Kategorie muss das Mindestkapital mindestens 50.000, 125.000 oder 150.000 Euro betragen. Offensichtlich hält der europäische Gesetzgeber bestimmte Krypto-Dienstleistungen für ris-

²⁶² Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 6.

²⁶³ BaFin/Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäften gemäß § 32 Abs. 1 KWG, S. 6.

²⁶⁴ Anhänge zum Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937, 24.9.2020, abrufbar unter: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Directive-regulation-establishing-a-European-framework-for-markets-in-crypto-assets> (letzter Abruf: 22.3.2021).

kanter als andere und versucht dies unter Beachtung des Proportionalitätsprinzips durch dieses Stufenverhältnis bezüglich der Mindestkapitalanforderungen abzubilden.

Naturgemäß treffen die abgestuften Vorgaben zum Mindestanfangskapital einige Unternehmen stärker als andere. Dabei darf allerdings bei aller Berücksichtigung der Wirkung der bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben auf FinTech-Innovationen nicht übersehen werden, dass bestimmte Tätigkeiten mit mehr Risiken verbunden sind als andere. Dies rechtfertigt, dass diese Tätigkeiten durchaus strengeren Anforderungen unterliegen dürfen. Die höheren Anforderungen hinsichtlich des Mindestanfangskapitals folgen einer Logik, die im Ergebnis unter dem Aspekt der Risikobegrenzung die Innovationsoffenheit des Bankaufsichtsrechts nicht in unverhältnismäßigem Umfang begrenzt.

(bb) Erforderliche Mittel, insbesondere ausreichendes Anfangskapital

Die Bezeichnung als *Mindestanfangskapital* lässt bereits vermuten, dass das tatsächlich zur Verfügung stehende Kapital im Einzelfall darüber hinaus gehen kann. Insofern sind zwei Feststellungen zu treffen: Zunächst ist das ausreichende Anfangskapital im Sinne der § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 1 KWG, § 12 Nr. 3 Hs. 1 ZAG in der Sache von dem oben beschriebenen Mindestkapital im Sinne der § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 2 KWG, § 12 Nr. 3 Hs. 2 ZAG zu unterscheiden.²⁶⁵ Dies ergibt sich schon daraus, dass die Festsetzungen des Mindestkapitals nicht alle Institute betreffen: So finden sich im KWG insbesondere keine Vorgaben für Nicht-CRR-Kreditinstitute, während das ZAG kein Mindestkapital für Zahlungsinstitute vorsieht, die Kontoinformationsdienste im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 8 ZAG erbringen. Das Fehlen dieser Regelungen darf aber gerade nicht zu dem Umkehrschluss führen, dass diese Institute ihre Tätigkeit gänzlich ohne Anfangskapital aufnehmen könnten. Stattdessen ist für sie anhand der generalklauselartig formulierten § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 1 KWG, § 12 Nr. 3 Hs. 1 ZAG zu ermitteln, welche Mittel für ihren Geschäftsbetrieb erforderlich sind. Entsprechend steht der BaFin im Einzelfall die Prüfbefugnis zu, ob die beim Antragsteller vorhandenen Mittel hierfür ausreichen. Dies gilt nicht lediglich für Institute, für die das Mindestkapital nicht gesetzlich festgelegt wurde, sondern auch für solche, die dort ausdrückliche Berücksichtigung gefunden haben. Kommt die BaFin nach entsprechender Prüfung zu dem Ergebnis, dass die Mittel für den Geschäftsbetrieb nicht ausreichen, darf sie die gesetzlich festgelegten Mindestanfangskapitalgrenzen im Rahmen einer entsprechenden Festsetzung übersteigen.²⁶⁶

²⁶⁵ Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 6.

²⁶⁶ Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen gemäß § 32 Abs. 1 KWG, S. 17; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 11; für das ZAG Walter, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 15 Rn. 19; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 9 ZAG Rn. 11. Zu beachten ist allerdings,

Die Prüfung der BaFin darf sich deshalb denkwürdigerweise nicht ausschließlich auf die Einhaltung der Vorgaben zum Mindestanfangskapital beschränken, sondern bezieht sich vielmehr darauf, welche Mittel für den Geschäftsbetrieb erforderlich sind. Bei neuen Erlaubnis-Anträgen ist dabei im Grundsatz davon auszugehen, dass das Anfangskapital nur dann ausreicht, wenn es auch nach Berücksichtigung von potenziellen Anfangsverlusten die Mindestgrenzen voraussichtlich nicht unterschreiten wird und im Übrigen die Eigenmittelanforderungen des laufenden Geschäftsbetriebs abgedeckt werden.²⁶⁷ Da es in den ersten Geschäftsjahren erfahrungsgemäß zu mit Verlusten verbundenen Anlaufschwierigkeiten kommt,²⁶⁸ werden die von der BaFin festgesetzten Mittel bei Anwendung dieses Maßstabs sogar regelmäßig über dem gesetzlichen Mindestanfangskapital liegen. Insofern ist eine Bewertung im Einzelfall erforderlich. Bei der Bestimmung der Höhe des erforderlichen Kapitals können sich Antragsteller damit nicht alleine auf die gesetzlichen Vorgaben zum Mindestkapital stützen. Sie sollten diese stattdessen mehr oder weniger als Ausgangspunkt der erforderlichen Kapitalisierung betrachten. Gerade für junge FinTech-Unternehmen – die wie oben dargestellt im Wettbewerb um Eigenkapitalfinanzierungen ohnehin schon benachteiligt sein können²⁶⁹ – folgt daraus im Vorfeld der Antragstellung eine erhebliche Unsicherheit, ob das aufgebrachte Kapital überhaupt ausreicht, um eine Erlaubnis zu erlangen.

Zu beachten ist, dass das Anfangskapital nach § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 1 KWG in Form von hartem Kernkapital im Sinne des Art. 26 Abs. 1 lit. a–e CRR-VO vorliegen muss. Im Zusammenhang mit der oben thematisierten Rechtsformwahl ist hierbei zu beachten, dass Aktien sowie GmbH- und OHG-Gesellschaftsanteile Instrumente des harten Kernkapitals im Sinne des Art. 28 CRR-VO sind²⁷⁰ und damit als hartes Kernkapital des Instituts im Sinne des Art. 26 Abs. 1 lit. a CRR-VO gelten.²⁷¹ Voraussetzung ist allerdings, dass das damit verbundene Kapital eingezahlt ist (Art. 28 Abs. 1 lit. b CRR-VO). Die

dass die Unterschreitung des von der BaFin festgelegten Werts so lange nicht zu einer Aufhebung der Erlaubnis nach § 35 Abs. 2 Nr. 3 KWG führen kann, wie die gesetzlichen Mindestgrenzen eingehalten werden, vgl. *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 35 Rn. 25; *Schwennicke*, in: *ders./Auerbach* (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 10.

²⁶⁷ *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 10; vgl. auch *Schwennicke*, in: *ders./Auerbach* (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 5.

²⁶⁸ *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 10.

²⁶⁹ Vgl. oben, § 2 C. II. 2. a) bb) (1) (b).

²⁷⁰ Die European Banking Authority (EBA) führt gem. Art. 26 Abs. 3 UAbs. 3 S. 1 CRR-VO ein Verzeichnis über Kapitalinstrumente, die als Instrumente des harten Kernkapitals (Common Equity Tier 1 – CET1) im Sinne der Art. 26 ff. akzeptiert werden. Dort sind die genannten Gesellschaftsanteile aufgeführt. Die aktuellste Fassung der Liste hat die EBA am 22.7.2019 veröffentlicht; sie ist abrufbar unter: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2613666/7fa5b625-6d4d-4a41-b9d3-06bb7cc3d61a/Updated%20CET1%20list.xlsx> (letzter Abruf: 22.3.2021).

²⁷¹ Als Posten des harten Kernkapitals zählen gem. Art. 26 CRR-VO weiterhin Kapitalinstrumente, die die Voraussetzungen des Art. 29 CRR-VO erfüllen, das mit den Instrumen-

Wahl einer dieser Gesellschaftsformen ermöglicht es den Antragstellern somit, gewissermaßen zwei Fliegen mit einer Klappe zu schlagen: Mit diesem Kapital bringen sie einerseits das gesellschaftsrechtliche Grundkapital, andererseits das für die bankaufsichtsrechtliche Erlaubnis erforderliche harte Kernkapital auf. Für Zahlungs- und E-Geld-Institute gelten diese Ausführungen entsprechend, da das Anfangskapital in § 1 Abs. 30 ZAG als das aus Bestandteilen gem. Art. 26 Abs. 1 S. 1 lit. a–e CRR-VO bestehende harte Kernkapital definiert wird und insofern inhaltsgleich zu § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 1 KWG ist. Über die Grenze des Mindestkapitals hinaus finden auch andere Kapitalinstrumente Berücksichtigung, sofern sie nach den Vorgaben der CRR-VO dazu geeignet sind.²⁷²

(cc) Im Inland zur Verfügung stehendes Kapital

Um im Erlaubnisverfahren Berücksichtigung finden zu können, muss das Kapital dem Institut frei und unbefristet zur Verfügung stehen und darf nicht aus einer Kreditaufnahme herrühren.²⁷³ Für die Erfüllung dieser Voraussetzung genügt es, dass unbelastetes Guthaben bei einem oder mehreren Einlagenkreditinstituten mit Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraumes unbefristet und frei von Rechten Dritter zur freien Verfügung steht und eine entsprechende Bestätigung des Kreditinstituts vorgelegt wird.²⁷⁴ Jungen Unternehmen steht der Zugang zu Einlagenkreditinstituten ohne Weiteres offen, so dass dieses Merkmal keine besondere Innovationsrelevanz aufweist.

(dd) Zwischenergebnis

Die Anforderungen an das Vorhandensein der zum Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel gestalten sich aus Sicht von Start-Up-Unternehmen insofern problematisch, als dass der Aufsichtsmaßstab die Bestimmung der Höhe dieser Mittel für den Einzelfall in das Ermessen der BaFin stellt. Die Bedeutung der in § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 2 KWG, § 12 Nr. 3 Hs. 2 ZAG enthaltenen konkreten Mindestkapitalvorgaben verkommt so zu bloßen Grenzwerten, da über diese Werte hinaus regelmäßig weitere Mittel vorliegen müssen. Der BaFin bleibt dann die Beurteilung überlassen, ob die Voraussetzungen der in § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Hs. 1 KWG, § 12 Nr. 3 Hs. 1 ZAG aufgestellten Generalklauseln durch dieses zusätzliche Kapital erfüllt sind. Bei einem Antrag auf Erlaubniserteilung verbleibt so immer die Unsicherheit, ob die zur Verfügung stehenden Mittel durch die BaFin als ausreichend erachtet werden. Für Start-Up-Unternehmen,

ten der Art. 28, 29 CRR-VO verbundene Agio, einbehaltene Gewinne, das kumulierte sonstige Ergebnis, sonstige Rücklagen sowie der Fonds für allgemeine Bankrisiken.

²⁷² Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 10.

²⁷³ BaFin/Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäften gemäß § 32 Abs. 1 KWG, S. 6; Schwennicke, in: ders/Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 7.

²⁷⁴ § 14 Abs. 3 S. 1 AnzV; Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 8.

die sich regelmäßig ohnehin nicht durch eine übermäßige Kapitalausstattung hervortun, stellt dies eine erhebliche Rechtsunsicherheit dar. Dazu kommt, dass sich mangels einschlägiger Erfahrungen auftretende Unsicherheiten der Aufsichtsbehörde bezüglich einer konkret zu beurteilenden Innovation in höheren Kapitalvorgaben niederschlagen, als dies erforderlich wäre.

(c) Hinreichender Inlandsbezug

Gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 KWG muss das Institut seine Hauptverwaltung und, sofern es sich um eine juristische Person und nicht um eine Zweigstelle im Sinne des § 53 KWG handelt, seinen juristischen Sitz im Inland haben. Als Hauptverwaltung gilt dabei die Stelle, von der aus das Unternehmen geleitet und verwaltet wird.²⁷⁵ Im Rahmen des Erlaubnisverfahrens nach dem ZAG fordert § 12 Nr. 8 ZAG dagegen zwar ebenfalls, dass der Antragsteller seine Hauptverwaltung im Inland hat und zumindest einen Teil seiner Zahlungsdienste im Inland erbringt oder seines E-Geld-Geschäfts im Inland betreibt.²⁷⁶ Eine besondere Innovationsrelevanz dieser Vorgaben lässt sich nicht erkennen.

(d) Organisationsanforderungen

Schließlich formulieren die gesetzlichen Regelungen Versagungsgründe, die an die ordnungsgemäße Organisation des Instituts anknüpfen. So ist die Erlaubnis durch die BaFin gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 KWG zu versagen, wenn das Institut nicht bereit oder in der Lage ist, die erforderlichen organisatorischen Vorkehrungen zum ordnungsmäßigen Betreiben der Geschäfte, die es in der Erlaubnis beantragt, zu schaffen. Die Regelung konkretisiert die organisatorischen Anforderungen an Institute nicht selbst, sondern verweist inhaltlich insbesondere auf die Organisationsanforderungen des § 25a KWG.²⁷⁷ Die Formulierung des Versagungsgrunds lässt den Schluss zu, dass die Vorkehrungen im Zeitpunkt der Erlaubnisbeantragung noch nicht vollständig vorliegen müssen. Vielmehr müsste es ausreichen, dass sich insbesondere aus dem nach § 32 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 KWG vorzulegenden Geschäftsplans samt Organigramm ergibt, dass die Umsetzung dieser Vorgaben voraussichtlich zu erwarten ist beziehungsweise nicht von vornherein ausgeschlossen ist.²⁷⁸

Versagungsgründe, die im Zusammenhang mit der Organisation des Instituts stehen, finden sich auch im ZAG für Zahlungs- und E-Geld-Institute. Zunächst

²⁷⁵ *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 23.

²⁷⁶ Der zweite Passus ist in gewisser Weise überflüssig, da nach §§ 10, 11 ZAG ohnehin nur eine Erlaubnis erforderlich ist, wenn Zahlungsdienste oder E-Geld-Geschäfte im Inland erbracht beziehungsweise betrieben werden.

²⁷⁷ *Binder*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 3 Rn. 69; vgl. auch *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 22; *Schwennicke*, in: *ders./Auerbach* (Hrsg.), *KWG*, § 33 Rn. 58. Vgl. zur Innovationsrelevanz der Vorgaben des § 25a KWG unten, § 2 C. II. 2. b).

²⁷⁸ Vgl. *Fischer/Müller*, in: BFS-KWG, § 33 Rn. 22.

ist die Erlaubnis gem. § 12 Nr. 6 ZAG zu versagen, wenn der Antragsteller nicht über wirksame Verfahren zur Ermittlung, Steuerung, Überwachung und Meldung von Risiken sowie angemessene interne Kontrollverfahren einschließlich solider Verwaltungs- und Rechnungslegungsverfahren verfügt. Im Gegensatz zu der vergleichbaren Regelung des KWG fordert die Formulierung des ZAG das Vorhandensein entsprechender Verfahren bereits im Zeitpunkt der Erlaubnisbeantragung. Weiterhin muss der Antragsteller gem. § 12 Nr. 9 ZAG über eine Absicherung für den Haftungsfall gemäß den Voraussetzungen des § 16 ZAG oder § 36 ZAG verfügen. Danach sind Institute, die Zahlungsauslöse- oder Kontoinformationsdienste erbringen, verpflichtet, eine Berufshaftpflichtversicherung oder eine andere gleichwertige Garantie abzuschließen und während der Gültigkeitsdauer der Erlaubnis aufrechtzuerhalten. Schließlich muss der BaFin gem. § 12 Nr. 10 ZAG die Erfüllung der Sicherungsanforderungen nach §§ 17, 18 ZAG ausreichend nachgewiesen werden. Diese Normen enthalten Anforderungen an die Sicherung von Geldbeträgen, die Institute von Zahlungsdienstnutzern oder über einen anderen Zahlungsdienstleister für die Ausführung von Zahlungsvorgängen oder die Ausgabe von E-Geld entgegengenommen haben. Dazu können die Institute grundsätzlich zwischen zwei in § 17 Abs. 1 S. 2 ZAG näher beschriebenen Methoden wählen.²⁷⁹ Die Frage, wann der BaFin eine derartige Sicherung ausreichend nachgewiesen ist, bleibt allerdings offen.

(3) In das Ermessen der BaFin gestellte Versagungsgründe

Nach § 33 Abs. 2 S. 1 KWG kann die BaFin die Erlaubnis versagen, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass eine wirksame Aufsicht über das Institut beeinträchtigt wird. § 33 Abs. 2 S. 2 KWG formuliert nicht abschließende Regelfälle, in denen von einer derartigen Beeinträchtigung auszugehen ist. Ob ein solcher Regelfall verwirklicht ist oder ob eine wirksame Aufsicht aus sonstigen Gründen gefährdet ist, kann nur für den Einzelfall beurteilt werden. Allerdings stellt gerade die Tatsache, dass die Aufzählung des § 33 Abs. 2 S. 2 KWG nicht abschließend ist, einen weiteren Unsicherheitsfaktor für Antragsteller dar.

(4) Erlaubnisverfahren

Keiner vertieften Würdigung erfahren soll an dieser Stelle das nach Antragstellung in Gang gesetzte Erlaubnisverfahren. Allerdings wurde auch diesbezüglich in der Literatur bereits darauf hingewiesen, dass die Verfahrensdauer erhebliche Implikationen für die Erfolgsaussichten einer FinTech-Innovation haben kann.²⁸⁰ Dies gilt umso mehr, als dass die in § 33 Abs. 5 KWG genannte

²⁷⁹ Ausnahmsweise kann die die BaFin dem Institut nach pflichtgemäßem Ermessen eine der Methoden vorgeben, § 17 Abs. 1 S. 3 ZAG.

²⁸⁰ *Tschörtner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 3 Rn. 16; vgl. auch *Bauerfeind WM* 2018, 456 (457).

Frist von sechs Monaten zur Prüfung des Erlaubnisanspruchs mit der Einreichung des Antrags und der vollständigen Unterlagen beginnt – wann diese Voraussetzungen vorliegen, steht letztlich allerdings im Ermessen der BaFin.

Einen recht komplizierten und gleichzeitig starren Ablauf- und Fristenplan für das Erlaubnisverfahren sieht der MiCA-VO-E zum Beispiel in Art. 18f. MiCA-VO-E für die Erlaubniserteilung für Emittenten wertreferenzierter Token vor.²⁸¹ Danach hat die zuständige nationale Behörde innerhalb von 20 Arbeitstagen die Vollständigkeit des Erlaubnisanspruchs zu prüfen. Innerhalb von drei Monaten nach Eingang des vollständigen Antrags prüft die Behörde dann, ob die Voraussetzungen für eine Erlaubniserteilung vorliegen und entwirft eine entsprechende Entscheidung, die sie dann zusammen mit anderen Unterlagen an EBA, ESMA und EZB übermittelt. Diese haben wiederum innerhalb von zwei Monaten gegenüber der zuständigen nationalen Behörde eine unverbindliche Stellungnahme abzugeben. Gem. Art. 19 Abs. 1 MiCA-VO-E hat diese dann wiederum einen Monat Zeit, um auf Grundlage des ursprünglichen Entscheidungsentwurfs und der Stellungnahme eine endgültige Entscheidung zu treffen. Insgesamt kann sich das Erlaubnisverfahren hier also ebenfalls über einen Zeitraum von sechs Monaten hinziehen. Angesichts der Tatsache, dass durch die MiCA-VO – wie auch durch die ECSP-VO²⁸² – FinTech-Innovationen eigentlich gefördert werden sollen, verwundert dies. Ein derart lang bemessener Zeitraum ist ohne Weiteres geeignet, einer Innovation ihre Neuheit schon vor Markteinführung zu nehmen.

cc) Zwischenergebnis

Die gesetzlichen Vorgaben in KWG und ZAG weisen sowohl bei der Frage nach dem Entstehen der Erlaubnispflicht als auch nach den Voraussetzungen einer Erlaubniserteilung mehrere Elemente auf, die sich aus Sicht von Innovatoren problematisch darstellen könnten. So entsteht eine Erlaubnispflicht zunächst nur dann, wenn die innovative Dienstleistung zu den erlaubnispflichtigen Tätigkeiten gehört. Dies kann solche Innovatoren, die vollkommen neue, vom Aufsichtsmaßstab nicht vorausgesehene Dienstleistungen erbringen, gegenüber solchen bevorzugen, die mit ihrer Innovation „lediglich“ auf Verbesserungen in etablierten, vom Gesetzgeber bereits bedachten Bereichen abzielen. Daneben finden die durch eine Tätigkeit wahrgenommenen Funktionen im Rahmen einer solchen tätigkeitsbezogenen Regulierung soweit ersichtlich keinerlei Berücksichtigung. Insgesamt eröffnet der tätigkeitsbezogene Ansatz des Bankauf-

²⁸¹ Vgl. zu Begriff und Erlaubnispflicht noch genauer unten, § 5 C. II. 1. b) bb) (2).

²⁸² Gem. Art. 12 Abs. 4 ECSP-VO prüft die zuständige Behörde innerhalb von 25 Arbeitstagen, ob der Erlaubnisanspruch vollständig ist. Gem. Abs. 8 hat sie dann innerhalb von drei Monaten nach Eingang des vollständigen Antrags zu prüfen, ob die Zulassung zu erteilen oder zu verweigern ist. Durch die fehlende Einbindung von EBA, ESMA und EZB kommt es hier durchaus zu einem kürzeren Erlaubnisverfahren.

sichtsrechts so einerseits die Gefahr einer Regulierungsarbitrage, andererseits entsteht hierdurch Rechtsunsicherheit.

Weiterhin entsteht die Erlaubnispflicht schon bei gewerbsmäßigem Handeln; aufgrund der extensiven Lesart dieses Merkmals verbleibt kaum Raum zu einer erlaubnisfreien Tätigkeit eines innovativen Unternehmens. Ohne Erlaubnis bleibt den Unternehmen so kein ökonomisch sinnvoller Handlungsspielraum, der ihnen die Durchführung einer Testphase erlauben würde. Denkbar ist allein ein Betreiben des Geschäfts ohne Gewinnerzielungsabsicht und unterhalb des Erfordernisses eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs. Dies hätte allerdings gleich zwei Nachteile: Zum einen operieren junge Start-Up-Unternehmen gerade zu Beginn ihrer Tätigkeit finanziell regelmäßig ohnehin nahe am Minimum, so dass fraglich erscheint, ob sie sich eine längere Phase ohne jegliches Einkommen überhaupt leisten können. Eine diesem Problem entgegenwirkende Investition in das Unternehmen wird für Investoren regelmäßig erst dann attraktiv sein, wenn das Geschäftsmodell zukünftigen Erfolg vermuten lässt. Indiz dafür wäre aber gerade eine erfolgreich durchgeführte Testphase. Zum anderen entfallen im Rahmen einer solch eingeschränkten Geschäftsaktivität sämtliche Vorteile der Testphase: Weder Profitabilität des Unternehmens, Angemessenheit der Preisgestaltung für die innovative Dienstleistung noch die Überprüfung unternehmensinterner Prozesse können so unter annähernd realistischen Bedingungen getestet werden.

Im Erlaubnisverfahren selbst können sich einige Voraussetzungen für die Erteilung einer Erlaubnis beschränkend auf Innovationen auswirken. Zunächst führen insbesondere die Anforderungen an die fachliche Eignung von Geschäftsleitern zu einem faktischen Ausschluss von Geschäftsleitern, die nicht von traditionellen Kreditinstituten oder Finanzdienstleistungsunternehmen stammen. In seiner praktischen Anwendung kann so der Eindruck einer gesetzlich angeordneten Vetternwirtschaft entstehen. Daneben kann die Stellung junger FinTech-Start-Ups im Wettbewerb um Venture Capital durch die Überprüfung von Inhabern bedeutender Beteiligungen geschwächt werden, indem potentielle Investoren durch diese möglicherweise abgeschreckt werden. Schließlich kann selbst während des Erlaubnisverfahrens noch keine Rechtsunsicherheit einkehren, da gerade die Bestimmung der für den Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel der BaFin obliegt.

Im Ergebnis kann der präventive Erlaubnisvorbehalt durch die enthaltenen Hürden in seiner konkreten Ausgestaltung gerade für junge Start-Up-Unternehmen eine erhebliche Markteintrittshürde darstellen.²⁸³ Dies zeigt sich auch daran, dass die Kosten für den Betrieb eines FinTech-Unternehmens bis zur Erlaubniserlangung durchschnittlich auf 20 Millionen Euro geschätzt werden,

²⁸³ Zu diesem Ergebnis kommen auch *Ringe/Ruof*, A Regulatory Sandbox for Robo-Advice, S. 31.

ein für Start-Up-Unternehmen durchaus signifikanter Betrag.²⁸⁴ Die teilweise überzogenen Anforderungen verbunden mit den daraus resultierenden Kosten führen in der Rechtsrealität dazu, dass FinTech-Unternehmen zu einer Kooperation mit Erlaubnisträgern wie zum Beispiel Geschäftsbanken – sogenannten *fronting banks* – gezwungen sind.²⁸⁵ Dem scheint sich selbst die BaFin bewusst zu sein, weist sie doch ausdrücklich auf die Möglichkeit derartiger Kooperationen hin.²⁸⁶ Dadurch können sie allerdings ihr Potential hinsichtlich einer Weiterentwicklung des Finanzsystems nicht vollends ausschöpfen, denn naturgemäß erweist sich die Realisierung des Potentials einer Zerstörung alter Strukturen im Sinne der schöpferischen Zerstörung nach Schumpeter als beinahe unerreichbar, wenn der Zerstörende auf diese Strukturen selbst noch angewiesen ist.

b) Organisationsanforderungen

Das KWG enthält in § 25a KWG für Institute im Sinne des § 1 Abs. 1b KWG, mithin für Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute, organisatorische Anforderungen.²⁸⁷ Vergleichbare Anforderungen formuliert § 27 ZAG für Institute im Sinne des § 1 Abs. 3 ZAG (Zahlungsinstitute und E-Geld-Institute). Sinn und Zweck der Organisationspflichten ist jeweils, dass ein Institut über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation verfügt (vgl. § 25a Abs. 1 S. 1 KWG, § 27 Abs. 1 S. 1 Hs. 1, S. 2 Nr. 1 ZAG). Nach beiden Gesetzen sind dafür im Grundsatz jeweils die Geschäftsleiter verantwortlich (§§ 25a Abs. 1 S. 2 Hs. 1 KWG, 27 Abs. 1 S. 1 Hs. 2 ZAG).²⁸⁸ Darüber hinaus unterscheiden sich die Organisationsanforderungen von KWG und ZAG im Detail allerdings. Die nachfolgenden Ausführungen werden sich daher zunächst an den Anforderungen des KWG orientieren, gegebenenfalls ergänzt um abweichende beziehungsweise zusätzliche Vorgaben des ZAG.

²⁸⁴ Ringe/Ruof, A Regulatory Sandbox for Robo-Advice, S. 31 m. w. N.

²⁸⁵ Allgemein Tschörtner, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 3 Rn. 11 ff.; Scholz-Fröhling BKR 2017, 133 (138); für Robo Advisors Ringe/Rouf, A Regulatory Sandbox for Robo-Advice, S. 32; vgl. andeutungsweise für das Crowdfunding Renner ZBB 2014, 261 (263 f.).

²⁸⁶ So zum Beispiel BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdfunding, Punkt 3.

²⁸⁷ Für Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 2 Abs. 10 WpHG, also Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 8 WpHG) allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen (§ 2 Abs. 9 WpHG) gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, enthält § 80 Abs. 1 S. 1 WpHG eine Rechtsgrundverweisung auf § 25a Abs. 1 KWG, vgl. Langen/Donner, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), KWG, § 25a Rn. 13. Die daraus resultierenden Pflichten müssen somit bei Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen des § 25a KWG erfüllt werden.

²⁸⁸ Im KWG ist die Verantwortlichkeit der Geschäftsleiter durch Sachverhalte begrenzt, bei denen das Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan entscheidet, vgl. Braun, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 61.

Nach den Vorgaben des § 25a Abs. 1 KWG umfasst eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation insbesondere ein angemessenes und wirksames Risikomanagement, darüber hinaus Regelungen zur Bestimmung der finanziellen Lage des Instituts, die vollständige Dokumentation der Geschäftstätigkeit sowie die Einrichtung eines Whistleblowing-Prozesses. Ziel der nachfolgenden Ausführungen ist indes nicht die vollständige Darstellung der umfangreichen Vorgaben zur Organisation eines Instituts. Stattdessen soll anhand deren konkreter Ausgestaltung die Relevanz dieser Vorgaben für innovative FinTech-Lösungen beurteilt werden.

aa) Risikomanagement

Aus § 25a Abs. 1 S. 3 KWG ergibt sich, aus welchen Elementen ein angemessenes und wirksames Risikomanagement unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit des Instituts bestehen muss. Konkretisiert werden diese Anforderungen jeweils durch die MaRisk, die durch die BaFin zuletzt im Oktober 2017 aktualisiert wurde;²⁸⁹ eine neuerliche Aktualisierung wird noch für das Jahr 2021 erwartet. Zu beachten ist allerdings, dass die MaRisk sowohl nach Ansicht des Gesetzgebers und wohl auch nach der herrschenden Meinung in der Literatur als lediglich norminterpretierende Verwaltungsvorschrift keine Außenwirkung entfaltet.²⁹⁰ Institute werden durch deren Vorgaben somit nicht gebunden, sondern können allenfalls bei einem Verstoß gegen die gesetzliche Regelung in § 25a KWG belangt werden. Allerdings zieht die BaFin die MaRisk bei der Prüfung, ob es zu einem solchen Verstoß gekommen ist, als *benchmark* heran, so dass Institute deren Vorgaben regelmäßig auch ohne Bindungswirkung einhalten werden.²⁹¹

Daneben wird in der Literatur darauf hingewiesen, dass ZAG-Institute mit der Umsetzung der PSD II trotz des ursprünglichen Zuschnitts auf KWG-Ins-

²⁸⁹ BaFin, Rundschreiben 09/2017 (BA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk vom 27.10.2017, Geschäftszeichen BA 54-FR 2210 2017/0002, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1709_ma_risk_ba.html (letzter Abruf: 22.3.2021). Von Oktober bis Dezember 2020 wurde eine Novelle der MaRisk konsultiert, vgl. BaFin, Konsultation 14/2020 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement, 26.10.2020, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2020/kon_14_20_Konsultation_MaRisk.html (letzter Abruf: 22.3.2021).

²⁹⁰ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der neu gefassten Bankenrichtlinie und der neu gefassten Kapitaladäquanzrichtlinie, BT-Drucks. 16/1335, S. 75; *Langen/Donner*, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), KWG, § 25a Rn. 6; *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 12 Rn. 14; *Hannemann/Schneider/Weigl*, MaRisk, S. 24 ff.; vgl. auch das *orbiter dictum* des VGH Kassel vom 31.5.2006, WM 2007, 392 (393); a. A. *Binder* ZGR 2007, 745 (749); *Michael* VersR 2010, 141 (142 f.); aus der Einstufung als norminterpretierende Verwaltungsvorschrift auf die Einordnung als normkonkretisierende Verwaltungsvorschrift schließend *Krimphove* BKR 2018, 1 (4).

²⁹¹ *Hannemann/Schneider/Weigl*, MaRisk, S. 25; *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 12 Rn. 14.

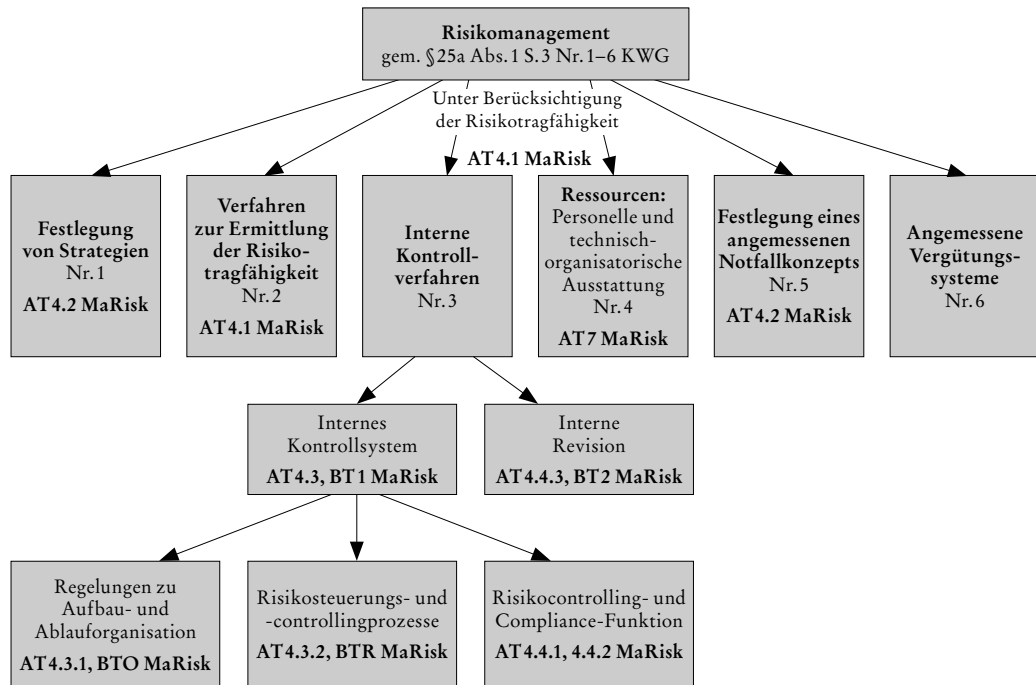


Abbildung 1: Risikomanagement nach § 25a Abs. 1 S. 3 KWG mit Konkretisierungen durch die MaRisk 2017

titute die Vorgaben der MaRisk nunmehr zu beachten haben.²⁹² Auch schon vorher empfahl es sich in der Praxis, deren Vorgaben zumindest dann punktuell zu beachten, wenn dies unter Berücksichtigung der Unterschiede zwischen KWG- und ZAG-Instituten sinnvoll erscheint.²⁹³ Dies konnte vor allem dann der Fall sein, wenn sich die vom Gesetzgeber angestrebte Angleichung der Aufsicht über KWG- und ZAG-Institute durch ähnliche oder sogar identische Normen äußert.²⁹⁴ Als Beispiel kann hier die Vorgabe genannt werden, ein angemessenes Notfallkonzept, insbesondere für IT-Systeme, festzulegen; dies fordern sowohl § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 5 KWG als auch § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 ZAG.

(1) Festlegung von Strategien

Gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 1 KWG umfasst das Risikomanagement zunächst die Festlegung von Strategien, insbesondere die Festlegung einer auf die nachhalti-

²⁹² Steinboff, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 53 Rn. 6; Thalhofer/Żdanowiecki, Auer-Reinsdorff/Conrad, IT- und Datenschutzrecht, § 19 Rn. 227; noch zur alten Rechtslage vgl. Auerbach/Hentschel, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), KWG³, § 22 ZAG Rn. 8; Findeisen, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe (Hrsg.), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 22 ZAG Rn. 19; Hingst/Lösing, Zahlungsdienstaufsichtsrecht, § 12 Rn. 17f.

²⁹³ Hingst/Lösing, Zahlungsdienstaufsichtsrecht, § 12 Rn. 19.

²⁹⁴ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften der Zahlungsdiensterichtlinie (Zahlungsdienstumsetzungsgesetz), BT-Drucks. 16/11613, S. 27; Hingst/Lösing, Zahlungsdienstaufsichtsrecht, § 12 Rn. 18.

ge Entwicklung des Instituts gerichteten Geschäftsstrategie und einer damit konsistenten Risikostrategie, sowie die Einrichtung von Prozessen zur Planung, Umsetzung, Beurteilung und Anpassung dieser Strategien. Konkretisierungen erfahren die gesetzlichen Vorgaben in AT 4.2 MaRisk. Die Entwicklung solcher Strategien muss sich danach an der Geschäftsaktivität des in Frage stehenden Instituts und den damit verbundenen Risiken orientieren. Ausdrückliche Vorgaben hinsichtlich der Ausgestaltung solcher Strategien werden allerdings nicht gemacht; vielmehr hängt schon deren Detaillierungsgrad vom Umfang und der Komplexität sowie dem Risikogehalt der geplanten Geschäftsaktivitäten ab.²⁹⁵ Darüber hinaus liegt die Art und Weise der Darstellung der Risikostrategie im Ermessen des Instituts.²⁹⁶

(2) Ermittlung und Sicherstellung der Risikotragfähigkeit

Notwendige Voraussetzung für die Entwicklung einer Risikostrategie ist die Kenntnis der Risikotragfähigkeit des Instituts. Daher muss gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 2 KWG ein Verfahren zur Ermittlung und Sicherstellung der Risikotragfähigkeit Bestandteil des Risikomanagements sein, wobei eine vorsichtige Ermittlung der Risiken und des zu ihrer Abdeckung verfügbaren Risikodeckungspotenzials zugrunde zu legen ist. Die Ermittlung der Risikotragfähigkeit soll auf Grundlage des Gesamtrisikoprofils sicherstellen, dass die wesentlichen Risiken des Instituts durch das Risikodeckungspotential, unter Berücksichtigung von Risikokonzentrationen, laufend abgedeckt sind.²⁹⁷ Als wesentliche Risiken sind grundsätzlich Adressenausfallrisiken (einschließlich Länderrisiken), Marktpreisrisiken, Liquiditätsrisiken sowie operationelle Risiken einzustufen.²⁹⁸ Diese nicht abschließende Auflistung schließt indes nicht aus, dass ein Institut – je nach Geschäftstätigkeit – auch andere Risikoformen zu berücksichtigen hat. Daneben liegt die Wahl der Methoden und Verfahren zur Beurteilung der Risikotragfähigkeit in der Verantwortung des Instituts.²⁹⁹ Damit kann sich für einfach strukturierte Institute – insbesondere bei Finanzdienstleistungsinstituten – ein eher einfaches Risikotragfähigkeitskonzept schon als angemessen erweisen.³⁰⁰

(3) Einrichtung interner Kontrollverfahren

Das Risikomanagement erfordert gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3 KWG weiterhin die Einrichtung interner Kontrollverfahren. Ein solches hat wiederum ein prozessabhängiges internes Kontrollsystem und eine prozessunabhängige Interne Revision zum Bestandteil.

²⁹⁵ AT 4.2 Tz. 3 MaRisk; vgl. auch *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 153.

²⁹⁶ *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 169.

²⁹⁷ AT 4.1 Tz. 1 MaRisk.

²⁹⁸ AT 2.2 Tz. 1 MaRisk.

²⁹⁹ AT 4.1 Tz. 8 MaRisk.

³⁰⁰ *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 131.

(a) Internes Kontrollsystem

Ein internes Kontrollsystem muss mindestens die in § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3 lit. a–c KWG aufgezählten Elemente umfassen. Deren Implementierung hat sich an Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäftsaktivitäten des Instituts zu orientieren.³⁰¹ Ergänzt werden diese Vorgaben durch § 25c Abs. 4a Nr. 3 KWG, der unter anderem die Durchführung von Stresstests in die Verantwortung der Geschäftsleiter stellt. Die Funktionsfähigkeit eines internen Kontrollsystems setzt allgemein voraus, dass die betroffenen Mitarbeiter davon Kenntnis haben können; erforderlich ist mithin nach AT 5 MaRisk eine schriftlich fixierte Ordnung in Form von Organisationsrichtlinien.³⁰² Weiterhin müssen sie betroffenen Mitarbeitern in geeigneter Weise bekannt gemacht werden und diesen stets in der jeweils aktuellen Fassung zur Verfügung stehen.³⁰³

(aa) Regelungen zu Aufbau- und Ablauforganisation

Nach § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3a KWG umfasst das interne Kontrollsystem zunächst aufbau- und ablauforganisatorische Regelungen mit klarer Abgrenzung der Verantwortungsbereiche. Dafür sind zunächst Prozesse und die damit verbundenen Aufgaben, Kompetenzen, Verantwortlichkeiten, Kontrollen sowie Kommunikationswege klar zu definieren und aufeinander abzustimmen.³⁰⁴ Darauf basierend muss unter anderem sichergestellt sein, dass unvereinbare Tätigkeiten nicht durch eine Person durchgeführt werden können (funktionale Trennung).³⁰⁵ Darüber hinaus sind Berechtigungen und Kompetenzen nach dem Sparsamkeitsgrundsatz zu vergeben und bei Bedarf zeitnah anzupassen.³⁰⁶ Durch geeignete Kontrollen ist sicherzustellen, ob die aufbau- und ablauforganisatorischen Vorgaben eingehalten werden; wie diese Kontrollen durchzuführen sind, muss anhand des Proportionalitätsprinzips bestimmt werden.³⁰⁷ Über diese allgemeinen Grundsätze hinaus enthält BTO 1 MaRisk für das Kredit- und Handelsgeschäft im Sinne von AT 2.3 MaRisk spezielle Anforderungen.³⁰⁸

³⁰¹ AT 4.3 Tz. 1 MaRisk.

³⁰² Vgl. auch *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 381; *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 41. Als Organisationsrichtlinien kommen beispielsweise Handbücher, Arbeitsanweisungen oder Arbeitsablaufbeschreibungen in Betracht, AT 5 Tz. 1 MaRisk.

³⁰³ AT 5 Tz. 2 MaRisk. Bei Veränderungen der Aktivitäten und Prozesse sind die Richtlinien zeitnah anzupassen.

³⁰⁴ AT 4.3.1 Tz. 2 MaRisk.

³⁰⁵ AT 4.3.1 Tz. 1 MaRisk; *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 389; *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 42.

³⁰⁶ AT 4.3.1 Tz. 2 MaRisk; *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 42.

³⁰⁷ Vgl. *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe, Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 44; *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 412 ff.

³⁰⁸ Vgl. dazu *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 46 ff.

Ob diese im Einzelfall zu beachten sind, hängt von der Tätigkeit des in Frage stehenden Instituts ab.

(bb) Risikosteuerungs- und -controllingprozesse

Weiterhin umfasst ein internes Kontrollsystem gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3b KWG Prozesse zur Identifizierung, Beurteilung, Steuerung sowie Überwachung und Kommunikation der wesentlichen Risiken und damit verbundener Risikokonzentrationen.³⁰⁹ Die MaRisk enthält hierzu in AT 4.3.2 MaRisk allgemeine Anforderungen, während in BTR MaRisk besondere Anforderungen an die Risikosteuerungs- und -controllingprozesse hinsichtlich der Adressenausfall-, Marktpreis-, Liquiditäts- und operationellen Risiken gestellt werden. So ist – um nur einige Beispiele zu benennen – die Geschäftsleitung mindestens vierteljährlich in angemessener Weise schriftlich über die Risikosituation zu informieren und die mit Marktpreisrisiken behafteten Positionen des Handelsbuchs täglich zu bewerten und insgesamt ein Ergebnis für das Handelsbuch zu ermitteln.³¹⁰

Die Analyse der in der MaRisk hinsichtlich der erforderlichen Risikosteuerungs- und -controllingprozesse enthaltenen Vorgaben zeigt in einer Gesamtschau allerdings, dass diese in vielen Punkten einer eigenen Auslegung durch die Normadressaten bedürfen. Dies zeigt sich insbesondere an der wiederholten Verwendung von wertenden Begriffen wie „wesentlich“, „geeignet“, „angemessen“ oder „regelmäßig“.³¹¹ Nur vereinzelt werden konkretere Vorschläge gemacht; so zum Beispiel für Verfahren zur Steuerung und Überwachung von Risikokonzentrationen, für die eine Implementierung von Limits oder Ampelsystemen in Betracht kommt.³¹² Abseits dieser vereinzelt konkretierten Regelungen können die Vorgaben unerfahrene Marktteilnehmer vor das Problem stellen, diese inhaltlich mit Leben zu füllen und dabei im Einklang mit den aufsichtsrechtlichen Vorgaben zu bleiben. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die Erlaubniserlangung, da die Nichterfüllung der Organisationsanforderungen aus § 25a KWG in diesem Kontext gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 KWG zu einer Ablehnung des Erlaubnisanspruchs führen muss.³¹³

³⁰⁹ § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3b) KWG verweist auf die in Titel VIII Kapitel 2 Abschnitt 2 Unterabschnitt II der Richtlinie 2013/36/EU niedergelegten Kriterien.

³¹⁰ AT 4.3.2 Tz. 3, BTR 2.2 Tz. 2, 3 MaRisk.

³¹¹ Allein in den allgemeinen Vorgaben in AT 4.3.2 MaRisk wird jeweils einer dieser Begriffe in jeder Randziffer verwendet. Vgl. zu diesem dem Proportionalitäts- und Verhältnismäßigkeitsprinzips geschuldeten Vorgehen auch *Benzler/Krieger*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 11 Rn. 10.

³¹² BTR 1 Tz. 6 MaRisk.

³¹³ Vgl. oben, § 2 C. II. 2. a) bb) (2) (d).

(cc) Risikocontrolling- und Compliance-Funktion

Gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3c KWG umfasst das interne Kontrollsystem schließlich eine Risikocontrolling- und Compliance-Funktion. Auch hierzu enthält AT 4.4 MaRisk Konkretisierungen der gesetzlichen Vorgaben. Sowohl die Risikocontrolling- als auch die Compliance-Funktion wurden im Zuge der Umsetzung der CRD IV eingeführt.

Die Risikocontrolling-Funktion ist für die unabhängige Überwachung und Kommunikation der Risiken zuständig und aufbauorganisatorisch bis einschließlich der Ebene der Geschäftsleitung von den Bereichen zu trennen, die für die Initiierung beziehungsweise den Abschluss von Geschäften zuständig sind.³¹⁴ Dazu hat die Funktion verschiedene Aufgaben, zum Beispiel die Durchführung von Risikoinventuren und die Erstellung des Gesamtrisikoprofils.³¹⁵ Die beschriebene aufbauorganisatorische Trennung zwischen der Risikocontrolling-Funktion und anderen Geschäftsbereichen erfordert dann, dass ein Institut dafür eigene Mitarbeiter abstellt, die nicht in anderen Geschäftsbereichen tätig sein dürfen.³¹⁶

Darüber hinaus muss jedes Institut über eine Compliance-Funktion verfügen, um Risiken, die sich aus der Nichtbefolgung rechtlicher Regelungen und Vorgaben ergeben können, entgegenwirken zu können.³¹⁷ Dazu muss sie auf die Implementierung wirksamer Verfahren zur Einhaltung der für das Institut wesentlichen rechtlichen Regelungen und Vorgaben und entsprechender Kontrollen hinwirken.³¹⁸ Dabei muss das Institut wiederum selbst bestimmen, welche Regelungen für seine Geschäftsaktivität wesentlich sind. Der genaue Zuschnitt der Compliance-Funktion ist wiederum abhängig von der Größe des Instituts sowie Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäftsaktivitäten.³¹⁹

³¹⁴ AT 4.4.1 Tz. 1 MaRisk; vgl. auch *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 238; *Benzler/Krieger*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 11 Rn. 64 ff.

³¹⁵ AT 4.4.1 Tz. 2 MaRisk; vgl. auch *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 239; *Benzler/Krieger*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 11 Rn. 64.

³¹⁶ Vgl. AT 4.4.1 Tz. 3 MaRisk. Bei systemrelevanten Instituten im Sinne von AT 1 Tz. 6 MaRisk hat die exklusive Wahrnehmung der Risikocontrolling-Funktion grundsätzlich durch einen Geschäftsleiter zu erfolgen („Chief Risk Officer“), der dadurch für bestimmte Bereiche des Instituts nicht verantwortlich sein darf, AT 4.4.1 Tz. 5 MaRisk.

³¹⁷ AT 4.4.2 Tz. 1 MaRisk.

³¹⁸ Ebd. Dies setzt notwendigerweise die regelmäßige Identifizierung der wesentlichen rechtlichen Regelungen und Vorgaben voraus, vgl. AT 4.4.2 Tz. 2 MaRisk. Also solche kommen beispielsweise Vorgaben des KWG, der CRR sowie spezieller bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben, Vorgaben des WpHG, Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung, Verhinderung schuldhafter Handlungen, allgemeine Verbraucherschutzvorgaben sowie Datenschutzvorschriften in Betracht, vgl. *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 433.

³¹⁹ Vgl. AT 4.4.2 Tz. 3, 5 MaRisk.

(b) Interne Revision

Jedes Institut muss gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 3 KWG neben dem internen Kontrollsystem über eine Interne Revision verfügen. Deren Aufgabe ist die risikoorientierte und prozessunabhängige Prüfung und Beurteilung der Wirksamkeit und Angemessenheit des gesamten Risikomanagements und der Ordnungsmäßigkeit aller (auch der ausgelagerten) Aktivitäten und Prozesse.³²⁰ Die Interne Revision muss als Instrument der Geschäftsleitung dieser insgesamt direkt unterstellt und berichtspflichtig sein; eine Anbindung an eine andere Einheit ist nicht möglich.³²¹ Sie muss mit einer ausreichenden Anzahl hinreichend qualifizierter Mitarbeiter besetzt sein, die zur Vermeidung von Interessenkonflikten grundsätzlich nicht mit revisionsfremden Aufgaben betraut werden dürfen, die mit der Prüfungstätigkeit nicht vereinbar sind.³²² Im Umkehrschluss muss das Institut über Mitarbeiter verfügen, die ausschließlich für die Interne Revision zuständig sind. Der Leiter der Internen Revision muss besonderen qualitativen Anforderungen entsprechend seines Aufgabengebiets genügen.³²³ Wann die BaFin diese Anforderungen für erfüllt hält, wird allerdings nicht näher ausgeführt; ein formelles Prüfverfahren wird jedenfalls nicht durchgeführt.³²⁴

(4) Personelle und technisch-organisatorische Ausstattung

Das Institut muss daneben gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 4 KWG personell und technisch-organisatorisch angemessen ausgestattet sein. Sowohl die quantitative als auch die qualitative Personal- und technisch-organisatorische Ausstattung des Instituts haben sich zunächst an betriebsinternen Erfordernissen, Geschäfts-

³²⁰ AT 4.4.3 Tz. 3 MaRisk; EBA, Leitlinien zur internen Governance vom 21.3.2018 (EBA/GL/2017/11), Rz. 199, abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2164689/411fdd9d-8174-4366-ab36-3aa9b0a1d716/Guidelines%20on%20Internal%20Governance%20%28EBA-GL-2017-11%29_DE.pdf?retry=1 (letzter Abruf: 22.3.2021); vgl. auch *Benzler/Krieger*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 11 Rn. 73.

³²¹ Vgl. AT 4.4.3 Tz. 2 MaRisk; *Benzler/Krieger*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 11 Rn. 74.

³²² BT 2.2 Tz. 2 MaRisk; vgl. auch EBA, Leitlinien zur internen Governance vom 21.3.2018 (EBA/GL/2017/11), Rz. 158, 160; *Benzler/Krieger*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 11 Rn. 74; *Braun*, in: *BFS-KWG*, § 25a Rn. 591.

³²³ BaFin, Erläuterungen zu den MaRisk in der Fassung vom 27.10.2017, Erläuterung zu AT 7.1 Tz. 2 MaRisk, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rundschreiben/dl_rs0917_marisk_Endfassung_2017_pdf_ba.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (letzter Abruf: 22.3.2021).

³²⁴ Vgl. ESMA/EBA, Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders (EBA/GL/2017/12), S. 72. Auf die Inhaber von Schlüsselfunktionen bei CRR-Instituten sind die für Organmitglieder entwickelten Grundsätze zu Zuverlässigkeit und fachlicher Einigung entsprechend anzuwenden, vgl. insbesondere ebd., S. 39. Inhaber einer Schlüsselfunktion ist unter anderem der Leiter der internen Revision, siehe EBA, Leitlinien zur internen Governance vom 21.3.2018 (EBA/GL/2017/11), S. 52.

aktivitäten sowie der Risikosituation zu orientieren.³²⁵ In diesem Rahmen müssen beispielsweise die Mitarbeiter sowie deren Vertreter abhängig von ihren Aufgaben, Kompetenzen und Verantwortlichkeiten über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, wobei dies durch geeignete Fortbildungsmaßnahmen zu gewährleisten ist.³²⁶ Zu den technisch-organisatorischen Ressourcen eines Instituts gehören neben der IT ebenfalls Grundstücke und Gebäude, Büroeinrichtungen, Sicherheitseinrichtungen und andere Sachmittel.³²⁷ Die MaRisk konzentriert sich mit ihren Vorgaben allerdings ausschließlich auf die aus Hardware- und Software-Komponenten bestehenden IT-Systeme. Für diese ist beispielsweise darauf zu achten, dass die Verfügbarkeit, Authentizität sowie Vertraulichkeit gespeicherter Daten gewährleistet ist, zum Beispiel durch eine angemessene Berechtigungsvergabe.³²⁸ Aus den Vorgaben der MaRisk lässt sich außerdem erkennen, dass mindestens ein technisch zuständiger Mitarbeiter zu benennen ist. Die Vorgaben zu den angemessenen personellen und technisch-organisatorischen Ressourcen stellen die genaue Ausgestaltung somit wiederum in die Verantwortung des Instituts.

(5) Angemessenes Notfallkonzept

Ein angemessenes und wirksames Risikomanagement umfasst gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 5 KWG weiterhin die Festlegung eines angemessenen Notfallkonzepts, insbesondere für IT-Systeme. Auch § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 ZAG fordert für das Zahlungsdiensteaufsichtsrecht ein angemessenes Notfallkonzept für IT-Systeme. Unter einem Notfallkonzept versteht die MaRisk die Vorsorge für Notfälle in zeitkritischen Aktivitäten und Prozessen und muss Geschäftsfortführungs- und Wiederanlaufpläne umfassen.³²⁹ Die dort festgelegten Maßnahmen müssen geeignet sein, das Ausmaß möglicher Schäden zu reduzieren und innerhalb eines angemessenen Zeitraums die Rückkehr zum Normalbetrieb ermöglichen.³³⁰ Genauere Vorgaben enthalten weder die gesetzlichen Vorgaben in KWG und ZAG noch die Konkretisierungen der MaRisk. Letztlich wird die konkrete Ausgestaltung der Notfallkonzepte somit wiederum in das Ermessen der Institute gestellt.

bb) Angemessenes Vergütungssystem

Schließlich erfordert das Risikomanagement gem. § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 6, Abs. 5, 6 KWG angemessene, transparente und auf eine nachhaltige Entwicklung des Instituts ausgerichtete Vergütungssysteme. Diese gesetzlichen Vorgaben sind

³²⁵ AT 7.1 Tz. 1, AT 7.2 Tz. 1 MaRisk.

³²⁶ AT 7.1 Tz. 2 MaRisk.

³²⁷ Braun, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 620.

³²⁸ AT 7.2 Tz. 2 MaRisk.

³²⁹ AT 7.3 Tz. 1, 2 MaRisk.

³³⁰ AT 7.3 Tz. 1, 2 MaRisk.

nicht in den MaRisk konkretisiert, sondern in der aufgrund der Ermächtigung in § 25a Abs. 6 KWG durch das Bundesministerium der Finanzen im Dezember 2013 erlassenen „Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten (InstitutsVergV)“. Im Gegensatz zu den MaRisk hat die InstitutsVergV als materielles Recht Bindungswirkung. Wie die MaRisk bedient sich die InstitutsVergV allerdings in vielen Punkten wertungsbedürftigen Begrifflichkeiten; insbesondere der Begriff der Angemessenheit nimmt dort eine große Rolle ein.³³¹ Nur vereinzelt finden sich wie in § 5 Abs. 2, Abs. 6 S. 5 Nr. 3 InstitutsVergV Negativ- oder Regelbeispiele, die bei der Auslegung des Begriffs hilfreich sind. Ansonsten bleibt es wiederum den Instituten überlassen, den Begriff der Angemessenheit für sich auszulegen und entsprechende Systeme zu implementieren.

cc) Möglichkeit der Bestimmung der finanziellen Lage des Instituts

Gem. § 25a Abs. 1 S. 6 Nr. 1 KWG umfasst eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation darüber hinaus angemessene Regelungen, anhand derer sich die finanzielle Lage des Instituts jederzeit mit hinreichender Genauigkeit bestimmen lässt. Durch das Institut zu klären ist hier vor allem die Frage, wann die finanzielle Lage hinreichend genau bestimmbar ist. Nicht erforderlich ist jedenfalls, dass die finanzielle Lage ständig exakt ermittelt werden kann.³³² Der Grad der Genauigkeit hat sich stattdessen am vorhandenen Risikopotential für die Existenz des Instituts sowie den vorhandenen finanziellen Mitteln zu orientieren: Je geringer die Risiken und je größer die finanziellen Reserven zur Risikoabdeckung, desto höher ist der Toleranzwert hinsichtlich Abweichungen bei der Bestimmung anzusetzen.³³³ Richtwerte oder ähnliche Orientierungspunkte ergeben sich diesbezüglich weder aus den gesetzlichen Vorgaben noch aus Verlautbarungen der BaFin, einschließlich der MaRisk. Damit muss das betroffene Institut die Genauigkeit des eingesetzten Verfahrens zur Bestimmung der finanziellen Lage eigenständig festlegen.

dd) Dokumentation der Geschäftstätigkeit

Sowohl § 25a Abs. 1 S. 6 Nr. 2 KWG als auch § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 ZAG fordern eine vollständige Dokumentation der Geschäftstätigkeit, die eine lückenlose Überwachung durch die BaFin für ihren Zuständigkeitsbereich gewährleistet. Nach § 25a Abs. 1 S. 6 Nr. 2 KWG sind die dafür erforderlichen Aufzeichnungen mindestens fünf Jahre aufzubewahren.³³⁴ Erforderlich in diesem Sinne ist die Aufbewahrung sämtlicher Aufzeichnungen, die der BaFin eine auf die Be-

³³¹ Vgl. nur §§ 3 Abs. 1, 2; 5 Abs. 1, 2; 6 Abs. 1, 2; 8 Abs. 2; 10 Abs. 1 Nr. 1 InstitutsVergV.

³³² Braun, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 653.

³³³ Braun, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 653.

³³⁴ Vgl. zu den Anforderungen an die Aufbewahrungsform Braun, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 654 ff.; Langen, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), KWG, § 25a Rn. 103 f.

achtung aufsichtsrechtlicher Verpflichtungen durch das Institut gerichtete lückenlose Überwachung ermöglichen.³³⁵ Dies gilt insbesondere für die Vorgaben der MaRisk.³³⁶ Mangels genauerer Angaben, welche Aufzeichnungen die BaFin für eine Überwachung konkret benötigt, werden gerade unerfahrene Institute sämtliche Aufzeichnungen mit potentiellen Implikationen für aufsichtsrechtliche Pflichten aufbewahren müssen, um insofern Rechtssicherheit zu haben. § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 ZAG fordert darüber hinaus das Führen und Pflegen einer Verlustdatenbank.

ee) Einrichtung eines Whistleblowing-Prozesses

Lediglich der Vollständigkeit halber erwähnt werden soll, dass eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation nach § 25a Abs. 1 S. 6 Nr. 3 KWG die Einrichtung eines Prozesses erfordert, der es den Mitarbeitern unter Wahrung der Vertraulichkeit ihrer Identität ermöglicht, Rechtsverstöße innerhalb des Unternehmens an geeignete Stellen zu berichten. Die konkrete Umsetzung dieser Anforderung bleibt wiederum dem jeweiligen Institut überlassen, unter anderem in Bezug auf die zuständige interne Stelle und die Sicherstellung der Vertraulichkeit der betroffenen Mitarbeiter.³³⁷

ff) Zwischenergebnis

In einer Gesamtschau sind die bankaufsichtsrechtlichen Organisationsanforderungen für innovative Marktakteure damit sowohl Fluch als auch Segen. Deren Analyse zeigt, dass die gesetzlichen Vorgaben letztlich nur vorgeben, über welche Bestandteile eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation verfügen muss. Hinsichtlich der konkreten Ausgestaltung dieser einzelnen Elemente erweisen sich die gesetzlichen Vorgaben allerdings als relativ unbestimmt. Dies verdeutlicht für das Element des angemessenen und wirksamen Risikomanagements der § 25a Abs. 1 S. 4 KWG, nach dem dessen Ausgestaltung von Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäftstätigkeit abhängt. Die vermeintlich in der MaRisk enthaltenen Konkretisierungen dieser gesetzlichen Vorgaben bedienen sich ebenfalls einer Vielzahl wertungsbedürftiger Begrifflichkeiten. Deren Auslegung obliegt zunächst dem Aufsichtsobjekt selbst. Verdeutlichen lässt sich dies insbesondere an den Vorgaben der MaRisk betreffend die Einrichtung von Risikosteuerungs- und -controllingprozessen, die in sämtlichen Punkten wertende Begrifflichkeiten enthalten. Daneben weist die MaRisk speziell für Finanzdienstleistungsinstitute und Wertpapierhandelsbanken ganz allgemein

³³⁵ Vgl. *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 664. Vgl. zu den aufsichtsrechtlichen Pflichten, zu denen Aufzeichnungen vorliegen müssen, ebd., Rn. 669, 671.

³³⁶ AT 6.1 Tz. 1 MaRisk; vgl. auch *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankaufsichtsrecht, § 11 Rn. 122.

³³⁷ *Braun*, in: BFS-KWG, § 25a Rn. 690; *Benzler/Krieger*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankaufsichtsrecht, § 11 Rn. 124.

darauf hin, dass die Anforderungen des Rundschreibens insoweit zu beachten sind, wie dies vor dem Hintergrund der Institutsgröße sowie von Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäftsaktivitäten zur Einhaltung der gesetzlichen Pflichten geboten erscheint.³³⁸

Ein solcher Ansatz ist zwar insoweit Segen für innovative Unternehmen, als dass die Organisationsanforderungen – in der Theorie – an die von der Innovation ausgehenden Risiken angepasst werden können und dadurch jedenfalls keine von vornherein unerfüllbaren Anforderungen gestellt werden. Daher wird auch ganz richtig darauf hingewiesen, dass ein „one size fits all“-Ansatz für die bankaufsichtsrechtlichen Organisationsanforderungen an Institute der Vielfalt und Heterogenität der Unternehmen und Tätigkeiten nicht gerecht werden würde.³³⁹ Dementsprechend hat der Gesetzgeber bei Schaffung der Regelungen den „Grundsatz der doppelten Proportionalität“ beachtet, der eine institutsindividuelle Geschäftsorganisation ermöglicht.³⁴⁰

Auf der anderen Seite ist die daraus resultierende Unbestimmtheit aber gleichermaßen Fluch für innovative Unternehmen, da die gesetzlichen Vorgaben für sich genommen ungeeignet sind, unerfahrenen Marktteilnehmern Rechtssicherheit hinsichtlich der Organisation ihres Instituts zu ermöglichen. Dieses Problem stellt sich nicht nur während der eigentlichen Geschäftsaktivität, sondern schon im Rahmen des Erlaubnisverfahrens. Durch diese einer *principle-based regulation* nachgebildeten unbestimmten Vorgaben besteht so stetig das Risiko, dass Institute und Aufsichtsbehörden zu einer voneinander abweichenden Beurteilung der erforderlichen Organisationsvorkehrungen kommen.³⁴¹ Am längeren Hebel sitzt dann aber jedenfalls die Aufsichtsbehörde, die den Erlaubnisantrag ablehnen oder eine bereits erteilte Erlaubnis nachträglich aufheben kann.

Gerade mit Blick auf innovative Produkte, Prozesse oder Dienstleistungen besteht in dieser Hinsicht weiterhin die Gefahr eines in gewisser Weise umgekehrten Adverse Selection-Problems³⁴²: Das in Frage stehende Unternehmen kann möglicherweise die aus seiner Innovation resultierenden Risiken gut einschätzen und so eine entsprechende Organisationsstruktur wählen. Die Auf-

³³⁸ AT 2.1 Tz. 2 MaRisk.

³³⁹ Benzler/Krieger, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 10.

³⁴⁰ Vgl. Langen/Donner, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), KWG, § 25a Rn. 32. Zweites Element des doppelten Proportionalitätsgrundsatzes ist das der institutsindividuellen Prüfungshandlungen, das heißt die Festlegung der Häufigkeit und Intensität der Prüfungen durch die BaFin proportional zur Größe, dem Geschäftsvolumen und der Risikostruktur des Instituts.

³⁴¹ In diese Richtung denkend auch Benzler/Krieger, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 11 Rn. 9; Binder ZGR 2015, 667 (691 f.; 702 f.); ders. ZGR 2013, 760 (764 f.).

³⁴² Vgl. zum Adverse Selection-Problem noch unten, § 3 B. I. 2.

sichtsbehörde, die mit der Innovation naturgemäß noch keine Erfahrungen sammeln konnte, könnte das Risiko höher einschätzen und entsprechend – insofern unwissend und unabsichtlich gegen das Proportionalitätsprinzip verstoßend – strengere Organisationsvorgaben für erforderlich halten und gegenüber dem Unternehmen im Extremfall mittels imperativen aufsichtsrechtlichen Eingriffsinstrumenten durchsetzen.³⁴³ Die gesetzliche Betonung des Proportionalitätsprinzips ist demnach nur dann sinnvoll, wenn die Aufsichtsbehörde gerade die von Finanzinnovationen ausgehenden Risiken richtig einschätzen kann. Eine solche Risikoeinschätzung ist allerdings zumindest in einem gewissen Umfang von der subjektiven Einschätzung der Aufsichtsbehörden bestimmt. Dies gilt es nicht zuletzt deshalb zu berücksichtigen, weil die Erfahrungen der letzten großen Finanzkrise die Aufsichtspraxis sicherlich immer noch wesentlich beeinflussen. Dazu kommt gerade für die deutsche Aufsichtsbehörde BaFin, dass diese angesichts der Beaufsichtigung des vielerorts als deutsches Vorzeige-FinTech bezeichneten Unternehmens Wirecard erheblicher Kritik ausgesetzt war und insofern zu befürchten steht, dass sich diese negativen Erfahrungen in Zukunft in einer tendenziell strengeren Beaufsichtigung anderer FinTech-Innovationen niederschlagen werden.

c) Meldepflichten

In den Versagungsgründen des § 33 KWG niedergelegte Vorgaben, deren Einhaltung für die Erlangung einer Erlaubnis nachzuweisen sind, sind nicht lediglich Voraussetzung der Erlaubniserteilung, sondern auch im laufenden Geschäftsbetrieb stets einzuhalten.³⁴⁴ Damit sich die BaFin davon vergewissern kann, enthält der gesetzliche Aufsichtsmaßstab eine Vielzahl an Meldepflichten. Allein das KWG enthält mehr als 120 solcher Anzeigepflichten.³⁴⁵ Daneben enthält die CRR-Verordnung für die vom Anwendungsbereich erfassten Institute³⁴⁶ zahlreiche weitere Meldepflichten. Es lässt sich grob zwischen periodisch wiederkehrenden und anlassbezogenen Meldepflichten unterscheiden.³⁴⁷ Periodische Meldungen sind beispielsweise gem. § 99 Abs. 1 CRR-VO mindestens halbjährlich über die Einhaltung der Verpflichtungen im Rahmen der Eigenmittelanforderungen nach Art. 92 CRR-VO oder gem. § 11 KWG in Verbin-

³⁴³ Zu denken ist insofern vor allem an die Versagung der Erlaubnis gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 KWG oder die Aufhebung einer bereits erteilten Erlaubnis gem. § 35 Abs. 2 Nr. 3 KWG. Vgl. zur Aufhebung einer Erlaubnis aufgrund von Organisationsmängeln *Fischer/Müller*, in: *BFS-KWG*, § 35 Rn. 35.

³⁴⁴ *Binder*, in: *ders./Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 3 Rn. 67.

³⁴⁵ Vgl. *Glos*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 13 Rn. 25.

³⁴⁶ Institute im Sinne der CRR-Verordnung sind gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 CRR-VO Kreditinstitute im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 CRR-VO (CRR-Kreditinstitute) sowie Wertpapierfirmen im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 CRR-VO. Im Jahr 2018 waren von 1.556 zugelassenen Kreditinstituten 1.411 CRR-Kreditinstitute, vgl. BaFin, *Jahresbericht 2018*, S. 64.

³⁴⁷ *Glos*, in: *Binder/Glos/Riepe* (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, § 13 Rn. 19.

derung mit § 11 Abs. 1 S. 1 LiqV über ihre Liquiditätskennziffer zu machen.³⁴⁸ Anlassbezogene Meldungen sieht im europäischen Recht beispielsweise Art. 54 Abs. 5 CRR-VO vor, wenn das harte Kernkapital unter einen bestimmten Wert fällt, während nach deutschem Aufsichtsrecht alleine in § 24 KWG insgesamt 17 Anlässe aufgezählt sind, die eine unverzügliche Meldung erfordern.³⁴⁹ Mit § 28 ZAG enthält das Zahlungsdiensteaufsichtsrecht eine vergleichbare Regelung. Daneben ist gem. § 2c Abs. 1 S. 1, 2 KWG schon das Interesse des Erwerbs einer bedeutenden Beteiligung an einem Institut unverzüglich der BaFin mitzuteilen.³⁵⁰ Schließlich ist die BaFin gem. § 44 KWG dazu berechtigt, sich auch ohne besonderen Anlass, bei den Instituten Prüfungen vorzunehmen und sich dazu Auskünfte über Geschäftsangelegenheiten erteilen, Unterlagen vorlegen und Kopien anfertigen zu lassen.³⁵¹

Zu beachten ist, dass die aufsichtsrechtlichen Meldepflichten neben Transparenz-, Offenlegungs- und Meldepflichten anderer Rechtsgebiete stehen, beispielsweise des Kapitalmarktrechts (WpHG, WpPG, BörsG), Gesellschaftsrechts (AktG, GmbHG) oder des handelsrechtlichen Bilanzrechts (HGB). Unabhängig von den genauen Anforderungen an die erforderlichen Meldungen lässt daher schon die schiere Menge insbesondere an aufsichtsrechtlichen Meldepflichten eine Überforderung unerfahrener Institute befürchten. Darüber hinaus wird die Generierung der erforderlichen Informationen mit erheblichen Kosten verbunden sein, die für innovative Geschäftsmodell zumindest restriktive, wenn nicht sogar prohibitive Wirkung haben könnte.

D. Ergebnis

Dynamische Innovationen stehen mit statischen Rechtsordnungen in einem natürlichen Spannungsverhältnis. Umso mehr gilt dies für Finanzinnovationen wie die von der aktuellen FinTech 3.0-Phase ausgehenden Neuerungen. Trotz der grundsätzlich positiven Konnotation des Innovationsbegriffs sind diese auch immer mit Risiken verbunden. Diese beschränken sich gerade bei Finanz-

³⁴⁸ Vgl. zu periodisch wiederkehrenden Meldepflichten eingehender *Glos*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 13 Rn. 20ff.

³⁴⁹ Vgl. zu anlassbezogenen Meldepflichten eingehender *Glos*, in: Binder/Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 13 Rn. 39ff.

³⁵⁰ Genaue Vorgaben zum Inhalt der Meldung finden sich in §§ 4–16 Inhaberkontrollverordnung, beispielsweise die Höhe der beabsichtigten Beteiligung, die für die Begründung des maßgeblichen Einflusses wesentlichen Tatsachen und Unterlagen sowie die für die Beurteilung der Zuverlässigkeit des Erwerbsinteressenten wesentlichen Tatsachen und Unterlagen, vgl. dazu *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 2c Rn. 8f.

³⁵¹ Vgl. dazu *Fischer/Boegl*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 126 Rn. 64.

innovationen nicht auf das Finanzsystem, sondern können aufgrund der externen Vernetzung des Finanzsektors gleichermaßen für die Realwirtschaft erhebliche Auswirkungen haben. Es ist daher einerseits erforderlich, die mit der jeweiligen Innovation verbundenen Risiken auszuschließen, wenigstens aber zu begrenzen. Andererseits tragen Finanzinnovationen aber zu einer Verbesserung der Funktionsfähigkeit von Finanzsystemen bei. Dies sollte das Recht bei aller Risikobegrenzung nicht von vornherein vereiteln, da von einer damit verbundenen besseren und schnelleren Ressourcenverteilung wiederum die Realwirtschaft profitiert. Finanzinnovationen sind so nicht nur hinsichtlich ihrer Risiken, sondern auch bezüglich ihrer positiven Effekte in einem gesamtgesellschaftlichen Kontext zu betrachten. Das Recht muss daher einen Ausgleich schaffen zwischen einer maximalen Innovationsoffenheit bei gleichzeitiger Minimierung potentieller Risiken. Auf dem Gebiet des Finanzmarktrechts ist diese Suche nach diesem schmalen Grat insbesondere für das Bankaufsichtsrecht von gesteigerter Bedeutung, da dieses für Innovationen und deren Potential, in einem Wettbewerb auf dem Finanzmarkt bestehen zu können, erhebliche Auswirkungen haben kann. Dazu darf der Aufsichtsmaßstab keine für sinnvolle Innovationen unangemessenen Markteintrittshürden vorsehen. Gleichzeitig müssen dessen Vorgaben aber ausschließen, dass für gemeinwohlunverträgliche Innovationen kein und insbesondere kein erleichterter Marktzugang existiert, indem sie zum Beispiel Raum für die Ausnutzung einer Regulierungsarbitrage geben.

Dieses Problem haben seit dem Beginn der FinTech 3.0-Phase weltweit zahlreiche Gesetzgeber erkannt und entsprechende Maßnahmen ergriffen. Diese reichen von der FinTech-spezifischen Anpassung geltender Rechtssätze über die Schaffung regulierter Experimentierräume hin zur zukünftigen Nutzung innovativer Regulierungskonzepte. Die Analyse der globalen FinTech-Regulierung zeigt allerdings auch, dass sich der deutsche Gesetzgeber an der Suche nach dem beschriebenen Grat zwischen Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung nur insoweit beteiligte, wie er dazu durch europäische Rechtsakte wie die PSD II gezwungen wurde. Ein erster eigenständiger – wenn auch zaghafter – Schritt in diese Richtung war der Erlass des Kleinanlegerschutzgesetzes sowie die Einführung der Kryptowerte und des Kryptoverwahrgeschäfts in das KWG. Zu nennen ist weiterhin der Erlass des eWpG, auch wenn dieses – abgesehen von der Einführung der Kryptowertpapierregisterführung als Finanzdienstleistung – keinen direkten Bezug zum Bankaufsichtsrecht aufweist. Daneben fühlt sich die zuständige Aufsichtsbehörde BaFin durch den Aufsichtsmaßstab beispielsweise nicht dazu ermächtigt, eine *regulatory sandbox* für FinTech-Lösungen anzubieten. Diese Bedenken einer der Exekutive angehörenden Behörde sind durchaus nachvollziehbar; insoweit wäre stattdessen der Gesetzgeber gefragt. Einzelfallbewertungen sind dagegen durchaus denkbar, aber allenfalls in eng abgesteckten gesetzlichen Grenzen möglich. Ein entsprechendes Vorgehen

der BaFin ist jedoch bislang nicht ersichtlich. Letztlich sind damit die geltenden bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen des KWG und ZAG – nach dem Motto *same business, same risks, same rules* – im Wesentlichen unangepasst auf FinTech-Innovationen anzuwenden. Auf europäischer Ebene ist dagegen zu beobachten, dass durch den Erlass neuer Rechtsakte – namentlich der ECSP-VO sowie den MiCA-VO-E – eine an bestimmte FinTech-Innovationen angepasste Regulierung geschaffen werden soll.

Die Analyse des geltenden Aufsichtsmaßstabs zeigt unter Berücksichtigung der Verwaltungspraxis der BaFin, dass Innovationen dadurch einerseits in einem unverhältnismäßigen Maße benachteiligt werden können, andererseits aber Möglichkeiten zur Ausnutzung einer Regulierungsarbitrage gegeben sind. Letztere Gefahr begründet sich insbesondere in dem tätigkeitsbezogenen Ansatz des Bankaufsichtsrechts: Finden Innovatoren Wege, Finanzdienstleistungen außerhalb der gesetzlich definierten beaufsichtigten Tätigkeiten zu erbringen, fallen diese komplett durch das Raster des Bankaufsichtsrechts. Die daraus resultierenden Risiken blieben dementsprechend unbeaufsichtigt. Dagegen sehen sich Innovatoren, die durch den Aufsichtsmaßstab erfasst werden, Anforderungen gegenüber, die gerade für Start-Up-Unternehmen teilweise kaum erfüllbar sind. Als Beispiel mag hier der auf dem Gebiet der Wirtschaftsaufsicht weit verbreitete präventive Erlaubnisvorbehalt dienen. Die zur Erlangung einer Erlaubnis nach dem KWG und dem ZAG notwendigen Voraussetzungen, beispielsweise hinsichtlich der persönlichen und fachlichen Eignung der Geschäftsleiter, werden junge FinTech-Unternehmen kaum erbringen können. Doch selbst an Stellen, an denen der Aufsichtsmaßstab den Proportionalitätsgrundsatz berücksichtigt, hilft dies nur bedingt weiter. So hängen die sich aus dem Aufsichtsmaßstab ergebenden konkreten Anforderungen an das Organisationsmanagement beispielsweise maßgeblich von deren Auslegung durch die BaFin ab. Das dargestellte Problem bleibt dasselbe, es wird hier nur von der Gesetzesebene in die Verwaltungspraxis geschoben. Ein Mindestmaß an Rechtssicherheit für junge und unerfahrene FinTech-Unternehmen bei der Erlaubniserlangung und der weiteren Tätigkeit wird sich so kaum erreichen lassen.

Im Ergebnis können die bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben *de lege lata* somit die Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung noch nicht durchgängig in einen Ausgleich bringen. Von dem schmalen Grat, den es anzustreben gilt, kommt es noch zu beiden Seiten zu Abweichungen: Einerseits zu Lasten der Innovationsoffenheit durch innovationsbenachteiligende Vorgaben, andererseits durch die Eröffnung einer Regulierungsarbitrage durch den starr tätigkeitsbezogenen Regulierungsansatz.

Besonderer Teil

Disintermediation im Bankaufsichtsrecht

Ein „Banking Without Banks“ rückt dann in den Bereich des Möglichen, wenn traditionelle Finanzintermediäre wie Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des KWG oder Zahlungsdienstleister im Sinne des ZAG aufgrund von FinTech-Innovationen obsolet werden. Stellvertretend für eine derartige Entwicklung steht der Begriff der Disintermediation. Diesem Phänomen und seiner regulatorischen Behandlung widmen sich die folgenden Kapitel des besonderen Teils. Dazu nähert sich zunächst § 4 der Disintermediation und lässt rechtliche Gesichtspunkte dabei zunächst außer Betracht. Im Fokus dieses Kapitels steht vielmehr die primär ökonomische Frage, welche Bedeutung dem Begriff der Disintermediation innewohnt. Herausgearbeitet wird dort auch der Unterschied zwischen einer Disintermediation und der im Zusammenhang mit FinTech-Innovationen ebenfalls immer wieder genannten Disruption.

Die §§ 5, 6 setzen dann die sowohl im allgemeinen Teil als auch in § 4 gewonnenen theoretischen Erkenntnisse praktisch um, indem sie verschiedene FinTech-Innovationen einerseits hinsichtlich ihrer bankaufsichtsrechtlichen Regulierung, andererseits bezüglich einer mit ihnen verbundenen Disintermediation analysieren. Gegenstand dieser Kapitel sind FinTech-Innovationen auf dem Gebiet der Fremdkapitalfinanzierung sowie der Zahlungssysteme, so dass die vorliegende Arbeit mit dem KWG und dem ZAG die beiden relevanten Aufsichtsgesetze abdeckt. Dabei werden die FinTech-Innovationen anhand der derzeitigen Geschäftsmodelle so umfassend dargestellt, soweit dies angesichts der nachfolgenden rechtlichen Analyse erforderlich ist. Dieser Ansatz wirkt aufgrund des wissenschaftlichen Zuschnitts der vorliegenden Arbeit möglicherweise zunächst etwas kleinlich und befremdlich, erweist sich angesichts der aufgeworfenen Forschungsfrage letztlich aber als der angezeigte *modus operandi*: Die Auswirkungen des Aufsichtsrechts auf Innovationen kann letztlich nur dann beurteilt werden, wenn sämtliche in Betracht kommenden Regeln des Rechtsgebiets beleuchtet werden. Dabei sind insbesondere sämtliche in Betracht kommende Tätigkeiten zu untersuchen, die durch den Aufsichtsmaßstab erfasst sind, da diese jeweils für sich genommen ausreichen, bankaufsichtsrechtliche Pflichten zu begründen. Dabei sind die diesem Ansatz innewohnende Anfälligkeit für Veränderungen der dargestellten Geschäftsmodelle – wie dies zwischen Anfertigung und Drucklegung dieser Arbeit bereits geschehen

ist¹ – in Kauf zu nehmen, da nur durch die Analyse praktisch tätiger Geschäftsmodelle ein auch für die Praxis verwertbares Ergebnis gefunden werden kann. Dies gilt naturgemäß ebenfalls für die analysierten Rechtsnormen, insbesondere für den sich noch im Entwurfsstadium befindlichen MiCA-VO-E, dessen Verordnungstext sich im Nachgang an die dazu durchgeführten Konsultationen vor Inkrafttreten der Verordnung mit aller Wahrscheinlichkeit noch verändern wird.

Die Regulierung speziell disruptiver Innovationen war bereits Gegenstand einiger Beiträge, primär aus dem englischsprachigen Raum, sowohl mit Bezug zu Finanzdienstleistungen als auch zu anderen Produktinnovationen.² Die regulatorische Behandlung einer Disintermediation wurde aus rechtlicher Perspektive bisher jedoch lediglich vereinzelt und allenfalls am Rande thematisiert.³ Diese Lücke schließt die vorliegende Arbeit teilweise, indem sie das Phänomen der Disintermediation aus Sicht des Bankaufsichts- und Kapitalmarktrechts näher beleuchtet. Insbesondere bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben kommt in diesem Zusammenhang entscheidende Bedeutung zu, da sie – wie im allgemeinen Teil herausgearbeitet – für FinTech-Innovationen unüberwindbare Markteintrittshürden darstellen können und so ein „Banking Without Banks“ von vorneherein ausschließen würden.

Von besonderem Interesse ist die Regulierung von FinTech-Innovationen, die tatsächlich nach dem in § 4 zu entwickelnden Begriffsverständnis zu einer Disintermediation führen. Gleichbedeutend mit einem „Banking Without Banks“ stellt dies das Bankaufsichtsrecht schon begrifflich vor Schwierigkeiten, da damit ein Wegfall der traditionellen Aufsichtsobjekte verbunden wäre. Nicht zuletzt die Bezeichnung der Aufsichtsobjekte beispielsweise als Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute zeigt, dass die geltenden bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben gerade auf der Vorstellung des Gesetzgebers beruhen, zwischen den Parteien stünde vermittelnd ein Kredit-, Finanzdienstleistungs- oder Zahlungsinstitut als Dienstleister. Es liegt so die Vermutung nahe, dass die Vorgaben insoweit auf die Zwischenschaltung eines Finanzintermediärs zugeschnitten sind. Zu untersuchen ist somit, wie sich dies auf disintermediäre FinTech-Innovationen auswirkt: Fallen diese möglicherweise schlicht nicht in den Anwendungsbereich des Bankaufsichtsrechts in seiner aktuellen Ausgestaltung? Wirken sich die Vorgaben restriktiv oder sogar prohibitiv auf disintermediäre FinTech-Innovationen aus? Oder macht es für die regulatorische Be-

¹ Vgl. dazu unten, § 4 A. I.

² Vgl. bspw. *Kaal/Vermeulen* *Jurimetrics* 57 (2017), 169; *Biber et al.* *Vanderbilt Law Review* 70 (2017), 1561; *Chiu* *Journal of Technology Law & Policy* 21 (2016), 55; *Brummer* *Fordham Law Review* 84 (2015), 977; *Cortez* *Berkeley Technology Law Journal* 29 (2014), 175.

³ So für das Peer to Peer- bzw. Crowdlending *Renner* *ZBB* 2014, 261 (271). *Polke* betitelt seine Dissertation zwar „Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe“, geht auf den Aspekt der Disintermediation inhaltlich allerdings nicht weiter ein.

handlung schlicht keinen Unterschied, ob ein Finanzintermediär involviert ist?
Der Beantwortung dieser Fragen widmen sich die folgenden Kapitel.

§ 3 Die Disintermediation von Finanzsystemen

Gegenstand des besonderen Teils der vorliegenden Arbeit ist nun die Untersuchung einer Disintermediation des Finanzsystems durch FinTech-Innovationen aus der Sicht des Bankaufsichtsrechts. Unter dem Begriff Finanzsystem wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit das Geflecht von Institutionen, Märkten und Verträgen verstanden, das dafür sorgt, dass ein Kapitalanleger seine Mittel gewinnbringend anlegen kann und ein Kapitalverwender Ausgaben finanzieren kann, für die seine eigenen Mittel nicht ausreichen.¹ Das Finanzsystem steht der Realwirtschaft, das heißt dem produzierenden Sektor einer Volkswirtschaft, gegenüber und soll insbesondere den Austausch von Waren und Dienstleistungen gegen Zahlungsmittel ermöglichen. Ein Finanzsystem besteht aus einer Vielzahl verschiedener Elemente, deren Zusammensetzung und Interaktion bereits Gegenstand genauerer Untersuchungen war.² Für die Zwecke der vorliegenden Arbeit genügt jedoch die Einteilung der Beteiligten in Kapitalanleger beziehungsweise Investoren, die überschüssiges Kapital gewinnbringend anlegen wollen, Kapitalverwender, die Kapital zur Finanzierung von Projekten benötigen, sowie Finanzintermediäre. Diese werden als Agenten tätig, die vermittelnd zwischen Kapitalanleger und Kapitalverwender treten und so den Kapitalfluss zwischen Kapitalanlegern und Kapitalverwendern erleichtern.³

„Die Basis aller juristischen Betrachtung ist nach wie vor die rechtsdogmatische Festlegung der Begriffe“⁴ – dies gilt umso mehr, wenn die zu untersuchenden Begrifflichkeiten nicht den Rechtswissenschaften selbst, sondern anderen Wissenschaftsdisziplinen entstammen. Um mögliche Auswirkungen des Bankaufsichtsrechts auf die Durchführbarkeit potentiell mit einer Disintermedia-

¹ *Hellwig*, in: von Hagen/von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 3. Nach einer anderen Definition erfasst neben dem Angebot auch die Nachfrage nach Finanzdienstleistungen sowie das Finanzverhalten der nicht-finanziellen Sektoren einer Volkswirtschaft und damit auch diejenigen finanziellen Vorgänge, die nicht zu einer Nachfrage beim Finanzsystem führen, mithin die Finanzierungsmuster der Unternehmen, die vorherrschenden Formen der Vermögensbildung und -haltung der Haushalte wie auch die Formen der Kontrolle überlassener Finanzmittel und damit insbesondere die Corporate Governance der Unternehmen, *Schmidt ZVglRWiss* 117 (2018), 429 (434).

² Vgl. dazu insbesondere *Hackethal/Schmidt*, in: Francke/Ketzel/Kotz (Hrsg.), Finanzmärkte im Umbruch, S. 53 ff.; *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 51 ff.

³ Vgl. *Greenbaum/Thakor/Boot*, Contemporary Financial Intermediation, S. 59.

⁴ *Peters*, in: Verwaltungsakademie Berlin (Hrsg.), Gegenwartsfragen der Kommunalverwaltung, 139 (140).

tion verbundener FinTech-Innovationen im Rahmen des deutschen Finanzsystems zielsicher erkennen zu können, bedarf es in diesem Sinne eines tieferen Verständnisses der Bedeutung, die dem Begriff der Disintermediation inneohnt. Eine Auswertung der vor allem im wirtschaftswissenschaftlichen Bereich dazu veröffentlichten Literatur ergibt, dass dort überwiegend die praktische Verbreitung von Disintermediation im Rahmen verschiedener Finanzsysteme oder mit Hauptaugenmerk auf einer bestimmten Finanzdienstleistung analysiert wird, oft anhand empirischer Untersuchungen des Fortschritts einer Disintermediation in bestimmten nationalen Finanzsystemen.⁵ Theoretische Grundlagenarbeit zur Bestimmung der Bedeutung dieses Begriffs erfolgt in den meisten Fällen allenfalls in wenigen Sätzen; teilweise erschöpft sich diese in einer formelhaft aufgestellten Definition ohne Angabe weiterer Belege, anhand derer sich der Leser von deren Richtigkeit überzeugen könnte. Bei einer vergleichenden Betrachtung dieser verschiedenen theoretischen Definitionsversuche fällt weiterhin auf, dass zwischen ihnen keine vollkommene inhaltliche Deckungsgleichheit festzustellen ist. Sie lassen sich stattdessen drei verschiedenen Kategorien zuordnen, die im Folgenden zunächst dargestellt und bewertet werden (A.). Dabei wird deutlich, dass sämtliche in der Literatur gefundenen Definitionen nicht berücksichtigen, welche Funktionen Finanzintermediäre innerhalb eines Finanzsystems wahrnehmen. Nach hier vertretener Ansicht sollte der Begriff der Disintermediation allerdings gerade auf diesen Funktionen basieren. Dementsprechend bildet den Abschluss des Kapitels ein auf dieser Herangehensweise basierender Definitionsversuch des Begriffs der Disintermediation (B.).

A. Funktionsvernachlässigende Ansätze der Disintermediation

Die in der Literatur vorgefundenen Definitionsversuche lassen sich in drei inhaltlich voneinander zu unterscheidenden Kategorien einordnen: Ein Teil der wirtschaftswissenschaftlichen Autoren erkennt eine Disintermediation lediglich in einem vollständigen Verzicht auf Finanzintermediation in Gestalt der Vermittlung zwischen Kapitalverwender und Kapitalanleger durch einen zwischengeschalteten Agenten (I.). Andere setzen die auf den Finanzmärkten zu beobachtende Verbriefung von Buchforderungen oder Eigentumsrechten (sogenannte *securitization*) mit einer Disintermediation gleich (II.). Schließlich er-

⁵ Vgl. dazu *Schmidt/Hackethal/Tyrell* Journal of Financial Intermediation 8 (1999), S. 36; *Fang/Ivashina/Lerner* Journal of Financial Economics 116 (2015), 160; *Domanski*, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), Finanzmärkte, 271 (275 ff.). Obwohl das deutsche Finanzsystem lange als Musterbeispiel für ein bankenbasiertes Finanzsystem galt, hat es sich in den letzten 20 Jahren ebenfalls in Richtung eines kapitalmarktorientierten Systems entwickelt, vgl. *Schmidt* ZVglRWiss 117 (2018), 429 (434 f.).

kennt eine dritte Gruppe von Autoren eine Disintermediation, wenn es zwischen Kapitalverwendern und Kapitalanlegern zu direkten (Vertrags-)Beziehungen kommt (III.). Letzteres würde die Existenz von Finanzintermediären indes nicht kategorisch ausschließen, da weiterhin eine außerhalb der direkten Vertragsbeziehungen stehende Intermediation möglich wäre. Durch die nachfolgende Untersuchung der jeweiligen Ansätze wird sich jedoch zeigen, dass diese jeweils mit Schwächen behaftet sind und so noch keinen ganzheitlichen Ansatz für die Bestimmung der Wirkung von Disintermediation im Finanzsystem bieten können.

I. Disintermediation als vollständiger Verzicht auf Intermediation

Linguistisch betrachtet setzt sich der Begriff Disintermediation aus dem Präfix Dis- und dem angehängten Substantiv Intermediation zusammen. Während Intermediation allgemein als die Einschaltung von Absatzmittlern und Absatzhelfern in eine Wertkette definiert wird,⁶ drückt das Präfix Dis- in der deutschen Sprache das Gegenteil oder die Verneinung des nachfolgenden Substantivs aus.⁷ Demnach ist der Begriff Disintermediation linguistisch so auszulegen, dass Absatzmittler und Absatzhelfer eben nicht in die Wertkette eingeschaltet werden. Ein solches Begriffsverständnis lässt sich beispielsweise der medientheoretischen Definition von *Simanowski* entnehmen, der unter Disintermediation den „Verlust der Mittelmänner, der sich mit dem Internet vollzieht“, versteht.⁸ Auf das Finanzsystem angewendet würde dies einen vollständigen Verzicht auf eine Vermittlung zwischen Kapitalanlegern und Kapitalverwendern durch Finanzintermediäre bedeuten. Einen solchen vollständigen Verzicht auf Vermittlerleistungen erkennt *Walter* als zweiten und letzten Schritt des von ihm am Beispiel des US-amerikanischen Bankensystems entwickelten theoretischen Stufenmodells der Disintermediation.⁹ Hier kommt es stattdessen zu Direktbeziehungen zwischen Sektoren mit Überschüssen und solchen mit Defiziten an Finanzmitteln, indem die Kapitalnachfrager Wertpapiere unmittelbar bei den Anlegern platzieren.¹⁰ Für Intermediäre wäre kein Platz mehr.¹¹

⁶ Vgl. Springer Gabler Verlag (Hrsg.), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Intermediation, online im Internet: www.wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/intermediation.html (letzter Abruf: 23.3.2021).

⁷ Dudenredaktion (o.J.), „Dis-“ auf Duden online, abrufbar unter: https://www.duden.de/rechtschreibung/dis_ (letzter Abruf: 23.3.2021).

⁸ *Simanowski*, in: Bruns/Reichert (Hrsg.), Reader Neue Medien, 219 (221).

⁹ Vgl. zum ersten Schritt der Disintermediation nach diesem Stufenmodell sogleich, § 3 A. II.

¹⁰ *Paul*, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 55. Vgl. zur *securitization* als ersten Schritt der Disintermediation nach diesem Modell unten, § 3 A. III.

¹¹ *Walter*, in: Süchting (Hrsg.), SB Nr. 34 des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft an

Disintermediation in diesem Sinne zu begreifen stößt allerdings auf Bedenken. Finanzintermediation und Finanzintermediäre sind schon seit Jahrtausenden integrale Bestandteile von Finanzsystemen.¹² Diese historische Beobachtung lässt den Schluss zu, dass sich Finanzintermediäre mit guten Gründen in Finanzsystemen gehalten haben, da sie ohne jegliche Daseinsberechtigung vermutlich nicht mehr existieren würden. Eine solche Vermutung ließe sich lediglich dann widerlegen, wenn ein Verzicht auf Finanzintermediation keine negativen Auswirkungen auf das Finanzsystem hätte. Solche hätte eine Disintermediation insbesondere dann, wenn der Vergleich mit einem intermedierten Finanzsystem ergeben sollte, dass letzteres effizienter wäre. Finanzsysteme streben stets nach Effizienzsteigerungen, so dass eine Disintermediation nur dann sinnvoll ist, wenn sie im Vergleich zu einer Intermediation zu Effizienzgewinnen für das Finanzsystem führt. Andernfalls wäre eine rechtliche Untersuchung einer Disintermediation schon aus ökonomischer Sicht nicht zielführend und damit obsolet. Die rein linguistische Betrachtung und der damit verbundene komplette Verzicht auf Intermediäre dürfte unter dieser Prämisse somit zumindest nicht zu einem Effektivitätsverlust des Finanzsystems führen. Idealerweise lassen sich durch eine Disintermediation sogar Fortschritte in der Effektivität des Finanzsystems feststellen.

Um negative Auswirkungen einer Disintermediation für das Finanzsystem im Sinne eines vollständigen Verzichts auf Finanzintermediation zu überprüfen, bedarf es einer Untersuchung der Gründe für die Existenz von Finanzintermediation und Finanzintermediären. Im Anschluss kann bewertet werden, ob und welche Auswirkungen der vollständige Verzicht auf Finanzintermediation auf die Effizienz von Finanzsystemen hätte. Dafür soll zunächst ein Blick auf ein modellhaftes, sogenanntes vollkommenes Finanzsystem geworfen werden, in dem eine von Finanzintermediären erbrachte Finanzintermediation keinen Mehrwert mit sich bringt (1.). Da Finanzsysteme aber typischerweise Unvollkommenheiten aufweisen, stellt sich deren Vollkommenheit als Fiktion heraus. Solche Unvollkommenheiten eröffnen Finanzintermediären den Zutritt zu Finanzsystemen, die diesen entgegenwirken und so zu Effizienzsteigerungen führen sollen. Dies soll in einem nächsten Schritt aufgezeigt werden (2.). Dadurch kann letztlich belegt werden, dass ein Begriffsverständnis der Disintermediation als gänzlicher Verzicht auf die Vermittlung zwischen den Marktteilnehmern durch Intermediäre – zumindest im Kontext von Finanzsystemen – für eine realistische praktische Handhabbarkeit nicht brauchbar ist.

der Ruhr-Universität Bochum, 39 (40); vgl. auch *Paul*, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 55.

¹² Vgl. bspw. für die Frühphase des Römischen Reiches *Temin*, Financial Intermediation in the Early Roman Empire.

1. Finanzintermediation in vollkommenen Finanzsystemen

Das Konzept der Vollständigkeit von Märkten geht auf die klassische Gleichgewichtstheorie von *Arrow* und *Debreu* zurück.¹³ Ein Marktsystem wird dann als vollständig bezeichnet, wenn es für jedes mögliche zufällige Ereignis einen Markt gibt, auf dem man heutige Geld- oder Sachleistungen gegen Leistungsversprechen tauschen kann, die auf das zwischenzeitliche Eintreten dieses Ereignisses abstellen.¹⁴ In einem solchen Marktsystem werden Risiken ohne die Existenz von Finanzintermediation effizient auf die an der Volkswirtschaft beteiligten Akteure aufgeteilt.¹⁵ Indem in einem solchen System die Marktpreise stets nur die richtigen Anreize setzen, kommt es dadurch ebenfalls zu einer effizienten Allokation von Investitionsmitteln. Jeder Marktteilnehmer verfügt über sämtliche entscheidungsrelevanten Informationen und hat mit allen Marktteilnehmern gleichberechtigten Zugang zum Markt und damit zum Austauschprozess. Darüber hinaus existieren keine Transaktionskosten und alle an den Märkten ausgetauschten Finanzprodukte sind zwischen den Teilnehmern beliebig teilbar.¹⁶ In dieser sogenannten neoklassischen mikroökonomischen Theorie spielen Finanzintermediäre – wenn überhaupt – nur eine untergeordnete Rolle, da das Marktsystem die einzelnen Funktionen der Finanzintermediäre aus sich selbst heraus erfüllt.¹⁷ Finanzintermediäre bieten in dieser Konstellation keinerlei Mehrwert für das Finanzsystem.¹⁸

In der Realität sind diese neoklassischen Prämissen jedoch in keinem Finanzsystem erfüllt.¹⁹ Von einer Vollständigkeit der Finanzmärkte und des Finanzsystems kann daher – obgleich diese effizienter als die meisten anderen Güter- und Dienstleistungsmärkte sind²⁰ – nicht gesprochen werden.²¹ Wie bereits aufgezeigt spricht schon die historisch große Rolle von Finanzintermediären

¹³ Das Modell wurde eingeführt in *Arrow/Debreu* *Econometrica* 22 (1954), 265. Weiterentwicklungen erfuhr es in *Debreu*, *Theory of value* (1959); *Arrow* *The Review of Economic Studies* 31 (1964), S. 91 ff.

¹⁴ *Hellwig*, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, S. 9; vgl. auch *Hügler*, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 14; *Polster*, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 49.

¹⁵ *Hellwig*, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, S. 9

¹⁶ *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 84; vgl. auch *Polster*, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 50.

¹⁷ *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 84; *Hügler*, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 14; *Allen/Santomero* *Journal of Banking & Finance* 21 (1998), 1461 (1462); *Leininger*, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), *Finanzmärkte*, 245; *Polster*, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 123.

¹⁸ In diese Richtung auch *Büschgen*, *Bankbetriebslehre*, S. 35; *Kotz/Francke*, in: *Francke/Ketzel/Kotz* (Hrsg.), *Finanzmärkte im Umbruch*, 39 (40).

¹⁹ *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 90.

²⁰ *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 90.

²¹ *Hügler*, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 14; *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 90; *Leininger*, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), *Finanzmärkte*, 245.

gegen die Schlüssigkeit der neoklassischen Finanzmarkttheorie.²² In einem unvollkommenen Finanzsystem muss die Erforderlichkeit von Finanzintermediation deshalb abweichend beurteilt werden.

2. Finanzintermediation in unvollkommenen Finanzsystemen

Selbst fortschrittliche Finanzsysteme weisen verschiedene Arten von Unvollkommenheiten auf, die Auswirkungen auf dessen Effizienz bei der Organisation des Kapitalflusses haben können. Unvollkommenheiten zeigen sich in verschiedensten Erscheinungsformen, die grundsätzlich drei Kategorien zugeordnet werden können: Zunächst bestehen in einem unvollkommenen Marktssystem immer wieder Informationsmängel, bei denen Informationen entweder gänzlich fehlen (Informationsdefizit) oder vorhandene Informationen zwischen Kontraktpartnern ungleichmäßig verteilt sind (Informationsasymmetrien).²³ Daneben ist die Ausgestaltung, der Abschluss sowie die Abwicklung von Finanzkontrakten stets mit Risiken verbunden.²⁴ Schließlich sind zahlreiche Ressourcen und Produktionsfaktoren, die im Intermediationsprozess zur Erbringung der Intermediationsleistung eingesetzt werden – entgegen der Annahme der neoklassischen Finanzmarkttheorie – nicht beliebig teilbar.²⁵ Zur Beseitigung oder Reduktion solcher Unvollkommenheiten des Finanzsystem, bedarf es Finanzintermediation und Finanzintermediäre.²⁶

Die Rolle, die Intermediäre im Finanzsystem bei der Überbrückung der vorhandenen Unvollkommenheiten einnehmen, wurde in der Vergangenheit anhand einer Vielzahl von Modellen aus dem Bereich der Intermediations-Theorien nachgewiesen.²⁷ Bei der Analyse dieser Theorien zeigt sich, dass in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur eine Vielzahl an Begründungen für die Existenz von Finanzintermediation und Finanzintermediären gefunden wurde. Ein allumfassender Ansatz unter Berücksichtigung sämtlicher genannter Unvollkommenheiten des Finanzsystems konnte dabei allerdings noch nicht entwickelt werden. Stattdessen legen einzelne zu dieser Frage aufgestellte Theorien das Hauptaugenmerk zumeist auf nur eine der angesprochenen Unvollkommenheiten, oft unter vollständiger Außerachtlassung der Übrigen.²⁸ So berücksichtigt beispielsweise das Modell von *Diamond* aus dem Jahr 1984, in dem

²² Allen/Santomero *Journal of Banking & Finance* 21 (1998), 1461 (1463).

²³ Bernet, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 90.

²⁴ Hellwig, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, S. 7; Polster, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 58.

²⁵ Bernet, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 90.

²⁶ Bernet, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 90; Allen/Santomero *Journal of Banking & Finance* 21 (1998), 1461 (1463); Faßbender, *P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre*, S. 43; Leininger, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), *Finanzmärkte*, 245.

²⁷ Allen/Santomero *Journal of Banking & Finance* 21 (1998), 1461 (1463).

²⁸ Zum gleichen Schluss kommend Hügle, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 15.

er Finanzintermediäre als Instrumente einer delegierten Unternehmenskontrolle beschreibt, ausschließlich die in einem Finanzsystem vorkommenden Informationsasymmetrien.²⁹ Der Realität am nächsten kommt aber wohl die Feststellung, dass es für die Existenz von Finanzintermediation nicht nur *den* einen schlagenden Grund gibt, sondern letztendlich eine Kombination mehrerer Faktoren zur Existenz von Finanzintermediation – wenngleich dies durch theoretische Untersuchungen nur schwer nachweisbar ist – führt.

Dennoch lässt sich zwischen allen Theorien zur Begründung der Existenz von Finanzintermediation eine Gemeinsamkeit feststellen: Stets wird durch die Einschaltung von Finanzintermediären in irgendeiner Form eine Verringerung von Transaktionskosten erreicht. Unter Transaktionskosten versteht man dabei ganz allgemein die Kosten des Betriebs eines Wirtschaftssystems durch Märkte oder Organisationen.³⁰ Transaktionskosten können in mannigfaltiger Gestalt auftreten; allein *Bernet* unterscheidet mit Infrastrukturkosten, Informationskosten, Kontrollkosten, Produktionskosten, Liquiditätskosten, Risikokosten, Relationshipkosten und regulatorischen Renten zwischen acht verschiedenen Formen.³¹ Wie oben bereits erwähnt existieren solche Kosten in einem vollkommenen Finanzsystem nicht. Im Umkehrschluss lässt sich davon ausgehen, dass Transaktionskosten gerade auf den Unvollkommenheiten des Finanzsystems basieren. Wie Finanzintermediation die aus den jeweiligen Unvollkommenheiten des Finanzsystems resultierenden Transaktionskosten verhindern beziehungsweise reduzieren kann, soll nun aufgezeigt werden. Zu beachten ist aber, dass an dieser Stelle lediglich eine Auswahl an Intermediations-Theorien behandelt werden kann; eine umfassende Darstellung sämtlicher dazu entwickelter Theorien würde den Umfang dieser Arbeit sprengen.

a) Verringerung von Informationsmängeln

In unvollkommenen Finanzsystemen bestehen zahlreiche Informationsmängel in Form von Informationsdefiziten und Informationsasymmetrien. Das schon oben angesprochene Modell von *Diamond* aus dem Jahr 1984 zeigt, dass die Einschaltung eines Finanzintermediärs zur delegierten Überwachung von Schuldnern (*delegated monitoring*) zur Überwindung dieser Informationsmängel beitragen kann.³² Dieses Modell soll an dieser Stelle skizzenhaft dargestellt werden. In einer modellhaften Volkswirtschaft nach *Diamonds* Vorstellung

²⁹ *Diamond* Review of Economic Studies 51 (1984), 393. Vgl. für die inhaltliche Darstellung des Modells unten, § 3 A. I. 2. a).

³⁰ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 14.

³¹ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 117. *Hügler* unterscheidet lediglich zwischen Such- und Informationskosten, Verhandlungskosten sowie Kosten der Überwachung und Durchsetzung vertraglicher Leistungspflichten, *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 14.

³² *Diamond* The Review of Economic Studies 51 (1984), S. 393 ff.

existiert eine bestimmte Zahl Unternehmen mit einem jeweiligen Vermögen in Höhe von Null. Diese Unternehmen benötigen zu Beginn der Finanzierungsperiode eine Einheit Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Projekte, die jeweils voneinander unabhängige, ungewisse Erträge am Ende der Finanzierungsperiode erbringen. Die im Markt vorhandenen Anleger verfügen jeweils über die gleiche Anfangskapitalisierung. Es sind stets mehrere Anleger zur Finanzierung eines Projekts erforderlich, da die alleinige Finanzierung eines kompletten Projekts die finanziellen Möglichkeiten der einzelnen Anleger übersteigt. Der erwartete kombinierte Ertrag aller von den finanzierten Unternehmen durchgeführten Projekten übersteigt die Summe aus dem Ertrag einer risikofreien Anlage des Kapitals (das heißt einer Verzinsung zum Marktzinssatz) zuzüglich der eventuell anfallenden Kosten für die Überwachung der Unternehmen. An dieser Stelle wird eine *ex post* auftretende Informationsasymmetrie in das Modell eingeführt: Nur die Unternehmer können die aus den Projekten erwirtschafteten Erträge ohne die Entstehung zusätzlicher Kosten kontrollieren, sie haben insofern einen Informationsvorsprung vor den Anlegern. Anleger können die Erträge nur beobachten, wenn sie dazu Ressourcen einsetzen; mit anderen Worten: Die Unternehmenskontrolle erfordert den Einsatz eines Teils des dem Anleger zur Verfügung stehenden Kapitals.³³ Je mehr Kapital eine solche Kontrolle erfordert, desto weniger lohnt sich für den Anleger die Finanzierung der Projekte im Vergleich zu einer vergleichsweise risikofreien Anlage zu marktüblichen Zinsen. Für die Art und Weise der Unternehmenskontrolle erkennt *Diamond* nun drei denkbare Szenarien: Erstens kann auf eine Überwachung der Unternehmen seitens der Anleger komplett verzichtet werden. Zweitens kann jeder Anleger für sich die Überwachung der Unternehmen übernehmen. Drittens ist die beauftragte Informationsproduktion (*delegated monitoring*) durch einen Finanzintermediär denkbar.

In einem Finanzsystem, in dem gar keine Unternehmenskontrolle stattfindet, entsteht zwischen dem Unternehmen und dem Kapitalgeber eine Situation, in welcher ein Unternehmer dazu verleitet werden könnte, trotz erfolgreicher Realisierung des Projekts einen Projektertrag von Null anzugeben, da der Kapitalgeber den tatsächlichen Projektertrag hier nicht nachprüfen kann (sogenanntes *moral hazard*-Problem). Da dieser nun mangels Informationen über den Projektertrag keine Auszahlung verlangen kann, kann der Unternehmer den Projektertrag für sich selbst einbehalten. Dem kann durch einen Vertrag mit nichtpekuniären Strafkosten für den Fall eines Konkurses entgegengewirkt werden, wobei ein solcher aus einem Projektertrag von Null resultieren müsste.³⁴ Durch die Androhung solcher nichtpekuniären Strafkosten wird für die Unternehmer

³³ Zum Grundmodell *Diamond* *The Review of Economic Studies* 51 (1984), 393 (394f.); vgl. auch *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 32.

³⁴ Nichtpekuniäre Strafkosten beinhalten beispielsweise den Zeitaufwand bei der Konkursabwicklung, Suchkosten des entlassenen Managers, den Reputationsverlust des Mana-

der Anreiz gesetzt, einen positiven Projektertrag zu wählen und so den Konkurs zu vermeiden.³⁵ Doch schon die Androhung von Strafkosten für den Fall des Konkurses selbst verursacht Kosten. Es ist daher zu überlegen, ob sich diese Kosten vermeiden lassen. Diesen Effekt könnte das zweite Szenario mit sich bringen, in dessen Rahmen jeder Anleger die Überwachung des Unternehmens, in dessen Projekt er investiert hat, selbst vornimmt. Hier wird angenommen, dass jeder Kapitalgeber mit den Unternehmern direkt Verträge schließt und sich über den Projektertrag durch den Einsatz von Kapital selbst informieren kann. Ein Austausch dieser Informationen mit anderen Kapitalgebern ist jedoch nicht möglich. Eine solche Einzelüberwachung lohnt sich jedoch nur dann, wenn die Summe der Kontrollkosten geringer ist als die erwarteten Strafkosten. Je höher die Zahl der Kapitalgeber ist, desto mehr Überwachungskosten entstehen in der Volkswirtschaft. Somit sinkt mit steigender Anzahl der Kapitalgeber die Wahrscheinlichkeit, dass sich eine Einzelüberwachung der Unternehmen durch die Kapitalgeber nach der dargestellten Rechnung lohnt.³⁶

In beiden Szenarien entstehen somit nicht von der Hand zu weisende Nachteile: Entweder entstehen für jeden Kapitalgeber Überwachungskosten, die über die gesamte Volkswirtschaft summiert den Nutzen der Investitionen übersteigen könnten, oder der jeweilige Unternehmer wird im Falle der Steuerung über die Androhung nichtpekuniärer Strafkosten der Gefahr ausgesetzt, ohne direkten Nutzen für die Anleger im Konkurs bestraft zu werden.³⁷ Es könnte sich daher lohnen, einen Finanzintermediär zur Überwachung und Kontrolle der Unternehmen einzuschalten, sofern die Gesamtkosten der delegierten Überwachung die Kosten für die Strafandrohung im ersten Szenario oder die Einzelüberwachung im zweiten Szenario nicht übersteigen.³⁸ Durch die Einschaltung eines Finanzintermediärs entsteht hier ein mit dem ersten Szenario der fehlenden Überwachung vergleichbares Problem: Der Anleger kann nur die vom Finanzintermediär erhaltenen Zahlungen kontrollieren, nicht jedoch die Zahlungen des Unternehmens an den Finanzintermediär und die aufgewandten Überwachungskosten.³⁹ Auch hier kann dem Problem durch die Androhung nichtpekuniärer Strafkosten für den Fall eines Konkurses des Finanzintermediärs entgegengewirkt werden. Letztlich ist die Einschaltung eines Intermediärs aber nur dann sinnvoll, wenn drei Bedingungen erfüllt sind: Der Kapitalgeber

gers sowie die Begründung der schlechten Projekterträge, vgl. *Diamond* The Review of Economic Studies 51 (1984), 393 (396).

³⁵ Vgl. *Diamond* The Review of Economic Studies 51 (1984), 393 (396 ff.); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 32 f.

³⁶ Vgl. *Diamond* The Review of Economic Studies 51 (1984), 393 (398); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 33 f.

³⁷ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 34.

³⁸ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 34.

³⁹ *Diamond* The Review of Economic Studies 51 (1984), 393 (398); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 34.

muss einen erwarteten Ertrag haben, der mindestens dem Ertrag aus einer marktüblichen Verzinsung entspricht, der Ertrag der Finanzintermediation abzüglich Kontroll- und eventuellen Strafkosten muss mindestens gleich Null sein und die Unternehmen dürfen durch die Einschaltung des Finanzintermediärs nicht schlechter stehen als bei einer direkten Kreditaufnahme bei den Kapitalgebern.⁴⁰ Um dies zu erreichen, müssen die Finanzintermediäre nach Diamonds Ansicht ausreichend diversifiziert sein.⁴¹ Es ist nicht möglich, dass ein Finanzintermediär nur einen Unternehmer finanziert, indem er ihm das erforderliche Kapital zur Verfügung stellt.⁴² Wenn ein Finanzintermediär jedoch Kredite an mehr als nur ein Unternehmen vergibt, sind die zu erwartenden Strafkosten je betreutem Projekt stets geringer als die eines einzelnen Unternehmens. Diese Kosten nähern sich im Durchschnitt sogar Null an, wenn der Finanzintermediär Kredite an eine Vielzahl von Unternehmen vergibt. In der Folge verringert sich das Risiko, dass aufgrund eines Konkurses des Finanzintermediärs Strafkosten anfallen.⁴³

Das Modell zeigt somit in der Theorie, dass ein Bedürfnis nach Finanzintermediation durch die Delegation von Unternehmenskontrolle entstehen kann. Der Schlüssel zu diesem Modell ist allerdings eine ausreichende Diversifikation der Finanzintermediäre,⁴⁴ durch die deren Konkursrisiko vermindert wird. Zu beachten ist auch, dass die Informationsproduktion bzw. Unternehmenskontrolle nicht nur wie bei *Diamond ex post* erfolgen kann.⁴⁵ Finanzintermediäre können Informationsmängeln beispielsweise durch Kreditwürdigkeitsprüfungen⁴⁶ oder die Beobachtung der Projektwahl⁴⁷ auch *ex ante* entgegenwirken.⁴⁸ Gleichzeitig zeigt dies, dass sich die Informationsproduktion nicht auf die Beobachtung der Projekterträge beschränken muss, sondern auch in anderen Formen erfolgen kann.

Andere Ansätze zur Begründung von Finanzintermediation gehen gleichermaßen auf Informationsmängel im Finanzsystem zurück. *Leland* und *Pyle* vertreten die Ansicht, dass Marktteilnehmer die Kosten für die Informationsproduktion ohne Finanzintermediation nicht tragen wollen, wenn andere Marktteilnehmer das Verhalten desjenigen, der die Informationen gekauft hat,

⁴⁰ Vgl. dazu *Diamond* *The Review of Economic Studies* 51 (1984), 393 (400); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 35.

⁴¹ *Diamond* *The Review of Economic Studies* 51 (1984), 393 (400 ff.).

⁴² *Diamond* *The Review of Economic Studies* 51 (1984), 393 (400); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 35.

⁴³ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 35.

⁴⁴ *Diamond* *The Review of Economic Studies* 51 (1984), 393 (395).

⁴⁵ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 36.

⁴⁶ Vgl. dazu *Boyd/Prescott* *Journal of Economic Theory* 38 (1986), 211; *Broecker* *Econometrica* 58 (1990), 429.

⁴⁷ Vgl. dazu *Diamond* *Journal of Political Economy* 99 (1991), 689.

⁴⁸ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 36.

beobachten können und so die gleichen Informationen haben. Da die Marktteilnehmer die Qualität der Informationen selbst nicht beurteilen können, kann es zu einem Problem der adversen Selektion kommen, wenn alle Marktteilnehmer immer vom schlechtesten Fall ausgehen müssen. Finanzintermediäre können dieses Problem lösen, indem sie Informationen schaffen, die dadurch zum privaten Gut werden. Hier haben sie einerseits Kostenvorteile, andererseits signalisiert der Finanzintermediär, dass er über die notwendigen Informationen verfügt und diese im Interesse des Kapitalanbieters einsetzen wird.⁴⁹ Fama argumentiert dagegen aus Sicht der Kapitalnachfrager, dass die Zwischenschaltung eines Intermediärs für diese effizienter und billiger sei, da sie nur gegenüber einem Partner Informationen produzieren und präsentieren müssen. Im Vergleich zu einer direkten Finanzierung durch Kapitalanbieter entstehen dabei niedrigere Informationsproduktionskosten.⁵⁰

b) Risikotransformation durch Finanzintermediäre

Finanzintermediation kann daneben auf dem Bedürfnis risikoaverser Individuen basieren, sich gegen die Risiken eines unvollkommenen Finanzsystems abzusichern.⁵¹ Speziell für Liquiditätsrisiken zeigt dies ein Modell von *Diamond* und *Dybvig* aus dem Jahr 1983.⁵² Dieses Modell verdeutlicht, dass insbesondere Banken als Pareto-optimale⁵³ Institutionen eine bessere Aufteilung dieser Risiken ermöglichen.⁵⁴ Ansatzpunkt des Modells ist das Liquiditätsrisiko des einzelnen Anlegers. Hierunter lassen sich Unsicherheiten fassen, die unerwartete Liquiditäts- beziehungsweise Konsumbedürfnisse des Anlegers betreffen.⁵⁵ Risikoaverse Anleger werden als Reaktion auf diese Unsicherheit zumindest einen Teil ihres Überschusskapitals in liquider Form verfügbar halten wollen.⁵⁶ Dieses verfügbar gehaltene Kapital fehlt dann an anderer Stelle, um Bedürfnisse von Kapitalnachfragern zu befriedigen, die notwendige Investitionen entweder gar nicht oder nur zu steigenden Preisen vornehmen können.⁵⁷ Die Funktion von Finanzintermediären, insbesondere von Banken, besteht in der Transfor-

⁴⁹ *Leland/Pyle* Journal of Finance 32 (1977), 371.

⁵⁰ *Fama* Journal of Monetary Economics 6 (1980), 39.

⁵¹ Vgl. *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 26.

⁵² *Diamond/Dybvig* Journal of Political Economy 91 (1983), 401.

⁵³ Das Pareto-Optimum bezeichnet einen Zustand, in dem es nicht möglich ist, eine Eigenschaft zu verbessern, ohne zugleich eine andere verschlechtern zu müssen, vgl. Springer Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Pareto-Optimum, online im Internet: www.wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/pareto-optimum.html (letzter Abruf: 23.3.2021).

⁵⁴ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 21.

⁵⁵ Vgl. dazu *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 129; *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 21.

⁵⁶ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 129.

⁵⁷ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 129.

mation illiquider Aktiva in liquide Passiva.⁵⁸ Diese Funktionen erfüllen Finanzintermediäre (vor allem Banken) insbesondere durch die Bereitstellung festverzinslicher Sichteinlagenkontrakte,⁵⁹ das heißt Einlagen auf Bankkonten, die jederzeit fällig sind und den Zwecken des bargeldlosen Zahlungsverkehrs dienen.⁶⁰ Dadurch können Anleger Überschusskapital mit einer Liquiditätsversicherung verzinslich anlegen und stellen dieses gleichzeitig der Volkswirtschaft zur Verfügung. Im Gegensatz zu Finanzintermediären können kompetitive Märkte eine derartige Risikotransformation nicht leisten.⁶¹ Grund dafür ist, dass das Eintreten des Versicherungsfalls in Form von unerwarteten Liquiditätsbedürfnissen eine private Information ist und daher am schnelllebigen und anonymisierten Kapitalmarkt nicht nachgeprüft werden kann.⁶² Die von Finanzintermediären bereitgestellten Sichteinlagenkontrakte können dagegen so ausgestaltet werden, dass die private Information nicht nachgeprüft werden muss, um die Risikotransformation zu erreichen.⁶³ Aus dieser Liquiditätsversicherung entsteht im Gegenzug das Risiko eines *bank runs*: Bei negativen Erwartungen – beispielsweise hinsichtlich möglicher Liquiditätsschwierigkeiten des Kreditinstituts – kann es dazu kommen, dass alle Einleger gleichzeitig ihr Überschusskapital bei der Bank abziehen.⁶⁴ Im Extremfall bricht dabei die Bank zusammen, wodurch ernstzunehmende gesamtwirtschaftliche Probleme entstehen können.⁶⁵ Die aus dem Modell von *Diamond* und *Dybvig* hergeleiteten Schlussfolgerungen werden allerdings in mehrerer Hinsicht kritisiert: Zum einen müssen die Versicherungsleistungen gegen individuelle Liquiditätsrisiken nicht unbedingt von einer Bank erbracht werden, sondern können auch von entsprechend ausgestalteten Investmentfonds übernommen werden.⁶⁶ Nach anderer Ansicht sind noch nicht einmal solche Investmentfonds notwendig, wenn

⁵⁸ *Diamond/Dybvig* The Journal of Political Economy 91 (1983), 401 (402); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 21; *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 129.

⁵⁹ *Diamond/Dybvig* The Journal of Political Economy 91 (1983), 401 (408 ff.); *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 129; *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 21.

⁶⁰ Vgl. zur Definition der Sichteinlagen Springer Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Sichteinlagen, online im Internet: www.wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/sichteinlagen.html (letzter Abruf: 23.3.2017).

⁶¹ *Diamond/Dybvig* The Journal of Political Economy 91 (1983), 401 (407); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 21.

⁶² *Diamond/Dybvig* The Journal of Political Economy 91 (1983), 401 (406 f.); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 21.

⁶³ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 21.

⁶⁴ Vgl. *Diamond/Dybvig* The Journal of Political Economy 91 (1983), 401 (401 f.); *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 25.

⁶⁵ *Diamond/Dybvig* The Journal of Political Economy 91 (1983), 401 (402).

⁶⁶ *Jacklin*, in: Prescott/Wallace (Hrsg.), Contractual Arrangements for Intertemporal Trade, S. 26 ff.; *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 26.

die Anleger ihr Liquiditätsbedürfnis durch den Handel von Aktien als direkte Ansprüche an den von den Unternehmen erzielten Projekterträgen befriedigen können.⁶⁷ Die Zwischenlagerung des Überschusskapitals wird daher nur dann notwendig, wenn ausreichend hohe Kapitalmarktfriktionen bestehen, die den Wertpapierhandel zwischen den Investoren einschränken.⁶⁸ Trotz dieser Kritikpunkte kann das Modell von *Diamond* und *Dybvig* aber dennoch hinreichend belegen, dass Finanzintermediäre durch die Liquiditätsversicherung und der damit einhergehenden Risikotransformation dazu beitragen können, die in einem unvollkommenen Finanzsystem bestehenden Risiken effektiv umzuverteilen.

Weitere Ausgestaltungen der Risikotransformation durch Finanzintermediation sind die Losgrößen- und Fristentransformation⁶⁹ sowie die Konzeption von Verträgen mit auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Investoren zugeschnittenen Risikoprofilen.⁷⁰ Je genauer es dem Finanzintermediär gelingt, Finanzkontrakte auf die Bedürfnisse des einzelnen Anlegers zuzuschneiden, desto niedriger sind die zu den Risikokosten zählenden Kosten für die Liquiditätshaltung, die dem Intermediär selbst und dem Anleger, aber auch dem gesamten Finanzsystem entstehen. Diese Überlegungen zeigen, dass die Vermittlung zwischen Kapitalverwendern und Investoren dabei helfen kann, beide Parteien gegen die im Finanzsystem existierende Risiken abzusichern. Eine solche Absicherung kann in einem vollständig disintermediären Finanzsystem nicht in gleicher Weise erreicht werden.

c) *Economies of scale and economies of scope*

Eine weitere relativ simple und ebenfalls auf Transaktionskosten beruhende Begründung für die Existenz von Finanzintermediation resultiert aus der von Finanzintermediären vorgenommenen Transformation von Kapitalanlagen.⁷¹ Eine stimmige Begründung für den Umstand, dass eine Transformation nicht von den Anlegern selbst, sondern hauptsächlich von Finanzintermediären vorgenommen wird, muss nach *Freixas* und *Rochet* die Annahme von *economies of scale* und *economies of scope* enthalten, die es für einen Finanzintermediär als separate Einheit rentabel machen, sich auf die Transformation von Kapitalanlagen zu spezialisieren.⁷²

⁶⁷ *Gorton/Pennacchi* The Journal of Finance 45 (1990), 49; *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 26.

⁶⁸ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 26.

⁶⁹ Vgl. dazu genauer unten, § 3 B. I. 3.

⁷⁰ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 129f.

⁷¹ *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 18.

⁷² *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 18; vgl. auch *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 28.

Economies of scale (alternativ Skaleneffekte, Skalenerträge oder Skalenvorteile) bezeichnen Kostenersparnisse, die bei gegebener Produktionsfunktion infolge konstanter Fixkosten auftreten, wenn die Aufbringungsmenge wächst, indem bei höherer Produktionsmenge der Anteil der fixen Kosten je produzierter Einheit immer geringer wird.⁷³ Zu diesen Kostenersparnissen führt beispielsweise die bessere Auslastung des Computersystems oder Zweigstellennetzes sowie eine erhöhte Produktivität aufgrund einer stärkeren Spezialisierung und die Verwendung von standardisierten Verträgen und Verfahren.⁷⁴ Skalenvorteile lassen sich daneben auf Lernkurveneffekte zurückführen, die durch Übungsgewinne aus der wiederholten Arbeitsverrichtung entstehen.⁷⁵ Als Beispiel kann hier ein Kreditsachbearbeiter herangezogen werden, der durch die wiederholte Bearbeitung von Kreditanträgen die Erfahrung sammelt, auf welche Eigenschaften des Antragstellers (Alter, Berufstätigkeit etc.) hinsichtlich der Rückzahlungserwartung besonders zu achten ist. Bei der Bearbeitung nachfolgender Kreditanträge nutzt er diese Erfahrung und prüft insbesondere die entscheidenden Eigenschaften des Antragstellers. Dadurch sinkt die jeweils auf einen Kreditantrag entfallende Arbeitszeit und in der Folge die Kosten der einzelnen Transaktionen.⁷⁶

Economies of scope (alternativ Verbundvorteile) bezeichnen dagegen wirtschaftliche Vorteile, die bei diversifizierten Unternehmen auftreten, die auf verschiedenen Märkten tätig sind. In bestimmten Funktionsbereichen können synergetische Effekte im Sinn von Kostenersparnissen erreicht werden, zum Beispiel, wenn die Kosten für die Produktion von zwei verschiedenen und getrennt herstellbaren Produkten durch ein diversifiziertes Unternehmen günstiger ist als durch zwei Einprodukt-Unternehmen.⁷⁷ *Economies of scope* sind sowohl empirisch als auch theoretisch nur schwer nachweisbar,⁷⁸ können seitens der Nachfrager aber durch den Bezug mehrerer Finanzprodukte von einem Finanzintermediär entstehen.⁷⁹

Zu beachten ist, dass in einem ökonomischen System wie dem Finanzsystem durch die Existenz von Finanzintermediären zusätzliche Schnittstellen und damit zusätzliche Transaktionskosten entstehen.⁸⁰ Diese Transaktionskosten

⁷³ Vgl. Springer Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: *Economies of Scale*, online im Internet: www.wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/economies-of-scale.html (letzter Abruf: 23.3.2021).

⁷⁴ Hügle, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 28f.

⁷⁵ Paul, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 18.

⁷⁶ Vgl. dazu Paul, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 18.

⁷⁷ Vgl. Springer Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: *Economies of Scope*, online im Internet: www.wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/economies-of-scope.html (letzter Abruf: 21. Dezember 2016).

⁷⁸ Freixas/Rochet, *Microeconomics of Banking*, S. 18. Vgl. zu den Ergebnissen empirischer Untersuchungen Paul, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 19ff.

⁷⁹ Hügle, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 29.

⁸⁰ Bernet, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 128; Paul, Banken-

müssen den aus den *economies of scale* und *economies of scope* resultierenden Kostenersparnissen gegenübergestellt werden.⁸¹ Finanzintermediation ist logischerweise nur dann sinnvoll, wenn die Kostenersparnisse diese zusätzlichen Transaktionskosten übersteigen.

3. Bewertung: Disintermediation als vollständiger Verzicht auf Finanzintermediation?

Die vorstehenden Ausführungen zeigen, dass die theoretischen Prämissen für ein vollkommenes Finanzsystem, in dessen Rahmen ein vollständiger Verzicht auf die Intermediation zwischen Kapitalanlegern und Kapitalverwendern nicht zu negativen Auswirkungen führen würde, nicht erfüllt sind. Im Rahmen der stattdessen vorzufindenden unvollkommenen Finanzsysteme konnte die Nützlichkeit von Finanzintermediation bei der Beseitigung beziehungsweise der Reduktion von Unvollkommenheiten des Finanzsystems in Gestalt von Informationsmängeln, Risiken und Unteilbarkeiten theoretisch hergeleitet werden. Ein vollständiger Verzicht auf Finanzintermediation in einem unvollkommenen Finanzsystem würde somit zur Folge haben, dass dessen Unvollkommenheiten nicht mehr ausgeglichen werden würden. Dadurch entstünden (jedenfalls) höhere Transaktionskosten, so dass es innerhalb des Finanzsystems im Ergebnis zu Effizienzverlusten kommen würde. Nach dem oben entwickelten Verständnis soll eine Disintermediation aber schon aus ökonomischer Sicht keine negativen Auswirkungen auf das Finanzsystem haben, damit sich eine rechtliche Untersuchung des Phänomens als lohnenswert zeigt. Mit anderen Worten: Ein „Banking Without Banks“ ist nur dann erstrebenswert, wenn damit keine negativen Konsequenzen verbunden sind.

Es ist daher zu resümieren, dass ein gänzlicher Verzicht auf eine Intermediation lediglich im Rahmen von vollkommenen Marktsystemen denkbar ist. Ein vollkommenes Marktsystem existiert bis dato jedoch nicht; es ist vielmehr rein theoretischer Natur. Eine streng linguistische Betrachtungsweise des Begriffs Disintermediation im Sinne eines vollständigen Verzichts auf Finanzintermediation soll im Rahmen der vorliegenden Arbeit daher nicht vertreten werden. Es ist daher nach einer anderen, über den reinen Wortsinn hinausgehenden Möglichkeit zu suchen, um die Bedeutung der Disintermediation im Zusammenhang mit dem Finanzsystem treffend zu bestimmen.

intermediation und Verbriefung, S. 18; vgl. auch *Judge University of Chicago Law Review* 82 (2015), 573 (576 f.).

⁸¹ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 128.

II. Zweiter Ansatz: Gleichsetzung der Disintermediation mit securitization

An anderer Stelle wird das Phänomen der Disintermediation vor allem in einen Zusammenhang mit der in den 1970er-Jahren entwickelten Praxis der *securitization* gestellt. Dabei handelt es sich allgemein um ein Verfahren, durch die Forderungen, wie zum Beispiel ein Bankkredit, auf speziell dafür gegründete Zweckgesellschaften (*special purpose entity*) übertragen werden, welche durch die Emittierung von Wertpapieren, die dem Anleger die Zahlungsströme der verbundenen Forderungen garantieren, Geld aufbringen.⁸² *Choulet* und *Shulyatyeva* beispielsweise setzen dieses Vorgehen scheinbar mit einer „Disintermediation“ gleich, indem sie eine *banking disintermediation* unter anderem in der Konstellation erkennen, in der Banken die von ihnen vergebenen Kredite nicht länger in ihrer Bilanz halten, sondern diese verkaufen.⁸³ Auch *Handrick* differenziert nicht zwischen dem Verfahren der *securitization* und dem Phänomen der Disintermediation.⁸⁴

Es handelt sich bei der *securitization* um eine Form der direkten Kapitalmarktfinanzierung, in dessen Rahmen die Bank allenfalls als Kreditproduzent und Umpacker des Darlehens fungiert.⁸⁵ Darin lässt sich eine Verlagerung des Kreditgeschäfts von den Geschäftsbanken hin zu den Kapitalmärkten erkennen. Dennoch können *securitization* und Disintermediation nicht als ein und dasselbe behandelt werden: Mit der *securitization* wird lediglich die Tendenz hin zu einer anderen Form der Finanzierung beschrieben, während Disintermediation auf Veränderungen in der Einschaltung von Finanzintermediären abstellt.⁸⁶ *Schmidt*, *Hackethal* und *Tyrell* weisen ebenfalls darauf hin, dass die Begrifflichkeiten *securitization* und Disintermediation sorgfältig auseinanderzuhalten sind.⁸⁷ Stattdessen kann in der Verbriefung von Buchforderungen und Eigentumsrechten allenfalls ein Unterfall der Disintermediation erkannt werden und als Beispiel für dieses Phänomen angeführt werden.⁸⁸ Die Bedeutung des Begriffs Disintermediation lässt sich dagegen allein durch den Rückgriff auf die *securitization* nicht vollumfänglich erfassen.

⁸² *Armour* et al., *Principles of Financial Regulation*, S. 85; *Greenbaum/Thakor/Boot*, *Contemporary Financial Intermediation*, S. 55, 249ff.; *Jobst*, *Finance & Development* 45 (2008), 48 (48f.); *Merton*, *Financial Management* 24 (1995), 23 (25).

⁸³ *Choulet/Shulyatyeva* *BNP Paribas Conjoncture* 2016, 3 (3).

⁸⁴ *Handrick*, in: *Krümmel/Rudolph* (Hrsg.), *Corporate Finance*, 19 (20).

⁸⁵ *Greenbaum/Thakor/Boot*, *Contemporary Financial Intermediation*, S. 55.

⁸⁶ *Paul*, *Bankenintermediation und Verbriefung*, S. 53.

⁸⁷ *Schmidt/Hackethal/Tyrell* *Journal of Financial Intermediation* 8 (1999), 36 (49).

⁸⁸ So beispielsweise *Hüggle*, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 16; *Büschgen*, *Bankbetriebslehre*, S. 41; *Paul*, *Bankenintermediation und Verbriefung*, S. 53. Vgl. dazu auch noch unten, § 3 B. III.

III. Dritter Ansatz: Direkte vertragliche Beziehung zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber

Einige Begriffsbestimmungen erkennen das charakteristische Merkmal einer Disintermediation in der direkten Finanzierungsbeziehung zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber. Nach *Domanski* bezeichnet der Begriff Disintermediation daher

„wörtlich [...] die Tendenz weg von der vermittelten Bereitstellung von Finanzdienstleistungen über spezielle Institutionen (insb. Kreditinstitute) und Wertpapiermärkte hin zu direkten Finanzierungsbeziehungen zwischen Überschuß- und Defiziteinheiten.“⁸⁹

Auch in dem von *Walter* für das US-amerikanische Bankensystem entwickelten Stufenmodell der Disintermediation kommt es auf der ersten Stufe zu einer Verdrängung der Geschäftsbanken mit Einlageleistungen zugunsten von Investment-Banken.⁹⁰ Andere Definitionen weisen ebenfalls auf ein solches Verständnis der Disintermediation hin.⁹¹ Ein solches Begriffsverständnis lässt sich inhaltlich in einen Zusammenhang mit der auf *Bitz* zurückgehenden Unterscheidung zwischen Finanzintermediären im engeren Sinne und Finanzintermediären im weiteren Sinne bringen. Finanzintermediäre im engeren Sinne sind dabei Institutionen, deren primäre Geschäftstätigkeit darauf gerichtet ist, in der Weise zu einem Ausgleich von Anlage- und Finanzbedarf beizutragen, dass sie sich bereithalten, einerseits Zahlungsmittel von den originären Geldgebern gegen das Versprechen späterer Rückzahlung entgegenzunehmen (Anlageleistung) und andererseits den originären Geldnehmern die benötigten Zahlungsmittel ebenfalls gegen das Versprechen späterer Rückzahlung zur Verfügung zu stellen (Finanzierungsleistung).⁹² Ein Finanzintermediär im engeren Sinne steht dadurch als selbst haftender Vertragspartner zwischen beiden Parteien und ersetzt damit das direkte Vertragsverhältnis zwischen Kapitalgeber und

⁸⁹ *Domanski*, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), Finanzmärkte, 271.

⁹⁰ *Walter*, in: Süchting (Hrsg.), SB Nr. 34 des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum, 39 (40); vgl. auch *Paul*, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 53. Vgl. zur zweiten Stufe oben, § 3 A. II.

⁹¹ *Moeninghoff/Wieandt* ZfbF 2013, 466 (468); *Buch/Golder* BNL Quarterly Review 53 (2000), 107 (115); *Büschgen*, Bankbetriebslehre, S. 41; *Kaufman*, The U.S. Financial Systems, S. 47.

⁹² *Bitz* WiSt 1989, 430; vgl. auch *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 44; *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 47; *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 17. *Grundmann* spricht von einer direkten Finanzintermediation, vgl. *Grundmann*, in: ders. (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Teilband 1, Teil 1 Rn. 12. *Bernet* definiert Finanzintermediäre im engeren Sinne im Gegensatz dazu als Anbieter, deren Unternehmungszweck und damit Kerngeschäft im Angebot von Intermediationsleistungen besteht, vgl. *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 22. In dieser Definition ist keine Aussage zur Art und Weise der Erbringung von Intermediationsleistungen enthalten, so dass hierin kein Erkenntnisgewinn im Vergleich zur allgemeinen Definition eines Finanzintermediärs erkannt werden kann.

-nehmer.⁹³ Der Prototyp eines Finanzintermediärs im engeren Sinne sind Einlagenkreditinstitute im Sinne des § 1 Abs. 3d S. 1 KWG in Verbindung mit Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 CRR-VO, die Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegennehmen finanzieren und auf der Bilanzseite Kredite für eigene Rechnung gewähren.⁹⁴ Die Geschäftstätigkeit von Finanzintermediären im weiteren Sinne ist demgegenüber lediglich darauf ausgerichtet, den unmittelbaren Abschluss von Finanzkontrakten zwischen Kapitalgebern und -nehmern einfacher und kostengünstiger herbeizuführen oder überhaupt erst zu ermöglichen, jedoch ohne dabei selbst Partei eines solchen Vertrages zu werden.⁹⁵ Dementsprechend steht ein Finanzintermediär im weiteren Sinne außerhalb des direkten Vertrages zwischen Kapitalnehmer und -geber, so dass seine Tätigkeit über den eigentlichen Begriff des „Intermediärs“ als zwischen den Parteien stehenden Agenten hinausgeht.⁹⁶ *Bitz* erkennt drei Kategorien von Leistungen, die ein Finanzintermediär im weiteren Sinne erbringen kann: Vermittlungsleistungen zwischen Kapitalgeber und -nehmer zwecks Abschluss eines Finanzkontrakts (zum Beispiel durch Finanzmakler und Kreditvermittler), Informationsleistungen über die Existenz und verschiedene Qualitätsaspekte möglicher Kapitalnehmer und Anlageformen (zum Beispiel durch Börsendienste und Ratingagenturen) sowie die Übernahme der Risiken, die aus den Ansprüchen einer Geldanlage resultieren (zum Beispiel durch Kreditversicherer).⁹⁷

In engem Zusammenhang mit der Differenzierung zwischen Finanzintermediären im engeren und im weiteren Sinne steht die Unterscheidung zwischen Transformations- und Transaktionsleistungen. *Büschgen* erkennt in der Erbringung von Transformationsleistungen das wesensbestimmende Merkmal eines Kreditinstituts, also eines Finanzintermediärs im engeren Sinne.⁹⁸ Vermögenstransformationsleistungen bestehen in der Fristentransformation, Losgrößen- und Risikotransformation sowie in der Bereitstellung von Liquidität.⁹⁹ Im Gegensatz dazu erbringen Finanzintermediäre Transaktions-

⁹³ *Bitz* WiSt 1989, 430; *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 44.

⁹⁴ Vgl. *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 47. Weitere typische Finanzintermediäre im engeren Sinne sind Bausparkassen, Investmentfonds bzw. Kapitalanlagegesellschaften, Leasing- und Factoringunternehmen, Kapitalbeteiligungsgesellschaften sowie Versicherungsunternehmen, vgl. *Bitz* WiSt 1989, 430; *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 47.

⁹⁵ *Bitz* WiSt 1989, 430 (431f.); vgl. auch *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 44; *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 47; *Hüggle*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 18. Nach *Bernet* sind Finanzintermediäre im weiteren Sinne dagegen Unternehmungen und Organisationen, deren Kerngeschäft nicht die Finanzintermediation ist, die aber Intermediationsfunktionen als Zusatz- oder Ergänzungsleistungen anbieten, vgl. *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 22.

⁹⁶ Vgl. *Hüggle*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 18.

⁹⁷ *Bitz* WiSt 1989, 430 (432).

⁹⁸ *Büschgen*, Bankbetriebslehre, S. 40.

⁹⁹ Vgl. die grafische Darstellung bei *Bhattacharya/Thakor* Journal of Financial Intermedi-

leistungen, indem sie Kapitalgeber und Kapitalnehmer mit komplementären Bedürfnissen – in der Regel gegen Zahlung einer Gebühr – zusammenführen.¹⁰⁰ Dies erreichen sie vor allem durch die Reduzierung asymmetrischer Informationen zwischen den Marktpartnern.¹⁰¹ Im Speziellen zählen Transaktionsdienstleistungen wie das Ausstellen von Schecks und die Wertpapierverwahrung, Finanzberatung, die Überprüfung und Zertifizierung von Finanzprodukten, die Vorbereitung von Vertragsschlüssen sowie die Emittierung von Wertpapieren zu den Transaktionsleistungen.¹⁰² Solche Transaktionsleistungen können sowohl von Finanzintermediären im engeren Sinne als auch von Finanzintermediären im weiteren Sinne erbracht werden.

Der Begriff Disintermediation könnte unter Rückgriff auf die Differenzierung zwischen Finanzintermediären im engeren und im weiteren Sinne sowie zwischen Vermögenstransformations- und Transaktionsleistungen somit so auszulegen sein, dass eine direkte Vertragsbeziehung zwischen Kapitalanleger und Kapitalverwender vorliegen muss. Dies würde die Transformationsleistungen von Finanzintermediären im engeren Sinne ausschließen, während eine außerhalb der direkten Vertragsbeziehungen stehende Vermittlung der Finanzintermediäre im weiteren Sinne durch Erbringung von Transaktionsleistungen weiterhin möglich wäre, da es auch hier zu direkten Vertragsbeziehungen zwischen Anlegern und Kapitalverwendern kommt. Gegen eine solche Auslegung spricht jedoch, dass eine Abgrenzung zwischen Finanzintermediären im engeren und im weiteren Sinne nicht immer trennscharf möglich ist. *Polster* zeigt dies am Beispiel der Börse: Während einige Autoren diese überhaupt nicht als Finanzintermediär auffassen, andere sie aber zumindest als Finanzintermediär im weiteren Sinne erkennen, qualifiziert er selbst die Börse sogar als Finanzintermediär im engeren Sinne, da diese beim Verkauf von Wertpapieren einer hypothetischen Bank ähneln würde.¹⁰³ Abgrenzungsfragen wie diese würden bei Anwendung des dargestellten Begriffsverständnisses von der Disintermediation zu erheblichen Unsicherheiten beim Umgang mit diesem Phänomen führen. Auch diese Deutung der Disintermediation kann daher im Ergebnis nicht vollends überzeugen.

ation 3 (1993), 2 (8); vgl. auch *Büschgen*, Bankbetriebslehre, S. 39f.; *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 15. Vgl. dazu noch unten, § 3 B. I. 3.

¹⁰⁰ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 15; vgl. auch *Bhattacharya/Thakor* Journal of Financial Intermediation 3 (1993), 2 (7f.).

¹⁰¹ *Büschgen*, Bankbetriebslehre, S. 36.

¹⁰² Vgl. die grafische Darstellung bei *Bhattacharya/Thakor* Journal of Financial Intermediation 3 (1993), 2 (8).

¹⁰³ *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 47f.

IV. Zwischenergebnis

Im Ergebnis kann so keine der in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vorgefundenen Begriffsbestimmungen vollends überzeugen. Der vollständige Verzicht auf Finanzintermediation würde aufgrund der Unvollkommenheiten von Finanzsystemen zu massiven Effizienzverlusten führen. Eine Begriffsbestimmung, die eine Disintermediation mit der Securitization gleichsetzt, greift zu kurz. Eine Anknüpfung an direkte vertragliche Beziehungen zwischen Kapitalnehmern und -gebern und die damit verbundene Abgrenzung zwischen Finanzintermediation im engeren und im weiteren Sinne führt nicht zu Klarheit, sondern ist vielmehr mit weiteren begrifflichen Unsicherheiten verbunden.

B. Funktionaler Ansatz der Disintermediation

Eine Bestimmung des Disintermediationsbegriffs könnte stattdessen an den Funktionen anknüpfen, die Finanzsystemen zugeschrieben werden. Die Analyse eines Finanzsystems kann entweder an dessen Institutionen (institutioneller Ansatz) oder an den Funktionen anknüpfen, die durch Finanzsysteme erfüllt werden müssen (funktionaler Ansatz). Der institutionelle Ansatz sieht in den bereits vorhandenen Institutionen unverrückbare Bestandteile des Finanzsystems und untersucht im Wesentlichen, wie sichergestellt werden kann, dass die bereits existierenden Institutionen in einem Finanzsystem fortbestehen und erfolgreich bleiben können.¹⁰⁴ Unterschieden werden kann insoweit zwischen bankenbasierten und kapitalmarktorientierten Finanzsystemen.¹⁰⁵ Im Rahmen bankenbasierter Finanzsysteme agieren hauptsächlich Banken als Finanzintermediäre, im Rahmen kapitalmarktbasierter Systeme nimmt dagegen der Kapitalmarkt diese Stellung ein.¹⁰⁶

Im Gegensatz dazu betont der auf *Merton* und *Bodie* zurückgehende funktionale Ansatz die Funktionen eines Finanzsystems und ermittelt darauf basierend die ideale institutionelle Zusammensetzung eines Finanzsystems, um diese Funktionen überall und jederzeit erfüllen zu können.¹⁰⁷ Die besseren Argu-

¹⁰⁴ *Merton* Financial Management 24 (1995), 23; vgl. auch *Merton/Bodie*, in: The Global Financial System, 3 (10); *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 54; für Finanzintermediationssysteme vgl. *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 6.

¹⁰⁵ Vgl. *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 77f.

¹⁰⁶ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 22; *Breuer*, Finanzintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht, S. 20; *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 43.

¹⁰⁷ *Merton/Bodie*, in: The Global Financial System, 3 (10); *Merton* Financial Management 24 (1995), 23; vgl. auch *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 54.

mente sprechen letztlich für die Analyse von Finanzsystemen anhand dieses funktionalen Ansatzes: Zunächst berücksichtigt dieser die Existenz von Institutionen und bietet somit einen ganzheitlichen Ansatz zur Analyse von Finanzsystemen,¹⁰⁸ während der institutionelle Ansatz sich ausschließlich auf die Institutionen des Finanzsystems konzentriert. Weiterhin sind und bleiben die grundlegenden Funktionen von Finanzsystemen in sämtlichen Volkswirtschaften dauerhaft dieselben,¹⁰⁹ während die institutionelle Ausgestaltung von Finanzsystemen in verschiedenen Volkswirtschaften aus einer Vielzahl von Gründen (Größenunterschiede, Verfügbarkeit von Technologien, politische, kulturelle und historische Unterschiede¹¹⁰) variiert.¹¹¹ Insbesondere im Vergleich von banken- und kapitalmarktorientierten Finanzsystemen lässt sich keine Überlegenheit des einen gegenüber dem anderen lediglich aufgrund der institutionellen Zusammensetzung feststellen.¹¹² Selbst die Ausrichtung und Tätigkeit von Institutionen, die in unterschiedlichen Volkswirtschaften gleich bezeichnet sind (zum Beispiel „Bank“ oder „Kreditinstitut“), können sich über verschiedene Finanzsysteme hinweg erheblich voneinander unterscheiden.¹¹³ Darüber hinaus vermag ein statischer institutioneller Ansatz die Weiterentwicklung eines Finanzsystems und die daraus resultierende Veränderung dessen institutioneller Zusammensetzung nicht sinnvoll zu erklären.¹¹⁴ Allein der aktuelle Eintritt von FinTech-Unternehmen in das Finanzsystem dient hier als Beispiel, warum ein funktionaler Ansatz bei der Analyse des Finanzsystems einem institutionellen Ansatz vorzuziehen ist: Der institutionelle Ansatz sieht den Eintritt neuer Institutionen in das Finanzsystem schlicht nicht vor. Eine solche Veränderung ist mit dem funktionalen Ansatz besser erklärbar, da Innovationen und Wettbewerb zwischen Institutionen hinsichtlich der Erfüllung der Funktionen letztendlich zu Effizienzsteigerungen im Finanzsystem und damit auch zu Veränderung in dessen institutioneller Zusammensetzung füh-

¹⁰⁸ Ein dritter, neoklassischer Ansatz beschränkt sich bei der Analyse von Finanzsystemen ausschließlich auf deren Funktionen und lässt Institutionen größtenteils außer Acht. Dieser Ansatz kann freilich nicht erklären, wie die Institutionen diese Funktionen erfüllen, vgl. *Merton/Bodie*, in: *The Global Financial System*, 3 (10). Vgl. auch *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 6f.

¹⁰⁹ *Hügler*, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 12; *Merton Journal of Financial Services Research* 4 (1990), 263; *Merton/Bodie*, in: *The Global Financial System*, 3 (4).

¹¹⁰ *Merton Journal of Financial Services Research* 4 (1990), 263; *Merton/Bodie*, in: *The Global Financial System*, 3.

¹¹¹ *Merton Journal of Financial Services Research* 4 (1990), 263; *Merton/Bodie*, in: *The Global Financial System*, 3; *Hügler*, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 12.

¹¹² Vgl. *Schmidt ZVglRWiss* 117 (2018), 429 (437).

¹¹³ *Merton/Bodie*, in: *The Global Financial System*, 3 (3f.); *Hügler*, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 12. Man beachte nur die Unterschiede zwischen Universalbanken- und Trennbankensystemen.

¹¹⁴ *Merton/Bodie*, in: *The Global Financial System*, 3 (10).

ren.¹¹⁵ Im Rahmen der bisherigen Auseinandersetzung mit dem Begriff der Disintermediation wurden diese Funktionen eines Finanzsystems bisher aber vernachlässigt.

I. Transferfunktion und Unterfunktionen

Dem funktionalen Ansatz folgend steht nun zu untersuchen, welche Funktionen ein Finanzsystem erfüllen muss. In seiner Gesamtheit muss ein Finanzsystem insbesondere eine Funktion erfüllen:

„The core function of the financial system is to facilitate the allocation and deployment of economic resources, both spatially and across time, in an uncertain environment.“¹¹⁶

Kernaufgabe des Finanzsystems ist somit, wirtschaftliche Ressourcen durch Zeit, geographische Regionen sowie Industriesektoren zu transferieren.¹¹⁷ Diese Funktion wird daher auch als Transferfunktion bezeichnet.¹¹⁸ Der Transferfunktion sind mehrere Funktionen untergeordnet, die den Austausch von Kapital in einem Finanzsystem überhaupt erst ermöglichen beziehungsweise erleichtern. Solche Unterfunktionen sind die Zahlungssystemfunktion, die Informationsfunktion und das damit verbundene Lösen von Anreizproblemen, Transformationsfunktionen, die Auswahl innovativer Unternehmen, denen volkswirtschaftliche Kaufkraft zur Verfügung gestellt werden soll sowie die Risikoallokation beziehungsweise das Risikomanagement. Die sogleich näher zu betrachtenden Funktionen werden in unvollkommenen Finanzsystemen regelmäßig von Finanzintermediären wahrgenommen. Dieser Umstand kann dazu verleiten, von den Funktionen der Finanzintermediation beziehungsweise des Finanzintermediationssystems zu sprechen.¹¹⁹ Finanzintermediäre übernehmen diese Funktionen aufgrund der oben dargestellten Unvollkommenheiten des Finanzsystems aber nur aushilfsweise, so dass teilweise von einer „effizienten Zweitbestlösung“ zur Erfüllung der Funktionen gesprochen wird.¹²⁰ Sie sind in diesem Sinne – in aus dem deutschen Recht bekannten Begrifflichkeiten ausge-

¹¹⁵ Merton/Bodie, in: *The Global Financial System*, 3 (4); Hügle, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 12f.

¹¹⁶ Merton/Bodie, in: *The Global Financial System*, 3 (12); Merton *Journal of Financial Services Research* 4 (1990), 263; Merton *Financial Management* 1995, 23; vgl. auch Polster, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 55; Hügle, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 12; Allen/Santomero *Journal of Banking & Finance* 25 (2001), 271 (273).

¹¹⁷ Merton *Financial Management* 1995, 23 (24).

¹¹⁸ Polster, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 55; Bernet, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 9.

¹¹⁹ Vgl. Bernet, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 8ff., *Heun JZ* 2012, 235 (236); Thiele, *Finanzaufsicht*, S. 114; Faßbender, *P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre*, S. 45 ff.

¹²⁰ So Hügle, *Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates*, S. 15.

drückt – Erfüllungsgehilfen des Finanzsystems. Auf einem vollkommenen Kapitalmarkt bestände für Finanzintermediäre kein Bedarf mehr, da ein solcher die notwendigen Funktionen selbst erbringen könnte.¹²¹ Somit sollte nicht von den Funktionen der Finanzintermediation oder Finanzintermediationssystemen, sondern von den Funktionen eines Finanzsystems gesprochen werden. Im Folgenden werden die einzelnen Unterfunktionen nun näher betrachtet.

1. Zahlungssystemfunktion

Innerhalb funktionierender Finanzsysteme sollen nicht benötigte Ersparnisse, insbesondere monetärer Form, von privaten Haushalten an Unternehmen transferiert werden, um dort als Investitionen Früchte zu tragen.¹²² Dies setzt notwendigerweise die Abwicklung monetärer Transfers voraus, für die Systeme existieren müssen, die solche Transfers ermöglichen – sogenannte Zahlungssysteme.¹²³ Der Begriff Zahlungssystem bezeichnet dabei Instrumente, Organisationen, operative Abläufe sowie Informations- und Kommunikationssysteme, die eingesetzt werden, um Informationen zu initiieren und vom Zahler auf den Zahlungsempfänger zu übertragen sowie um Zahlungen durchzuführen.¹²⁴ Zahlungssysteme werden in erster Linie benötigt, um dem Austausch von Gütern und Leistungen zwischen den Wirtschaftsteilnehmern einen gegenläufigen Strom von Zahlungsmitteln beziehungsweise Kapital entgegenzustellen und so einen Tausch zu ermöglichen.¹²⁵ Ein solcher Zahlungsfluss zwischen Unternehmen, Haushalten und staatlichen Stellen wird über sogenannte Massenzahlungssysteme (*retail payment systems*) abgewickelt.¹²⁶ Daneben stehen Großbetragszahlungssysteme (*wholesale payment systems*), in deren Rahmen Kapital zwischen Banken, anderen Finanzinstituten sowie deren Großkunden transferiert werden kann.¹²⁷

¹²¹ Vgl. dazu oben, § 3 B. I. 1. a).

¹²² Polster, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 55.

¹²³ Polster, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 55 f.; vgl. auch Merton Financial Management 1995, 23 (24); für Finanzintermediationssysteme Bernet, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 9 f.

¹²⁴ Hügle, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 37; vgl. auch Awrey/van Zwieten Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (781) m. w. N.

¹²⁵ Armour et al., Principles of Financial Regulation, S. 24; Bernet, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 9; Polster, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 56. Durch die Möglichkeit, mit Geld auch Schulden zu tilgen, geht die Wirkung der Zahlungssystemfunktion über diese Tauschfunktion jedoch noch hinaus, vgl. Hügle, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 37.

¹²⁶ Humphrey, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.), Oxford Handbook of Banking, 408 (408 ff.); Awrey/van Zwieten Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (781); Scott, The Importance of the Retail Payment System, S. 6.

¹²⁷ Humphrey, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.), The Oxford Handbook of Banking, 408 (408, 417 ff.); Awrey/van Zwieten Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (781 f.); Scott, The Importance of the Retail Payment System, S. 5 f.

Zahlungssysteme sollen über ihre bloße Bereitstellung hinaus bestimmte wirtschaftliche Eigenschaften aufweisen. Als solche hat *Scott* speziell für Massenzahlungssysteme den interessengerechten Ausgleich zwischen Endgültigkeit und Reversibilität von Transaktionen, die Universalität der eingesetzten Bezahlfverfahren, die Buchführung, Liquidität, Sicherheit sowie die finanzielle Inklusion identifiziert.¹²⁸ Diese Eigenschaften lassen sich – abgesehen von der finanziellen Inklusion – in die Aufbewahrungs- (*storage*) und die Liquiditätsfunktion (*liquidity*) zusammenfassen.¹²⁹ Die Aufbewahrungsfunktion hat dabei wiederum zwei Komponenten: Zunächst müssen Kundengelder vor Verlust, Diebstahl oder Zerstörung geschützt werden, damit deren Inhaber diese für einen Zahlungsvorgang nutzen kann (Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne, *custodial storage*).¹³⁰ Darüber hinaus muss die sichere Übertragung der verwahrten Kundengelder an Dritte sichergestellt sein (Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne, *transactional storage*).¹³¹ Die Liquiditätsfunktion beschreibt die Fähigkeit eines Vermögenswerts, unmittelbar und ohne zeitliche Verzögerung für wirtschaftliche Aktivitäten wie den Erwerb von Waren und Dienstleistungen eingesetzt werden zu können.¹³² Eine perfekte Liquidität ist demnach gegeben, wenn Vermögenswerte ohne zeitliche Zäsur und zum vollen Gegenwert übertragen oder umgewandelt werden können,¹³³ zum Beispiel durch den Rücktausch von Buchgeld in Bargeld. Dem Finanzsystem ist durch eine perfekte Liquidität von Vermögenswerten jedoch nicht geholfen, wenn eine solche dadurch erreicht wird, dass die Werte nicht anderweitig gewinnbringend eingesetzt werden können. So ist beispielsweise Bargeld einerseits zwar der liquideste Vermögenswert, andererseits aber unverzinslich, so dass ein übermäßiges Halten von Bargeldreserven zu Zinsverlusten führt, die insgesamt dem Finanzsystem sowie der Realwirtschaft schaden.¹³⁴

Ein optimales Zahlungssystem muss damit Risiken und Transaktionskosten eliminieren, um die sichere Verwahrung von Kundengeldern sowie eine Übertragung oder Umwandlung der Vermögenswerte zum vollen Gegenwert zu gewährleisten. Solche Risiken und Transaktionskosten können bei der Abwicklung einer Zahlung entstehen, wobei hier mit der Verrechnung (*clearing*) und der Abrechnung (*settlement*) zwischen zwei Teilprozessen unterschieden wer-

¹²⁸ *Scott*, The Importance of the Retail Payment System, S. 4.

¹²⁹ *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (782); vgl. auch *Grundmann*, in: ders. (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Teilband 1, Teil 1 Rn. 13, der von der Zahlungs- und Aufbewahrungsfunktion spricht.

¹³⁰ *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (782).

¹³¹ *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (782).

¹³² *Scott*, The Importance of the Retail Payment System, S. 40; *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (783).

¹³³ *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (783).

¹³⁴ *Scott*, The Importance of the Retail Payment System, S. 40.

den kann.¹³⁵ *Clearing* bezieht sich dabei auf die Durchführung der Zahlungsanweisung, während unter *settlement* die Erfüllung der zwischen Käufer und Verkäufer bestehenden Forderungen durch den Transfer von Geldmitteln oder Wertpapieren verstanden wird.¹³⁶ Risiken ergeben sich vor allem bezüglich der Durchführung eines Tauschs, der sowohl am Leistungsvermögen des Verkäufers als auch an der Finanzierung durch den Käufer scheitern kann.¹³⁷ Transaktionskosten können einerseits durch Gebühren für die Übertragung des Zahlungsmittels selbst als auch durch die Finanzierung und Bereitstellung von Sicherheiten anfallen.¹³⁸ Auch sogenannten Opportunitätskosten, zum Beispiel Zinsverluste des Zahlenden, wenn er Kapital vor dem Empfang der Gegenleistung auf einen langen Überweisungsweg senden muss, zählen ebenso zu den bei einer Zahlung entstehenden Transaktionskosten wie der Zinsverlust durch liquide, gleichzeitig aber zinsfreie Mittel (zum Beispiel Bargeld).¹³⁹ Im Rahmen der Zahlungssystemfunktion hat ein Finanzsystem damit die Aufgabe, geeignete Mechanismen bereitzustellen, durch die der Transfer von Zahlungsmitteln risikoarm und transaktionskostengünstig ermöglicht wird, um neben der bloßen Bereitstellung des Zahlungssystems dessen Aufbewahrungs- und Liquiditätsfunktion zu gewährleisten.

2. Informationsfunktion und Lösen von Anreizproblemen

In Finanzsystemen treten immer wieder Informationsasymmetrien zwischen den Investoren und den Kapitalnehmern auf. In extremen Fällen können solche Asymmetrien sogar dazu führen, dass ein Kapitalgeber vollständig die Motivation verliert, einem Kapitalnehmer überschüssiges Kapital zur Verfügung zu stellen. Diese letzte Konstellation wird als Anreizproblem bezeichnet. In der Literatur werden die Informationsfunktion und das Lösen solcher Anreizprobleme meist getrennt voneinander dargestellt und behandelt.¹⁴⁰ Für eine solche Differenzierung spricht zwar, dass es sich bei der Informationsfunktion – wie auch bei den weiteren schon diskutierten und noch zu diskutierenden Funktionen des Finanzsystems – um Eigenschaften eines vollkommenen Finanzsystems handelt, während Anreizprobleme das Entstehen eines solchen gerade ver-

¹³⁵ Perold, in: *The Global Financial System*, 33; Polster, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 56.

¹³⁶ Perold, in: *The Global Financial System*, 33.

¹³⁷ Perold, in: *The Global Financial System*, 33; vgl. auch Bernet, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 9.

¹³⁸ Perold, in: *The Global Financial System*, 33.

¹³⁹ Vgl. Bernet, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 9f.; Scott, *The Importance of the Retail Payment System*, S. 40.

¹⁴⁰ Vgl. Merton *Financial Management* 1995, 23 (24); Merton/Bodie, in: *The Global Financial System*, 3 (5f.); Polster, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 55f. oder die getrennte Behandlung beider Funktionen in Bodie/Merton, in: *The Global Financial System*, 197 und Froot, in: *The Global Financial System*, 225.

hindern.¹⁴¹ Für eine gemeinsame Behandlung der Informationsfunktion und dem Lösen von Anreizproblemen spricht jedoch, dass die effiziente Erfüllung der Informationsfunktion durch ein Finanzsystem Informationsasymmetrien verringert. Da Anreizprobleme primär auf Informationsasymmetrien beruhen, wird deren Entstehen durch eine verbesserte Verfügbarkeit von Informationen gerade auf Seiten des Kapitalgebers verhindert. Es besteht somit ein enger Zusammenhang zwischen diesen beiden Funktionen.

Ein Bedürfnis für die Informationsfunktion besteht, weil Informationen über die Risiken und Renditen alternativer Investitions- und Finanzierungsmöglichkeiten Grundlage eines jeden Entscheidungsprozesses der Investoren und Kapitalnachfrager sind.¹⁴² In diesen Prozess einfließen können dabei sämtliche Informationen, die ein Finanzsystem generiert, beispielsweise über Zinsen, Zinsstrukturen, Kurse und Volatilitäten.¹⁴³ Dem Einzelnen ist es dabei aber regelmäßig nicht möglich, alle verfügbaren Informationen zu erfassen oder die bereits erfassten Informationen korrekt auszuwerten.¹⁴⁴ Gerade am Kapitalmarkt kann es so – schon aufgrund der Fülle der zur Konformität mit kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften bereitzustellenden Informationen – zu einem sogenannten *information overload* kommen, der gerade unerfahrene Investoren bei ihrer Investitionsentscheidung überfordern kann.¹⁴⁵ Problematisch ist weiterhin, dass ein Unternehmer die Renditechancen und Risiken seines zu finanzierenden Investitionsprojekts schon aufgrund der Nähe zu dem Vorhaben regelmäßig besser einschätzen kann als ein potentieller privater Kapitalgeber.¹⁴⁶ Auf diese Weise entstehen Informationsasymmetrien zwischen potentiellen Kapitalgebern und -nehmern. Ein Finanzsystem muss daher Mechanismen bereitzustellen, die einerseits diese Asymmetrien effektiv ausgleichen¹⁴⁷ und andererseits die erhältlichen Informationen effizient organisieren und allozieren, so dass die relevanten Informationen bereits ausgewertet oder zumindest auswertbar zu den daran interessierten Akteuren gelangen.

Anreizprobleme beruhen dagegen in der Regel auf Informationsasymmetrien, die daraus entstehen, dass sich die Vertragsparteien regelmäßig nicht gegenseitig überwachen und kontrollieren können.¹⁴⁸ Dies lässt sich an den typi-

¹⁴¹ *Froot*, in: *The Global Financial System*, 225.

¹⁴² *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 13; vgl. auch *Bodie/Merton*, in: *The Global Financial System*, 197.

¹⁴³ *Polster*, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 55. Die Volatilität ist ein Maß für die Unsicherheit über die Höhe eines zukünftigen Preises, die als Standardabweichung eines Wertpapierkurses ausgedrückt werden kann, vgl. ebd.

¹⁴⁴ *Lerch*, *Anlageberater als Finanzintermediäre*, S. 19.

¹⁴⁵ *Lerch*, *Anlageberater als Finanzintermediäre*, S. 19; *Rott* *VuR* 2008, 21 (22); monographisch *Stahl*, *Information Overload am Kapitalmarkt*.

¹⁴⁶ *Leland/Pyle* *The Journal of Finance* 32 (1977), 371.

¹⁴⁷ *Polster*, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 57.

¹⁴⁸ *Merton/Bodie*, *Finance*, S. 30.

schen Formen, in denen Anreizprobleme im Finanzsystem auftreten, nachweisen. Dazu gehören beispielsweise das *moral hazard*-Problem, adverse Selektion und Prinzipal-Agent-Probleme.¹⁴⁹ Das *moral hazard*-Problem entsteht, wenn die Versicherung gegen ein bestimmtes Risiko dazu führt, dass die versicherte Partei das versicherte Risiko erst recht eingeht oder weniger Sorge dafür trägt, dass dieses nicht eintritt.¹⁵⁰ Als Beispiel aus dem Bereich des Finanzsystems verweisen Merton und Bodie auf die Finanzierung einer neuen Geschäftsidee: Eine solche Finanzierung könnte entweder durch das soziale Umfeld, also durch Freunde und Familie, oder durch eine Bank erfolgen. Im Falle einer Finanzierung durch eine Bank ist dieser selbst aber bewusst, dass Freunde und Familie dem Unternehmer näherstehen, während die Bank aus dessen Sicht nur eine unpersönliche Institution darstellt, deren Wohlergehen dem Unternehmer weniger wichtig ist. Aus diesem Grund steht für Banken zu befürchten, dass sich der von einer Bank finanzierte Unternehmer bei Schwierigkeiten nicht im gleichem Maße um die Rettung seiner Geschäftsidee und damit des von der Bank bereitgestellten Kapitals bemühen wird wie ein Unternehmer, der durch sein soziales Umfeld finanziert wurde.¹⁵¹ Auch das Problem der adversen Selektion wird durch asymmetrische Informationen hervorgerufen und beschreibt eine Situation, in der diejenigen, die sich gegen bestimmte Risiken versichern, anfälliger für diese Risiken sind als die Durchschnittsbevölkerung.¹⁵² Das Problem der adversen Selektion geht auf ein Modell von Akerlof zurück, der dieses anhand des Gebrauchtwagenmarkts beispielhaft hergeleitet hat.¹⁵³ Allgemein beschreibt das Problem der adversen Selektion eine Situation, in der Nachfrager nicht in der Lage sind, die Qualität der angebotenen Güter und Leistungen hinreichend zu beurteilen, so dass sie ihr Nachfrageverhalten nicht daran ausrichten und zwischen „guten“ und „schlechten“ Angeboten unterscheiden können. Dadurch werden die Nachfrager dazu gezwungen, die Produkteigenschaften anhand eines Marktdurchschnitts zu bewerten, was wiederum dazu führt, dass überdurchschnittliche Angebote aufgrund der Informationsdefizite der Nachfrager nicht erkannt werden. Unter Wettbewerbsbedingungen sinkt der Qualitätsdurchschnitt der angebotenen Produkte dadurch stetig, weil Angebote schlechterer Qualität geringere Kosten verursachen und deshalb aufgrund der höheren Durchschnittspreise am Markt gewinnbringend abgesetzt werden

¹⁴⁹ Merton/Bodie, Finance, S. 30.

¹⁵⁰ Merton/Bodie, Finance, S. 30; vgl. auch Kidwell et al., Financial Institutions, Markets, and Money, S. 19.

¹⁵¹ Merton/Bodie, Finance, S. 30.

¹⁵² Merton/Bodie, Finance, S. 31.

¹⁵³ Akerlof The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488 und Erlei/Szczutkowski, in: Springer Gabler Verlag (Hrsg.), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Adverse Selection, abrufbar unter: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/922/adverse-selection-v8.html> (letzter Abruf: 23.3.2021). Unter dem Stichwort der asymmetrischen Information Hellwig, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 12.

können.¹⁵⁴ Auch im Finanzsystem tritt das Problem der adversen Selektion auf, wie *Merton* und *Bodie* am Beispiel der Lebensversicherung verdeutlichen.¹⁵⁵ Das Prinzipal-Agent-Problem entsteht schließlich in Situationen, in denen der Entscheidungsträger (Agent) nicht personengleich mit der Person ist, die das Risiko der Entscheidung trägt (Prinzipal).¹⁵⁶ Hier kann es dazu kommen, dass der Agent nicht die Entscheidung trifft, die der Prinzipal mit den gleichen Informationen getroffen hätte.¹⁵⁷ Ein einfaches Beispiel für ein Prinzipal-Agenten-Problem aus dem Bereich der Finanzdienstleistungen ist dabei die Situation bei der Anlageberatung: Der Anleger kann aufgrund eines Informationsdefizits den Rat des Anlageberaters nicht überprüfen. Andernfalls wäre die Einschaltung des Anlageberaters überflüssig. Zwischen Anleger und Berater besteht daher ein Prinzipal-Agent-Problem, bei dem zu befürchten ist, dass der Berater (heimlich) seinen Nutzen zu Lasten des Anlegers maximiert.¹⁵⁸ Hierbei ist vor dem Hintergrund zahlreicher dazu ergangener Entscheidungen des BGH aus rechtlicher Sicht insbesondere an die Probleme bezüglich versteckter Rückvergütungen und Innenprovisionen im Rahmen der Anlageberatung zu denken.¹⁵⁹

Ein funktionsfähiges Finanzsystem muss zur Lösung dieser und anderer Anreizprobleme beitragen, damit sich andere Vorzüge, die sich aus einem Finanzsystem ergeben können, überhaupt erst voll entfalten können.¹⁶⁰ Da eine Vielzahl von Anreizproblemen wie aufgezeigt auf Informationsasymmetrien zwischen den Teilnehmern des Finanzsystems beruht, führt bereits die effiziente Erfüllung der Informationsfunktion zu einer erheblichen Reduzierung solcher Motivationsprobleme.¹⁶¹

¹⁵⁴ Vgl. zum Ganzen *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage, S. 52 f.

¹⁵⁵ *Merton/Bodie*, Finance, S. 31. Für die Anwendbarkeit des Problems auf Wertpapiere vgl. *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage, S. 53; *von Randow* ZBB 1995, 140 (142 f.). Vgl. auch *Lerch*, Anlageberater als Finanzintermediäre, S. 107; *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage, S. 52 f.

¹⁵⁶ *Merton/Bodie*, Finance, S. 32.

¹⁵⁷ *Merton/Bodie*, Finance, S. 32.

¹⁵⁸ *Bracht*, in: Schwintowski (Hrsg.), Bankrecht, § 18 Rn. 3; vgl. dazu auch *Lerch*, Anlageberater als Finanzintermediäre, S. 107; *Tieben*, Das Drei-Säulen-System des Bankenmarktes als regulierungsrechtliche Steuerungsressource, S. 45.

¹⁵⁹ Vgl. statt vieler BGH, BGHZ 158, 110 = NJW 2004, 1732.

¹⁶⁰ *Merton/Bodie*, Finance, S. 32; vgl. auch *Merton* Financial Management 1995, 23 (24); *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 56 f.

¹⁶¹ Zu beachten ist, dass sich Informationsgefälle nicht nur zwischen Kapitalgebern und Kapitalsuchenden ergeben können. Wie die Situation bei der Anlageberatung zeigt, können auch Dritte Informationsvorsprünge oder -defizite haben.

3. Transformationsfunktionen

Zu den innerhalb eines Finanzsystems bestehenden Herausforderungen gehört auch, dass Investoren und Kapitalverwender oft unterschiedliche Vorstellungen von Höhe, Dauer sowie Zeitpunkt der Investition beziehungsweise der Kapitalaufnahme haben. Ein Finanzsystem muss daher Mechanismen bereitstellen, die diese unterschiedlichen Vorstellungen in Einklang bringen können. Man spricht hier von der Transformationsfunktion des Finanzsystems, deren Wahrnehmung zumindest *Büschgen* als charakteristisches Merkmal von Banken erkennt.¹⁶² Dabei lassen sich wiederum vier Unterfunktionen unterscheiden. Durch die Losgrößentransformation werden unterschiedliche Vorstellungen beziehungsweise Möglichkeiten bezüglich der Höhe des investierten und aufgenommenen Kapitals ausgeglichen. Die Fristentransformation wird benötigt, um einen Ausgleich zwischen kurzfristigen und langfristigen Einlagen einerseits und Investitionen andererseits zu schaffen. Mit der Life-Cycle-Transformation wird für einen Ausgleich zwischen den Interessen verschiedener Generationen gesorgt. Durch die Risikotransformation sollen sowohl Anleger als auch Kapitalverwender das von ihnen eingegangene Risiko nach individuellen Vorlieben bestimmen können.¹⁶³

Zwischen dem Kapitalbedarf von Unternehmen und dem einzelnen Haushalten zur Verfügung stehenden Kapital besteht ein erhebliches Missverhältnis. Im Jahre 1992 hätte beispielsweise die vermögendste Privatfamilie der USA mit einem Gesamtvermögen von 25 Milliarden US-Dollar keines der 48 amerikanischen Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung eigenständig finanzieren können.¹⁶⁴ Das Finanzsystem muss daher Mechanismen zur Verfügung stellen, durch die das Kapital der Haushalte gepoolt und *en bloc* an Unternehmen weitergeleitet werden kann,¹⁶⁵ die sogenannte Losgrößentransformation. In einem Finanzsystem ohne Losgrößentransformation wäre die Fähigkeit von Unternehmen, externes Kapital aufnehmen zu können, durch die Leistungsfähigkeit eines einzelnen Haushalts beschränkt¹⁶⁶ oder würde dazu führen, dass der Kapitalsuchende mit jedem Haushalt einzeln bezüglich der Kapitalüberlastung kontrahieren müsste.¹⁶⁷ Die Entstehung und dauerhafte Aufrechterhaltung von Großunternehmen wäre somit ohne eine Losgrößentransformation nur unter erheblich erschwerten Bedingungen möglich.

¹⁶² Vgl. oben, § 3 A. III. Vgl. auch *Grundmann*, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, Teil 1 Rn. 9.

¹⁶³ Der Risikotransformation wird aufgrund ihrer enormen Bedeutung und Vielschichtigkeit ein eigener Gliederungspunkt gewidmet, vgl. unten, § 2 B. I. 4.

¹⁶⁴ *Sirri/Tufano*, in: Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System*, 81 (88).

¹⁶⁵ *Polster*, *Finanzintermediation und institutioneller Wandel*, S. 56; vgl. auch *Kidwell et al.*, *Financial Institutions, Markets, and Money*, S. 20; *Sirri/Tufano*, in: *The Global Financial System*, 81; *Bernet*, *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, S. 10.

¹⁶⁶ *Sirri/Tufano*, in: Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System*, 81.

¹⁶⁷ In diese Richtung denkend *Heun* JZ 2012, 235 (236).

Durch die Fristentransformation werden Kapitalnachfrage und Kapitalangebote unterschiedlicher Fristigkeiten zusammengeführt.¹⁶⁸ Unterschieden wird dabei zwischen der positiven und negativen Fristentransformation: Bei der positiven Fristentransformation werden längerfristige Kredite mit kürzerfristigen Einlagen finanziert, während im Rahmen der negativen Fristentransformation längerfristige Passiva in Aktiva mit kürzerfristigen Laufzeiten investiert werden.¹⁶⁹ Die Fristentransformation ist mit erheblichen Risiken verbunden: Einerseits sind mit ihr Geldanschluss- und Ertragsrisiken (Zinsänderungsrisiken) verbunden.¹⁷⁰ Gibt beispielsweise eine Bank einen langfristigen Kredit zu einem niedrigen Zins aus, trägt sie das Risiko, dass ein steigendes Zinsniveau dazu führt, dass kurzfristige Einlagen im Vergleich zu dem langfristigen Kredit höher verzinst werden müssen. Darüber hinaus werden im Rahmen des Finanzsystems vor allem von Banken mehr langfristige Kredite ausgegeben, als langfristige Einlagen hereingenommen werden.¹⁷¹ Dadurch werden die langfristigen Kredite vorrangig durch kurzfristige Einlagen finanziert. Dies kann bei einem Vertrauensverlust mit der Folge eines auch nur partiellen *bank runs* durch die Rückforderung der kurzfristigen Einlagen zu einem Zusammenbruch der Bank führen, was gerade bei systemrelevanten Instituten schwerwiegende Folgen für das gesamte Finanzsystem bedeuten kann.¹⁷²

Die Life-Cycle-Transformation trägt dem Umstand Rechnung, dass sowohl private Haushalte als auch Unternehmungen im Laufe ihres Lebenszyklus unterschiedliche finanzielle Bedürfnisse haben. Privatpersonen werden etwa in jungen Jahren erste Ersparnisse bilden, die sie beispielsweise durch den Erwerb von Wohneigentum aufbrauchen und durch ein Finanzierungsbedürfnis ersetzen. Diese Kredite werden mit zunehmendem Alter getilgt und neue Ersparnisse werden gebildet, die für neue Investitionen genutzt werden können. Im Ruhestand können die Kapitalressourcen dann sukzessive aufgebraucht werden.¹⁷³ Für Unternehmen gilt dieses Prinzip entsprechend: Junge Unternehmen suchen oft Kapital, um schnelles Wachstum zu ermöglichen oder zu unterstützen, während Unternehmen, die in gesättigten Märkten agieren, neue Möglichkeiten zur Investition ihres überschüssigen Kapitals suchen.¹⁷⁴ Ein Finanzsystem muss

¹⁶⁸ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 10; vgl. auch *Lerch*, Anlageberater als Finanzintermediäre, S. 18; *Heun* JZ 2012, 235 (236); *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 4; *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 5. Für die Fristentransformation als Teil der Risikoallokation beziehungsweise des Risikomanagements *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 59.

¹⁶⁹ *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 10.

¹⁷⁰ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 5.

¹⁷¹ *Burghof/Rudolph*, Bankenaufsicht, S. 5.

¹⁷² *Heun* JZ 2012, 235 (236); vgl. auch *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 4; zu den systemischen Risiken der Fristentransformation *Brunnermeier* et al., The Fundamental Principles of Financial Regulation, S. 12 ff.

¹⁷³ Vgl. zum Ganzen *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 11.

¹⁷⁴ *Hüggle*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 29.

Möglichkeiten bereithalten, um diesen Wechsel zwischen Sparen, Investition und Konsum friktionslos zu ermöglichen.

4. Risikoallokation und Risikomanagement

Ereignisse, die in der Zukunft liegen, wie zum Beispiel die zukünftigen Entwicklungen von Investitionen, sind gewöhnlich unsicher und nicht genau prognostizierbar.¹⁷⁵ Logischerweise besteht hierbei auch die Gefahr, dass das tatsächlich realisierte Ergebnis vom erwarteten Ergebnis negativ abweicht. Diese Konstellation wird in der Ökonomie allgemein als „Risiko im engeren Sinne“ (im folgenden nur Risiko) bezeichnet.¹⁷⁶ Die Allokation solcher Risiken gehört zu den wichtigsten Funktionen eines Finanzsystems, da es hierbei um die Frage geht, welche Risiken überhaupt eingegangen werden und wie diese Risiken innerhalb der Volkswirtschaft verteilt werden.¹⁷⁷ Ein effizientes Finanzsystem muss sicherstellen, dass die Risiken denjenigen Marktsubjekten zugewiesen werden, die fähig und bereit sind, sie zu tragen.¹⁷⁸ Dabei ist es für die Allokation bestehender Risiken von Vorteil, wenn sich möglichst viele Marktteilnehmer diese Risiken teilen.¹⁷⁹

Um eine solche Risikoumverteilung zu erreichen, existieren grundsätzlich drei Basisstrategien, die im Folgenden kurz dargestellt werden sollen: Risiko-handel, Versicherung und Diversifikation.¹⁸⁰ Im Rahmen des Risikohandels überträgt ein Wirtschaftssubjekt einem anderen ein Risiko und entrichtet hierfür in irgendeiner Form eine Prämie.¹⁸¹ Im englischen Sprachraum wird für diesen Vorgang die Bezeichnung *hedging* verwendet.¹⁸² Eine große Zahl von Finanzinnovationen der letzten Jahrzehnte hatten letztendlich das Ziel, Risiken handelbar zu machen.¹⁸³ Zu nennen sind hier insbesondere Finanzderivate wie *futures*, *forwards* oder *swaps*, die zu einer verbesserten Allokation von Risiken

¹⁷⁵ Hellwig, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 7; Polster, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 58.

¹⁷⁶ Hügle, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 19. Der Begriff „Risiko im weiteren Sinne“ beinhaltet die Möglichkeit sowohl positiver als auch negativer Abweichungen vom erwarteten Ergebnis. Die Möglichkeit einer positiven Abweichung wird auch „Chance“ genannt, die Möglichkeit einer negativen Abweichung dagegen „Risiko im engeren Sinne“.

¹⁷⁷ Hellwig, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 7.

¹⁷⁸ Vgl. Hügle, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 19.

¹⁷⁹ Hellwig, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 8.

¹⁸⁰ Bernet, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 11 f.; Hügle, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 20; Polster, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 59; Mason, in: The Global Financial System, 153 (162 ff.).

¹⁸¹ Polster, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 62.

¹⁸² Vgl. nur Mason, in: The Global Financial System, 153 (162 ff.).

¹⁸³ Vgl. Polster, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 62 f. Vgl. zum Begriff der Finanzinnovation schon oben, § 2 A.

innerhalb des Finanzsystems beitragen sollen.¹⁸⁴ Unter einer Versicherung können schließlich allgemein Wertpapiere und Kontrakte verstanden werden, die bestimmte Risiken im Austausch für die Zahlung einer Prämie begrenzen oder ausschalten.¹⁸⁵ Durch eine Versicherung wird versucht, durch die Zahlung einer sicheren Prämie einen Schaden für den Normalfall auszuschließen; ein Verlust kann dennoch nicht mit absoluter Gewissheit ausgeschlossen werden.¹⁸⁶ Diversifikation bezeichnet eine Risikoreduktion, die aus einer Kombination nicht vollständig miteinander korrelierten Risikoquellen resultiert.¹⁸⁷ Am Beispiel eines Kreditportfolios lässt sich diese Strategie verdeutlichen: Durch die Zunahme der Anzahl der Einzelkredite im Portfolio kann die Ungewissheit über tatsächliche Ausfälle des Portfolios reduziert werden, solange die Ausfallrisiken der einzelnen Darlehen nicht vollständig positiv miteinander korrelieren.¹⁸⁸ Je größer die Anzahl der Kreditnehmer wird, desto mehr tendiert die korrelierte Ausfallwahrscheinlichkeit gegen Null.¹⁸⁹

Zu beachten ist, dass keine dieser Strategien zur Risikoallokation dazu führt, dass das aggregierte Risiko einer Volkswirtschaft insgesamt reduziert wird. Diese führen lediglich zu einer Verschiebung bestehender Risiken.¹⁹⁰ Diese Feststellung ist Grund dafür, dass ein Finanzsystem neben Mechanismen für eine effiziente Risikoallokation auch Mechanismen für ein effektives Management bestehender Risiken bereithalten muss.

5. Allokation von Investitionsmitteln und Unternehmenskontrolle

Schließlich muss ein Finanzsystem Mechanismen zur effizienten Allokation monetärer Ressourcen zu ihrer produktivsten Verwendung bereitstellen.¹⁹¹ Dies erfordert insbesondere den Vergleich von Investitionsalternativen und das

¹⁸⁴ *Hellwig*, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 9f.; *Mason*, in: *The Global Financial System*, 153; *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 59. Eine detaillierte Darstellung der Funktionsweise solcher Finanzderivate würde den Umfang dieser Arbeit jedoch sprengen. Es sei hier auf *Mason*, in: *The Global Financial System*, 153 (162ff.) verwiesen. Juristische Aspekte von Finanzderivaten behandelt das Handbuch von Zerey (Hrsg.), Finanzderivate.

¹⁸⁵ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 20; vgl. auch *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 61f.; *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 12; *Mason*, in: *The Global Financial System*, 153 (172ff.).

¹⁸⁶ *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 61.

¹⁸⁷ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 20; vgl. auch *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 60f.; *Bernet*, Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, S. 12; *Mason*, in: *The Global Financial System*, 153 (168ff.).

¹⁸⁸ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 20.

¹⁸⁹ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 20.

¹⁹⁰ *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 59.

¹⁹¹ *Hügler*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 30; vgl. auch *Hellwig*, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 5ff.; *Armour*

Setzen von Prioritäten.¹⁹² Durch die effiziente Erfüllung dieser Funktion kommt es zu positiven Wechselwirkungen: Durch die Auswahl rentabler Investitionsprojekte wird mehr Rendite für die Kapitalgeber generiert; gleichzeitig werden dadurch Anreize zur weiteren Mobilisierung von Kapital gesetzt.¹⁹³

Die effiziente Wahrnehmung einer solchen Kapitalallokation begegnet wesentlichen Schwierigkeiten. Die Entwicklung neuer Wirtschaftssektoren ist zwar regelmäßig an Unternehmensneugründungen gebunden, ein hoher Anteil dieser Neugründungen scheitert aber erfahrungsgemäß.¹⁹⁴ Durch die Allokation des Kapitals zu innovativen Unternehmern entsteht somit immer auch das Risiko eines totalen Verlustes des eingesetzten Kapitals. Bereits vor der Allokation bestehen jedoch schon Probleme in Form von Informationsasymmetrien. Da ein Kapitalnehmer die Qualität seines Projekts in der Regel besser einzuschätzen weiß als ein bis zur Investition unbeteiligter Kapitalgeber, kommt es hier zu den oben dargestellten *moral hazard*-Problemen oder zu einer adversen Selektion.¹⁹⁵ Um diesen Problemen entgegenzuwirken, sind Instrumente zur Kontrolle und Überwachung von kapitalnehmenden Unternehmen notwendig.¹⁹⁶ Auch hierfür muss ein Finanzsystem entsprechende Mechanismen zur Verfügung stellen.

II. Funktionale Begriffsherleitung der Disintermediation

Die dargestellten Funktionen eines Finanzsystems wurden bei der bisherigen Auseinandersetzung mit dem Phänomen der Disintermediation größtenteils vernachlässigt. Einzig *Hüggle* berücksichtigt diese in seiner Begriffsbestimmung, nach der eine Disintermediation als „institutioneller Verlagerungsprozess angesehen werden kann, in dem Finanzmärkte immer mehr die klassischen Finanzintermediäre bei der Durchführung gewisser Funktionen von Finanzsystemen ersetzen.“¹⁹⁷ Auch diese Definition berücksichtigt aber lediglich das Verhältnis zwischen klassischen Finanzintermediären und Kapitalmärkten; vor allem nicht-klassische Akteure des Finanzsystems – wie zum Beispiel FinTech-Unternehmen – bleiben dagegen außen vor.

Eine Begriffserklärung der Disintermediation unter Berücksichtigung der Funktionen des Finanzsystems kann stattdessen darauf abstellen, dass Funk-

u. a., Principles of Financial Regulation, S. 26; *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 57 f.

¹⁹² *Hellwig*, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 5.

¹⁹³ *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 26.

¹⁹⁴ *Hellwig*, in: von Stein/Hagen (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 5.

¹⁹⁵ vgl. dazu schon oben, § 3 B. I. 2.

¹⁹⁶ *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 29; *Hüggle*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 31; vgl. auch für das Lösen von Anreizproblemen von einem *delegated monitoring* sprechend *Polster*, Finanzintermediation und institutioneller Wandel, S. 57.

¹⁹⁷ *Hüggle*, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 17.

tionen des Finanzsystems nicht mehr von Finanzintermediären wahrgenommen und erfüllt werden müssen, sondern entweder von Investoren und Kapitalverwendern selbst oder überhaupt nicht mehr gesondert erbracht werden müssen. In diesen Kontext ließe sich darüber hinaus das im Zusammenhang mit FinTech immer wieder genannte Phänomen der Disruption gewissermaßen als Disintermediation im engeren Sinne einordnen; eine solche läge demnach vor, wenn die Funktionswahrnehmung von traditionellen Finanzintermediären auf andere vermittelnde Institutionen (zum Beispiel FinTech-Unternehmen oder Kapitalmärkte) übergeht. Diese Definition stellt an das Vorliegen einer Disintermediation klare Anforderungen und bietet bei der Beurteilung, ob eine solche vorliegt, einige Vorteile. Ein Abstellen auf die Funktionen des Finanzsystems bietet einen klaren Ansatzpunkt zur Beantwortung der Frage, ob es durch innovative FinTech-Geschäftsmodelle oder neue Verfahren wie die *securitization* zu einer Disintermediation kommt. Für diese Feststellung notwendig ist ein Vergleich der Situation vor dem Aufkommen der Finanzinnovation und der Lage danach: Lag die Erfüllung der in Frage stehenden Funktion davor in der Hand traditioneller Finanzintermediäre, so kommt eine Disintermediation dann in Betracht, wenn diese Funktion durch die Innovation nicht mehr von einem Finanzintermediär wahrgenommen werden muss. Voraussetzung für die Möglichkeit einer Disintermediation ist damit notwendigerweise eine vorherige Erbringung der Finanzsystemsfunktion durch einen Finanzintermediär. Gleichzeitig bietet die vorgestellte Definition einen flexiblen Ansatz zur Beurteilung von Disintermediation: Sollten sich die Finanzinnovationen, die bei Zugrundelegung der aktuellen Zusammensetzung des Finanzsystems zu einer Disruption führen, auf lange Sicht durchsetzen können, bietet die funktionale Begriffsbestimmung die Möglichkeit, auch im Hinblick auf diese Innovationen zu beurteilen, ob durch zukünftige, noch innovativere Ideen eine noch tiefergehende Disintermediation des Finanzsystems stattfindet. Damit wird der Ansatz dem Prinzip einer auf ein vollkommenes Finanzsystem abzielenden „Innovationsspirale“ gerecht. Dadurch wird eine Situation beschrieben, in der es durch den Wettbewerb zwischen Finanzintermediären und Finanzmärkten um Finanzinnovationen zu Effizienzsteigerungen im gesamten Finanzsystem kommt, bis hin zu der Idealvorstellung eines vollkommenen Finanzsystems.¹⁹⁸ Im Gegensatz zu einer rein linguistischen Betrachtung begreift die vorgestellte Definition das Phänomen Disintermediation somit als Konzept, dass zu einem besser entwickelten und effizienteren Finanzsystem führt. Es wird darüber hinaus berücksichtigt, dass sich Disintermediation auch stufenweise vollziehen kann und keinen direkten und gänzlichen Verzicht auf Intermediation voraussetzt.

¹⁹⁸ Merton/Bodie, in: dies. (Hrsg.), *The Global Financial System*, S. 20ff.; Merton *Financial Management* 24 (1995), 23 (26f.).

III. Beispielhafte Anwendung auf securitization

Das Phänomen der Disintermediation wird oft im Zusammenhang mit dem Trend zur Verbriefung (*securitization*) behandelt. Wenn beide Begrifflichkeiten nicht sogar unpräzise als zwei Seiten derselben Medaille angesehen werden,¹⁹⁹ so wird in der *securitization* doch jedenfalls eine Geschäftspraxis erkannt, durch die es zu einer Disintermediation kommt.²⁰⁰ Um die oben entwickelte Definition nun einer Überprüfung zu unterziehen, soll sie auf die *securitization* angewendet werden. Dadurch soll geklärt werden, ob *securitization* auch nach dieser Definition mit der in den Wirtschaftswissenschaften vorherrschenden Ansicht eine Form von Disintermediation darstellt. Dies wäre dann der Fall, wenn durch die *securitization* die Funktionen des Finanzsystems nicht mehr von Finanzintermediären erbracht werden müssen, sondern entweder von Investoren und Kapitalverwendern selbst oder überhaupt nicht mehr gesondert erbracht werden müssen. Wie oben dargestellt erfordert eine Anwendung dieser Begriffsbestimmung einen Vergleich zwischen der Wahrnehmung der Finanzsystemfunktionen vor und nach dem Aufkommen der in Frage stehenden Finanzinnovation. Für den Fall der *securitization* ist zu konstatieren, dass diese insbesondere von Großunternehmen und aufgrund der im Nachgang der Finanzkrise schwierigen Situation auf dem von Kreditinstituten dominierten Kreditmarkt immer öfter auch von mittelständischen Unternehmen zur Aufnahme von Fremdkapital genutzt wird.²⁰¹ Damit bietet sie eine Alternative zu einer Fremdfinanzierung durch den Rückgriff auf traditionelle Bankkredite.²⁰² Für die Beantwortung der Frage, ob es durch eine *securitization* nach der oben entwickelten Definition zu einer Disintermediation kommt, ist daher eine funktionale Analyse der Kreditvergabe durch Kreditinstitute als Finanzintermediäre und der Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt durch eine *securitization* und ein Vergleich beider Alternativen notwendig.

1. Funktionale Analyse der Darlehensvergabe durch Kreditinstitute

Kreditinstitute treten im Kreditgeschäft als Finanzintermediäre im engeren Sinne zwischen Kapitalanleger und den Kapitalverwender, indem sie mit beiden Parteien jeweils rechtlich voneinander unabhängige Verträge schließen und so für beide Parteien als haftender Vertragspartner auftreten: Zwischen dem Kreditinstitut und den Kapitalanlegern kommen Zahlungsdiensterahmenverträge

¹⁹⁹ Vgl. oben, § 3 A. II.

²⁰⁰ Paul, Bankenintermediation und Verbriefung, S. 53; Rudolph, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 431; Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 41; Hügler, Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates, S. 16; Schmidt/Hackethal/Tyrell Journal of Financial Intermediation 8 (1999), 36 (49).

²⁰¹ Rudolph, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 399.

²⁰² Rudolph, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 399, 402 ff.

nach § 675f Abs. 2 BGB zustande, in deren Rahmen die Kapitalanleger Einlagen bei dem Institut tätigen; zwischen Kreditinstituten und Kapitalverwendern werden im Kreditgeschäft grundsätzlich Darlehensverträge im Sinne des § 488 Abs. 1 BGB abgeschlossen. Wenn nun Großunternehmen als Kapitalsuchende auftreten, übersteigt deren Bedarf an Fremdkapital regelmäßig den Umfang einzelner, für sich genommener Einlagen um ein Vielfaches. Dies gilt insbesondere für die finanziellen Möglichkeiten von Privatpersonen.²⁰³ Darüber hinaus variiert die Vorstellung hinsichtlich der Laufzeit der Einlage sowie der Dauer des Darlehens teilweise erheblich. Um diese Probleme zu lösen, leistet das als vermittelnder Agent zwischengeschaltete Kreditinstitut eine Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation, „indem es (häufig) kurzfristige Einlagen (etwa jederzeit abziehbare Sichteinlagen), die zudem auch kleine Losgrößen haben mögen, so bündelt, und, wenn sie abgezogen werden, kontinuierlich neu einwirbt, dass es damit deutlich größere, langfristige Kredite, etwa an Unternehmen gewähren und ihre Refinanzierung dauerhaft sicherstellen kann.“²⁰⁴ Durch das Auftreten des Kreditinstituts als Finanzintermediär im engeren Sinne kommt es darüber hinaus zu einer Risikotransformation, da das Institut das Ausfallrisiko des Darlehensvertrages trägt, während der Kapitalanleger nur das für gewöhnlich vernachlässigbare Ausfallrisiko des Kreditinstituts trägt.²⁰⁵ Es lässt sich daher resümieren, dass im Rahmen einer Kreditvergabe durch Kreditinstitute mit der Losgrößen-, der Fristen- und der Risikotransformation jedenfalls diese Funktionen des Finanzsystems durch Finanzintermediäre wahrgenommen werden, um den Transfer von wirtschaftlichen Ressourcen durch Zeit, geographische Regionen sowie Industriesektoren zu ermöglichen.

2. Funktionale Analyse der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt im Wege der securitization

Alternativ zu einer Kreditaufnahme bei Kreditinstituten versuchen große und mittelständische Unternehmen, Fremdkapital durch eine Anleihefinanzierung über den Kapitalmarkt aufzunehmen. In diesem Zusammenhang entwickelte sich der Trend zur Verbriefung von Finanzierungstiteln, der als *securitization* bezeichnet wird.²⁰⁶ Als einfachsten Fall einer solchen Securitization kann man sich die Emission sogenannter *asset backed securities* vor Augen führen.²⁰⁷ Die

²⁰³ Sirri/Tufano, in: Crane et. al (Hrsg.), *The Global Financial System*, 81 (88). Vgl. auch oben, § 3 B. I. 3.

²⁰⁴ Grundmann, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, Teil 1 Rn. 9; vgl. zu den Transformationsleistungen der Kreditinstitute auch Langer/Weber, in: von Hagen/von Stein (Hrsg.), *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, S. 203 ff.; Büschgen, *Bankbetriebslehre*, S. 39f.; vgl. zur Losgrößen- und Fristentransformation als Unterfunktion der Transferfunktion des Finanzsystems oben, § 3 B. I. 3., zur Risikotransformation oben, § 3 B. I. 4.

²⁰⁵ Vgl. Grundmann, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, Teil 1 Rn. 9.

²⁰⁶ Rudolph, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, S. 430.

²⁰⁷ Jobst *Finance & Development* 2008, 48. Zu rechtlichen Gesichtspunkten von *asset*

Funktionsweise einer solchen Verbriefungstransaktion kann folgendermaßen beschrieben werden:²⁰⁸ Zunächst legt das Unternehmen (sogenannter *originator*) fest, welche Forderungen (sogenannte *assets*) aus seiner Bilanz herausgenommen werden sollen.²⁰⁹ Diese *assets* werden dann, um sie rechtlich vom *originator* zu trennen, an eine Zweckgesellschaft übertragen, deren einziger Zweck im Ankauf der Forderungen und der Refinanzierung des Ankaufpreises durch die Ausgabe von Wertpapieren am Kapitalmarkt oder die Platzierung bei privaten Investoren besteht und daher auch als *special purpose entity* bezeichnet wird.²¹⁰ Den Kauf der *assets* refinanziert die Zweckgesellschaft durch die Emission von handelbaren und verzinslichen Wertpapieren, die durch einen Pool der *assets* unterlegt sind.²¹¹ Diese Wertpapiere werden als *asset backed securities* bezeichnet. Der *asset*-Pool wird dann regelmäßig in unterschiedliche Scheiben, sogenannte Tranchen, unterteilt, die sich hinsichtlich der damit verbundenen Risiken unterscheiden und separat voneinander erworben werden können. Durch den Erwerb der Wertpapiere wird der Investor an den Cash-Flow-Strömen des unterliegenden *asset*-Pools beteiligt, durch die Zins- und Tilgungszahlungen der Wertpapiere bedient werden.²¹² Die Aufteilung in Tranchen hat hier den Zweck, dass die Erwerber der risikoärmsten und am niedrigsten verzinsten Tranche (sogenannte Seniortranche) ihren Anteil am Cash-Flow des *asset*-Pools zuerst erhalten, während die Erwerber der risikoreichsten, aber höher verzinsten Tranchen (sogenannte Juniortranche) erst an dem Cash-Flow beteiligt werden, wenn die aus den oberen Tranchen resultierenden Ansprüche erfüllt sind.²¹³ Die Zweckgesellschaft leitet dann die aus dem Verkauf der *asset backed securities* erhaltenen Zahlungen an das als *originator* agierende Unternehmen weiter,

backed securities vgl. Geiger, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 781 ff.

²⁰⁸ Vgl. zum Ganzen die grafische Darstellung bei Meyer, in: ders./Primozić (Hrsg.), Die Verbriefungstransaktion, S. 36 ff.; vgl. auch Armour et al., Principles of Financial Regulation, S. 460 ff.; Jobst Finance & Development 2008, 48 (48 f.); Rudolph, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 430 f.

²⁰⁹ Es kann sich bei den unterliegenden *assets* um Hypothekenforderungen (dann sogenannte *mortgage backed securities*), Leasingforderungen, Kreditkartenforderungen sowie andere Industrie- und Handelskredite handeln, vgl. Rudolph, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 431. Grundsätzlich kann jedes *asset*, dem ein beständiger Cash-Flow zugrunde liegt, in einen Pool aufgenommen werden, der eine Securitization ermöglicht, Jobst Finance & Development 2008, 48 (49).

²¹⁰ Meyer, in: ders./Primozić (Hrsg.), Die Verbriefungstransaktion, S. 36 ff.; vgl. auch Rudolph, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 431.

²¹¹ Meyer, in: ders./Primozić (Hrsg.), Die Verbriefungstransaktion, S. 36 ff.; Armour et al., Principles of Financial Regulation, S. 461; Jobst Finance & Development 2008, 48.

²¹² Cervený/Bechtold/Meyer, in: ders./Primozić (Hrsg.), Die Verbriefungstransaktion, 21 (37); Jobst, Finance & Development 2008, 48 (48 f.); Rudolph, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, S. 433.

²¹³ In einer dreigliedrigen Ausgestaltung liegt zwischen der Senior- und der Juniortranche die Mezzaninetranche, vgl. Jobst Finance & Development 2008, 48 (49).

das so wie bei der Inanspruchnahme eines Darlehens bei einem Kreditinstitut an liquide Zahlungsmittel gelangt.

Es stellt sich nun die Frage, wie der Prozess der *securitization* im Vergleich zu einer Darlehensvergabe durch Kreditinstitute hinsichtlich der Funktionen des Finanzsystems zu beurteilen ist. Wie oben festgestellt leisten Kreditinstitute bei der Darlehensvergabe vor allem Transformationsfunktionen in Gestalt einer Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation. Im Rahmen einer Kapitalaufnahme über den Kapitalmarkt durch eine *securitization* müssen diese Funktionen jeweils aber nicht durch einen Finanzintermediär erbracht werden. Auch hier übersteigt der Kapitalbedarf des Unternehmens zwar regelmäßig die finanziellen Möglichkeiten der einzelnen Investoren; eine Losgrößen-Transformation wird hier jedoch nicht durch die Zwischenschaltung eines Finanzintermediärs erreicht. Stattdessen erwerben mehrere Anleger die Wertpapiere in dem ihnen möglichen Umfang. Der Kapitalbedarf des Unternehmens wird nur dann vollständig abgedeckt, wenn sich Investoren finden, die insgesamt alle emittierten Wertpapiere erwerben. Da *asset backed securities* handelbare Wertpapiere darstellen, können die Erwerber diese bei Bedarf ganz oder teilweise am Kapitalmarkt weiterveräußern und so ihre Investition laufend an ihre Liquiditätsbedürfnisse anpassen. Da die Anleger so selbst eine Fristentransformation durchführen können, bedarf es auch dafür nicht mehr der Einschaltung eines Kreditinstituts als Finanzintermediär. Schließlich ist es den einzelnen Anlegern aufgrund der Aufteilung der *asset backed securities* in Tranchen auch möglich, ihre Investition individuell an ihr Risikoprofil anzupassen. Auch die Funktion der Risikotransformation können die Anleger somit erfüllen; ein Rückgriff auf einen Finanzintermediär ist nicht notwendig.

Es wurde somit gezeigt, dass durch die *securitization* die im traditionell von Kreditinstituten dominierten Kreditgeschäft erbrachten Transformationsfunktionen nicht mehr von Finanzintermediären wahrgenommen werden müssen, sondern durch die grundlegende Ausgestaltung der *asset backed securities* von den Kapitalanlegern selbst erbracht werden können. Damit handelt es sich bei der *securitization* nach der oben entwickelten Definition um einen Fall der Disintermediation.

C. Ergebnis

Es konnte in diesem Kapitel gezeigt werden, dass die bisherigen Versuche, den Begriff der Disintermediation zu definieren, verschiedene Schwächen aufweisen. Eine rein linguistische Betrachtung der Disintermediation im Sinne eines vollständigen Verzichts auf Intermediation bleibt gerade im Hinblick auf das Finanzsystem zu undifferenziert. Auch die *securitization* bleibt lediglich ein

Unterfall der Disintermediation; eine Deckungsgleichheit beider Begriffe besteht jedoch nicht. Schließlich kann auch ein Verständnis der Disintermediation als Verzicht auf direkte Vertragsbeziehungen zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber nicht überzeugen, da Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen Finanzintermediären im engeren und solchen im weiteren Sinne die Anwendung des Begriffs erheblich erschweren würden.

Stattdessen wurde für diese Untersuchung ein Begriffsverständnis der Disintermediation entwickelt, welches die Funktionen des Finanzsystems berücksichtigt. Als Hauptfunktion des Finanzsystems wurde die Transferfunktion identifiziert, die in verschiedene Unter- beziehungsweise Hilfsfunktionen gegliedert werden kann. Angewendet auf den Begriff der Disintermediation liegt eine solche dann vor, wenn Funktionen des Finanzsystems nicht mehr von Finanzintermediären wahrgenommen und erfüllt werden müssen, sondern entweder von Investoren und Kapitalverwendern selbst oder überhaupt nicht mehr gesondert erbracht werden müssen. Diese Definition bietet klare Abgrenzungskriterien und ist auch mit der in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur herrschenden Ansicht, die *securitization* stelle einen Unterfall der Disintermediation dar, konsistent. Dies vorausgeschickt kann nun geprüft werden, ob bestimmte FinTech-Innovationen zu einer Disintermediation führen und wie das Bankaufsichtsrecht hierauf reagiert.

§ 4 Fallstudie: Disintermediation der Fremdkapitalfinanzierung

„A bank is a place that will lend you money if you can prove that you don't need it“ – so beschrieb der amerikanische Comedian Bob Hope schon 1959 auf humoristische Weise die Geschäftspraktiken traditioneller Geldhäuser bei der Kreditvergabe.¹ Als Teil der sogenannten *share economy*, dem Prozess des Teilens unterausgelasteter Ressourcen gegen monetäre oder nicht-monetäre Kompensation², haben sich im Bereich technologiebasierter Angebote neben Geschäftsmodellen wie Airbnb (Plattform für die Buchung und Vermietung von Unterkünften) oder Uber (Vermittlungsdienst zur Personenbeförderung) auch solche aus dem Bereich der Finanzdienstleistungen etabliert.³ Dazu gehört als Erscheinungsform des Crowdfunding unter anderem das Crowdlending, in dessen Rahmen ein erleichterter Zugang zu Fremdfinanzierungen in Form von Darlehen über Internetmarktplätze ermöglicht werden soll. Dafür werden Kredite über spezialisierte Internet-Plattformen von (privaten) Nutzern mit Kapitalüberschuss (im Folgenden Investoren) an Nutzer mit Kapitalbedarf (im Folgenden Kreditnehmer) vergeben. Crowdlending-Geschäftsmodelle werden aufgrund dieses auf gleicher Stufe stattfindenden Austauschs alternativ auch als Peer-to-Peer-Lending bezeichnet.⁴ Für Crowdlending-Geschäftsmodelle fin-

¹ Shapiro, Yale Book of Quotations, S.369.

² Scholl et al., Peer-to-Peer Sharing, S.8. Die Definition geht zurück auf Botsman, The Sharing Economy Lacks A Shared Definition, 21.11.2013, abrufbar unter: www.fastcoexist.com/3022028/the-sharing-economy-lacks-a-shared-definition (letzter Abruf: 6.4.2021).

³ Meller-Hannich WM 2014, 2337 (2343f.).

⁴ Renner ZBB 2014, 261; Moeninghoff/Wieandt ZfbF 2013, 466 (467); Faßbender, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S.12ff.; Berger/Skiera Kredit und Kapital 2012, 289; Funk et al. Journal of Internet Banking and Commerce 16 (2011), 1; Pope/Sydnor Journal of Human Resources 46 (2011), 53 (54); Berger/Gleisner Business Research 2 (2009), 39. Neben der Kreditvergabe haben eine Vielzahl von Peer-to-Peer-Geschäftsmodellen andere Finanzdienstleistungen zum Gegenstand, so dass die von Frerichs/Schumann (Peer to Peer Banking, 2008) verwendete Bezeichnung „Peer-to-Peer Banking“ nicht tief genug greift. Alleine bei Moeninghoff/Wieandt, ZfbF 2013, 466 (467) wird unter dem Oberbegriff *Peer-to-Peer finance* zwischen *peer-to-peer-lending*, *peer-to-peer-equity investing*, *peer-to-peer-foreign exchange*, *peer-based-investing* und *peer-to-peer-foreign exchange hedging* unterschieden. Der Begriff *peer-to-peer-finance* wird dabei definiert als „platforms that facilitate financial services via direct, one-to-one contracts between a single recipient and one or multiple providers“ (ebd.). „Peer-to-Peer Banking“ sollte daher eher als Oberbegriff für diese unterschiedlichen Peer-to-Peer-Geschäftsmodelle im Bereich der Finanzdienstleistungen begriffen werden, unter den sich auch – aber nicht ausschließlich – das Crowdlending einordnen lässt.

den sich im Schrifttum weiterhin die Bezeichnungen Social Lending⁵ oder *loan-based crowdfunding*⁶. Da die einzelnen Darlehen aber regelmäßig durch mehrere Investoren finanziert werden, entspricht die Bezeichnung als Crowdlending⁷ allerdings am ehesten der wirtschaftlichen Realität, während die Bezeichnung als Peer-to-Peer-Lending eine Kreditvergabe von nur einem Investor an einen Kreditnehmer impliziert. Daher wird die Bezeichnung „Crowdlending“ für die vorliegende Arbeit übernommen.

Im Folgenden soll zunächst untersucht werden, ob Crowdlending für den Bereich der Fremdkapitalfinanzierung ein „Banking Without Banks“ im Sinne einer Disintermediation ermöglichen kann. Dafür wird zunächst das Grundprinzip des Crowdlendings beschrieben, welches in der Wirtschaftsrealität allerdings nicht von allen Crowdlending-Plattformen übernommen wird. Stattdessen ist es unter dem Einfluss verschiedener Rechtsordnungen (insbesondere Großbritannien, USA und Deutschland) zu unterschiedlichen Ausgestaltungen gekommen. Dies kann durch die Beschreibung der Geschäftsmodelle von fünf Unternehmen, die Crowdlending-Plattformen bereitstellen, gezeigt werden (I.). Diese Unternehmen werden im Folgenden als Plattformbetreibergesellschaften bezeichnet. Im Anschluss der Untersuchung wird der Frage nachgegangen, ob es durch das Crowdlending überhaupt zu einer Disintermediation im Bereich der Kreditvergabe kommt, wobei zwischen den unterschiedlichen Ausgestaltungen zu unterscheiden ist (II.). Daran schließt sich die bankaufsichtsrechtliche Analyse der vorgestellten Crowdlending-Geschäftsmodelle hinsichtlich bestehender Erlaubnispflichten an, ergänzt um einen Exkurs zu kapitalmarktrechtlichen Prospektspflichten (III.). Auf Grundlage der aus dieser rechtlichen Analyse gewonnenen Erkenntnisse kann abschließend bewertet werden, ob die Vorgaben des Bankaufsichtsrechts im Bereich der Fremdkapitalfinanzierung bei einem „Banking Without Banks“ zu einem angemessenen Ausgleich zwischen Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung führen (IV.).

⁵ *Hulme/Wright*, Internet Based Social Lending; *Frerichs/Schumann*, Peer to Peer Banking, 2008, S. 1; vgl. auch *Berger/Gleisner Business Research 2* (2009), 39.

⁶ Financial Conduct Authority, A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media, London 2015, S. 1, abrufbar unter: <http://walescapital.com/wp-content/uploads/2015/02/FCA-crowdfunding-review.pdf> (letzter Abruf: 6.4.2021).

⁷ BaFin, Crowdlending (Stand: 4.1.2018), abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html (letzter Abruf: 6.4.2021); *Quarch*, Europäische Regulierung des Crowdlendings; *Polke*, Crowdlending; *Veith* BKR 2016, 184; *Meller-Hannich*, WM 2014, 2337 (2343).

A. Crowdfunding: Grundprinzip versus Wirtschaftsrealität

Bisher findet sich weder in den Gesetzestexten Deutschlands, Großbritanniens noch der USA eine Definition des Begriffs Crowdfunding. Der europäische Gesetzgeber hat den Begriff der Schwarmfinanzierungsdienstleistung in Art. 2 Abs. 1 lit. a) ECSP-VO als die Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen von Anlegern und Projektträgern mithilfe einer Schwarmfinanzierungsplattform (unter anderem) durch die Vermittlung von Krediten definiert. Auch in der Literatur finden sich einige Begriffsbestimmungen, die mal eine enge, mal eine weite Auslegung des Begriffes zulassen. Als kleinster gemeinsamer Nenner für das Grundprinzip des Geschäftsmodells kann dabei folgende Definition dienen: Crowdfunding ist danach „the process of direct loan provision by lenders to borrowers through Internet platforms.“⁸ Diese Definition enthält allgemeine Merkmale, die jeder Versuch einer Begriffsbestimmung enthält. Wirtschaftliches Ziel ist danach, dass Darlehen unmittelbar von Investoren an Kreditnehmer zu gewähren („direct loan provision“). Rechtlich ist dafür der Abschluss eines Darlehensvertrages im Sinne des § 488 Abs. 1 BGB zwischen Investoren und Kreditnehmern notwendig. Zusammengeführt wird der Kapitalbedarf der Kreditnehmer und das entsprechende Angebot der Investoren über spezialisierte Internet-Plattformen („through Internet platforms“).

Andere Begriffsbestimmungen implizieren, dass am Crowdfunding-Prozess nur Privatpersonen beziehungsweise Verbraucher teilnehmen können: Crowdfunding-Plattformen sind danach

„elektronische Märkte (...), auf denen Kreditangebot und -nachfrage direkt zusammengeführt werden, wobei damit der Handel privater Kredite zwischen Konsumenten und nicht der Handel von Anleihen oder verbrieften Krediten gemeint ist.“⁹

Wieder ist die Gewährung des Darlehens unmittelbar durch die Investoren an die Kreditnehmer Bestandteil der Definition, ebenso wie die Vermittlung zwischen Kapitalbedarf und -angebot über eine Internet-Plattform. Bei der Art der zu vergebenden Kredite wird allerdings eine Einschränkung gemacht: Nur die Vergabe privater Kredite zwischen Konsumenten soll als Crowdfunding verstanden werden. Anhand der Formulierung könnte davon ausgegangen werden, dass mit der Begrifflichkeit „Konsumenten“ ausschließlich Verbraucher im Sinne des § 13 BGB gemeint sind, das hieße natürliche Personen, die ein Rechtsgeschäft zu Zwecken abschließen, die überwiegend weder ihrer gewerblichen noch ihrer selbständigen beruflichen Tätigkeit zugerechnet werden können. Noch deutlicher ist die Begriffsbestimmung bei *Faßbender*, nach der ein Peer-

⁸ *Moeninghoff/Wieandt* ZfbF 2013, 466 (467); in diese Richtung auch *Siering*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.* § 24 Rn. 6.

⁹ *Berger/Skiera* Kredit und Kapital 2012, 289 (290).

to-Peer-Kredit „ein direkter Privatkredit zwischen originären Kreditnehmer(n) und originären Kreditgeber(n) ist, bei dem Kreditnehmer und Kreditgeber ausschließlich natürliche Personen sind“¹⁰. Gleichzeitig wird der Teilnehmerkreis des Crowdlendings ausdrücklich auf natürliche Personen beschränkt.¹¹ Eine solche theoretische Beschränkung entspricht jedoch nicht der Crowdlending-Praxis, da schon die unten vorgestellten Geschäftsmodelle neben Verbrauchern ebenso juristische Personen wie Unternehmen ansprechen. Auch die durch den europäischen Gesetzgeber gewählte Definition erscheint angesichts der zu beobachtenden Geschäftsmodelle zu eng, um Allgemeingültigkeit beanspruchen zu können, wenn sie auf Kreditnehmerseite allein die Geschäftsfinanzierungsinteressen berücksichtigt. Crowdlending-Geschäftsmodelle zeichnen sich somit im Grundsatz dadurch aus, dass Internet-Plattformen zwischen dem Kapitalbedarf der Kreditnehmer und dem Kapitalangebot der Investoren vermitteln und Darlehen direkt und ohne Zwischenschaltung einer dritten Partei in den Kapitalfluss von den Investoren an die Kreditnehmer gewährt werden, ohne dass es dabei auf weitere Eigenschaften von Kreditnehmern oder Investoren ankommt.

Von diesem Grundprinzip weichen Crowdlending-Geschäftsmodelle in der Wirtschaftsrealität jedoch häufig ab. Um dies zu zeigen, stellt das folgende Kapitel detailliert konkrete Geschäftsmodelle von Plattformbetreibergesellschaften aus Deutschland, Großbritannien und den USA vor. Dadurch kann die aktuelle Bandbreite der häufigsten Ausgestaltungen von Crowdlending-Plattformen abgedeckt werden. Die Darstellung der verschiedenen Geschäftsmodelle beruht auf öffentlich zugänglichen Geschäftsbedingungen, Musterverträgen, Verkaufsprospekten und Jahresberichten, auf deren Grundlage zudem die rechtliche Analyse vorgenommen wird. Durch die Beschreibung der Geschäftsmodelle wird deutlich, dass zwar Crowdlending-Geschäftsmodelle, die dem soeben vorgestellten Grundprinzip entsprechen, existieren, sich aber zugleich

¹⁰ *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 12. Diese Definition erfasst die direkte Kreditvergabe zwischen Investoren und Kreditnehmern. Die Beschränkung auf die Vergabe dieser Kredite über spezialisierte Internetplattformen ist der Definition nicht unmittelbar zu entnehmen. Allerdings definiert er einen Peer-to-Peer-Kreditmarkt als „elektronischen Marktplatz für Peer-to-Peer-Kredite“, *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 13. Dadurch wird deutlich, dass eine Vergabe des Kredits über internetbasierte Plattform als Charakteristikum des Crowdlendings angesehen wird. *Faßbender* hält einen nicht elektronischen Handel von Peer-to-Peer-Krediten zwar theoretisch für möglich, geht aber mit *Hulme/Wright*, Internet Based Social Lending, S. 10 davon aus, dass eine Realisierung der Peer-to-Peer-Kreditmärkte erst mit den Vorteilen des Internets realisierbar wurde, vgl. *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 13.

¹¹ *Faßbender* selbst hält in seiner Arbeit eine Erweiterung des Anwendungsbereichs über natürliche Personen und Privatkredite hinaus für die Zukunft für möglich und sieht die Beschränkung des Teilnehmerkreises auf natürliche Personen als Ausdruck des aktuellen Entwicklungsstands des Peer-to-Peer-Lending zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Arbeit (2012) an, vgl. *Faßbender*, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 10, 12.

viele Geschäftsmodelle in wesentlichen Punkten davon entfernen. *Renner* hat daher eine Einteilung der Geschäftsmodelle in das echte und das unechte Crowdlending vorgenommen.¹² Diese hinsichtlich der Umsetzung des Grundprinzips begrifflich treffende Unterscheidung wird in dieser Arbeit übernommen. Zu beachten ist, dass sich Unterschiede zwischen echtem und unechtem Crowdlending vor allem aus rechtlichen Gesichtspunkten ergeben. Wirtschaftlich gesehen sollen stets die Investoren die Auszahlung der Darlehensvaluta an die Kreditnehmer finanzieren und im Gegenzug Rückzahlungs- und Zinszahlungsansprüche im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB erwerben.

I. Echtes Crowdlending (Zopa Ltd. und LendingCrowd)

Als echtes Crowdlending werden Geschäftsmodelle bezeichnet, bei denen Kreditverträge ohne die Zwischenschaltung einer Kooperationsbank unmittelbar zwischen Investoren und Kreditnehmern zustande kommen und insoweit dem Grundprinzip des Crowdlendings entsprechen.¹³ Echte Crowdlending-Geschäftsmodelle sind in Europa insbesondere in Großbritannien aktiv, daneben auch in Frankreich und den Niederlanden.¹⁴ Die in Großbritannien aktive Plattformbetreibergesellschaft Zopa Ltd. war weltweiter Pionier des Crowdlendings. Inzwischen hat das Unternehmen sein Geschäftsmodell zwar geändert, nachdem es eine Banklizenz erhalten hat (dazu näher sogleich), doch Unternehmen wie LendingCrowd bieten das echte Crowdlending weiterhin an. Deren Geschäftsmodelle sollen nun stellvertretend für das echte Crowdlending beispielhaft dargestellt werden.

1. Unternehmensprofile

Die Zopa Ltd. definiert ihre Crowdlending-Plattform selbst als einen Internet-Marktplatz zur Zusammenführung von Investoren und Darlehensnehmern.¹⁵ Die Markteinführung der Zopa-Plattform im Jahr 2005 in Großbritannien markierte gleichzeitig die weltweit erstmalige Eröffnung einer Crowdlending-Plattform.¹⁶ Das Volumen der über die Zopa-Plattform vergebenen Kredite überschritt im Zeitraum zwischen 2011 und Mai 2020 einen Wert von 5 Milliarden Pfund (umgerechnet circa 5,8 Milliarden Euro).¹⁷ Zwischen der Anfertigung

¹² *Renner* ZBB 2014, 261 (263); *ders.*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 23 Rn. 5; vgl. auch *Siering*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 24 Rn. 11 ff.

¹³ *Renner* ZBB 2014, 261 (263); *ders.*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 23 Rn. 6; *Siering*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 24 Rn. 11.

¹⁴ *Renner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 23 Rn. 7.

¹⁵ Zopa, Principle 1.1.

¹⁶ *Atz/Bholat*, Peer-to-peer lending and financial innovation in the UK, S. 6.

¹⁷ Vgl. www.zopa.com/invest (letzter Abruf: 1.3.2021).

gung der vorliegenden Arbeit und deren Drucklegung hat die FCA dem in der englischen Kapitalgesellschaftsform Limited (Ltd.) organisierte Unternehmen eine Banklizenz erteilt. Damit verbunden war zugleich eine Änderung des Geschäftsmodells: Die Darlehensverträge kommen nunmehr nicht mehr nach dem Prinzip des echten Crowdlending unmittelbar zwischen den Investoren und Darlehensnehmern zustande, sondern zwischen der Plattformbetreibergesellschaft und den Darlehensnehmern. Die Rückzahlungs- und Zinsforderungen hieraus werden durch Zopa Ltd. sodann an die an dem Kreditprojekt beteiligten Investoren abgetreten. Verbunden war dies mit einer umfassenden Änderung der für das echte Crowdlending geltenden und hier noch zitierten Nutzungsbedingungen. Insofern haben die folgenden Ausführungen zum Geschäftsmodell der Zopa Ltd. bereits rechtshistorischen Charakter. Dies ist für die Zwecke der vorliegenden Arbeit jedoch nicht abträglich, da sich das Prinzip des echten Crowdlending weiterhin am ursprünglichen Geschäftsmodell illustrieren lässt. Anzumerken ist ferner, dass die Erlangung einer Banklizenz durch die Zopa Ltd. – soweit ersichtlich – nicht auf extrinsisch wirkende regulatorische Zwänge zurückzuführen ist, sondern schlicht auf eine aus dem Wachstum und dem Erfolg des Geschäftsmodells resultierende intrinsische Motivation. Gleichzeitig zeigen sich hieran die dynamischen Entwicklungen, die sich in der Rechtspraxis abspielen. Die noch für das echte Crowdlending geltenden Geschäftsbedingungen sind aufgrund der Änderung des Geschäftsmodells nicht mehr im Internet abrufbar.

Die Abkehr der Zopa Ltd. vom echten Crowdlending bedeutet allerdings nicht, dass solche Geschäftsmodelle nicht mehr am Markt aktiv wären. So bietet das ebenfalls als Limited organisierte schottische Unternehmen Edinburgh Alternative Finance Ltd. unter dem Firmennamen LendingCrowd eine Crowdlending-Plattform an, die weiterhin auf dem Prinzip des echten Crowdlendings beruht. Über diese Plattform wurden seit 2014 insgesamt 935 Darlehen mit einer Gesamtvaluta von 85.112.196 Pfund ausgegeben.¹⁸ Die Darstellung des Geschäftsmodells von LendingCrowd beschränkt sich im Folgenden auf die für die rechtliche Bewertung relevanten Unterschiede zu dem von Zopa ursprünglich praktizierten Geschäftsmodell.

2. Teilnehmerkreis und Nutzung der Marktplätze

Die zum echten Crowdlending geltenden Zopa-Geschäftsbedingungen stellten zunächst allgemeine Grundsätze zur Teilnahmeberechtigung am Crowdlending-Prozess auf.¹⁹ Als Investoren waren auf der Zopa-Plattform zwei Personengruppen zugelassen: Personen, die Kredite nicht auf geschäftliche Art und

¹⁸ LendingCrowd, Marketplace Statistics, abrufbar unter: <https://app.lendingcrowd.com/statistics> (letzter Abruf: 1.3.2021).

¹⁹ Auf der Plattform registrieren konnten sich grundsätzlich nur volljährige, d. h. mindes-

Weise vergeben²⁰ und sogenannte *lending businesses*.²¹ Auf Seiten der Kreditnehmer waren neben natürlichen Personen *business borrowers* unter bestimmten Voraussetzungen zur Inanspruchnahme eines Kredits berechtigt.²² *Business borrowers* konnten Kredite zwischen 1.000 und 25.000 Pfund mit einer maximalen Laufzeit von sechzig Monaten aufnehmen.²³ Obwohl sich das Zopa-Geschäftsmodell durchaus auf natürliche Personen konzentriert, wurden Unternehmen somit nicht von der Zopa-Plattform ausgeschlossen. Vielmehr wurden sie in den Geschäftsbedingungen direkt angesprochen, über die Crowdfunding-Plattform Fremdkapital aufzunehmen beziehungsweise zu vergeben.²⁴ Die Kreditaufnahme oder -vergabe über die Zopa-Plattform setzte die Registrierung als *Zopa customer* voraus, in deren Folge ein Benutzerkonto (*MyZopa*) angelegt wurde.²⁵ Über dieses Konto konnten Nutzer der Zopa-Plattform Kredite vergeben oder aufnehmen.²⁶

tens 18-jährige und in Großbritannien wohnhafte natürliche Personen, die eine im eigenen Namen bestehende Bankverbindung bei einer britischen Bank haben, vgl. Zopa, Principle 2.1.

²⁰ Zopa, Principle 2.2.1.

²¹ Natürliche oder juristische Personen, die entweder von der FCA die Erlaubnis erhalten haben, als Darlehensgeber einen regulierten Kreditvertrag abzuschließen oder von dieser Erlaubnispflicht ausdrücklich ausgenommen sind, vgl. Zopa, Principle 2.2.2.

²² Zugelassen sind Einzelkaufleute mit einem Jahresumsatz bis zu 75 Millionen Pfund, die nicht in illegalen Bereichen tätig sind, vgl. Zopa, Principle 2.3.1. „Business Borrowers“ dürfen außerhalb der Zopa-Plattform keine Darlehen gewähren. Damit soll vermutlich dem Entstehen einer Geschäftspraxis vorgebeugt werden, in dessen Rahmen sich Darlehensnehmer auf Zopa mit günstigem Kapital eindecken, um dieses auf anderen Wegen zu höheren Konditionen zu verleihen.

²³ Zopa, Principle 2.3.3. Eine vergleichbare Beschränkung findet sich in den Geschäftsbedingungen für potentielle Kreditnehmer, die nicht als *Business Borrower* zu qualifizieren sind, nicht. Speziell für *Business Borrowers* stammt ein Teil des zur Verfügung stehenden Kapitals aus einem Programm des britischen „Department for Business Innovation and Skills“, welches zum Ziel hat, mittelgroßen Unternehmen bis zu 1 Milliarde Pfund an Fremdkapital zur Verfügung zu stellen, um so ein befürchtetes *funding gap* zu überbrücken. Ein Teil des Kapitals in Höhe von 100 Millionen Pfund wird dabei über sogenannte *non-traditional channels* gewährt, zu denen unter anderem Crowdfunding-Plattformen zählen. Solche Unternehmen, die im Rahmen des Programms einen Kredit in Anspruch nehmen, dürfen einen Jahresumsatz von 75 Millionen Pfund nicht überschreiten. Vgl. Department of Business Innovation & Skills, Business finance partnership – small business tranche: request for proposals, 31.5.2012, S. 2, abrufbar unter: www.gov.uk/government/publications/business-finance-partnership-small-business-proposal-request (letzter Abruf: 6.4.2021).

²⁴ Die Teilnahme der Zopa-Plattform am Finanzierungsprogramm „Business Finance Partnership – Small Business Tranche“ für kleine und mittelgroße Unternehmen lässt hier sogar den ausdrücklichen Willen erkennen, in diesem Bereich verstärkt tätig zu werden.

²⁵ Zopa, Principle 2.5. Eine erfolgreiche Registrierung setzt eine erfolgreiche Identitäts-, Betrugs- und Kreditüberprüfung, ein Bonitätsrating einer kooperierenden Wirtschaftsauskunftei, Anti-Geldwäsche-Überprüfungen sowie das Setzen eines Passworts für das Benutzerkonto voraus, vgl. Zopa, Principle 2.4. Scheitert einer dieser Schritte, kann die Registrierung nicht abgeschlossen werden, vgl. Zopa, Principle 2.6.

²⁶ Zopa, Principle 3.1. Eine Möglichkeit, ohne die Registrierung und der damit verbundenen Einrichtung eines *MyZopa*-Accounts an dem von Zopa angebotenen Crowdfunding-Prozess teilnehmen zu können, existiert im Umkehrschluss nicht. Weiterhin stellen die Zopa-

Im Gegensatz zu Zopa ist der Teilnehmerkreis auf der LendingCrowd-Plattform auf Seite der Darlehensnehmer auf juristische oder natürliche Personen sowie Personengesellschaften beschränkt, die im deutschen Recht als Unternehmer im Sinne des § 14 BGB einzuordnen wären. So muss ein Darlehensnehmer beispielsweise einen jährlichen Umsatz von etwa 100.000 Pfund generieren und für mindestens ein Jahr eine Unternehmensbilanz im Handelsregister hinterlegt haben.²⁷ Natürliche Personen, die nicht zu gewerblichen Zwecken handeln, sind im Umkehrschluss als Darlehensnehmer ausgeschlossen.

3. Funktionsweise der Marktplätze

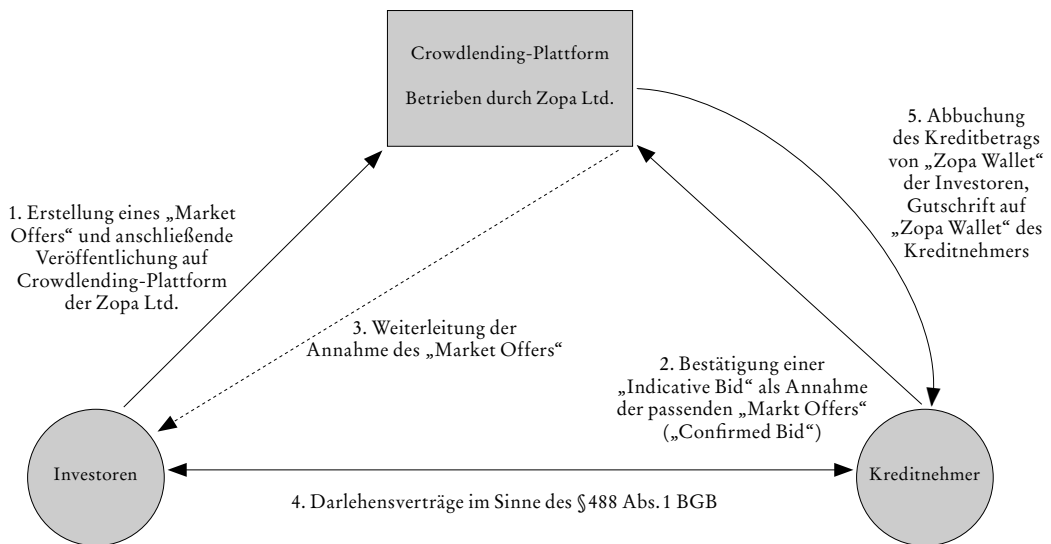


Abbildung 2: Funktionsweise der Crowdlending-Plattform der Zopa Ltd. bis zur Umgestaltung des Geschäftsmodells

Um über die Zopa-Plattform einen Kredit vergeben zu können, musste ein potentieller Investor nach erfolgreicher Registrierung den Betrag, den er über die Zopa-Plattform an andere Nutzer als Darlehen gewähren will, auf den *Zopa customers' account* überweisen.²⁸ Den auf dem Konto enthaltenen Betrag konnten die Kunden über eine Nebenbuchhaltung jederzeit anhand des sogenannten *Zopa Wallets* nachvollziehen.²⁹ Die Gutschrift des Betrages auf dem *Zopa*

Geschäftsbedingungen Grundsätze zur Haftung beim Missbrauch des *MyZopa*-Accounts durch unberechtigte Dritte auf. Im Rahmen dieser Arbeit stellen Haftungsfragen allerdings keinen Schwerpunkt dar, so dass an dieser Stelle auf eine detaillierte Darstellung verzichtet wird.

²⁷ Vgl. LendingCrowd, Terms and Conditions, Ziff. 5.1.

²⁸ Zopa, Principle 4.1. Ein *Zopa customers' account* war jedes abgesonderte Bankkonto bei einer Partnerbank für den alleinigen Zweck der Verwahrung von materiell-rechtlich den Investoren zustehenden Kapitals, Zopa, Principle 20.

²⁹ Ebd.

customers' account war Voraussetzung für die Erstellung eines *market offers*,³⁰ dem auf der Zopa-Plattform veröffentlichten Angebot des Investors, Geld an einen Kreditnehmer zu verleihen. Rechtlich stellte die Veröffentlichung des *market offers* ein Angebot zum Abschluss eines Kreditvertrages mit einem Darlehensnehmer, der die Kreditvergabekriterien erfüllt, dar.³¹ Dieses Angebot wurde damit zunächst gegenüber einem unbestimmten, aber doch bestimmbar Personenkreis gemacht; es handelte sich im rechtsgeschäftlichen Sinne um ein Angebot *ad incertas personas*.³²

Potentielle Kreditnehmer hatten die Möglichkeit, über ihren MyZopa-Account eine sogenannten *indicative bid* zu erstellen, in dem sie die Kriterien für eine Kreditaufnahme spezifizieren konnten.³³ Es handelte sich hierbei um eine Absichtserklärung des potentiellen Kreditnehmers, mit jedem passenden Investor einen Darlehensvertrag abschließen zu wollen.³⁴ Ein *indicative bid* entfaltete noch keine rechtliche Bindungswirkung und war damit noch nicht als Angebot zum Abschluss eines Kreditvertrages im Sinne der § 145 ff. BGB zu qualifizieren. Diese rechtliche Wertung ergab sich aus den Zopa-Geschäftsbedingungen, nach denen es nach der Erstellung eines *indicative bid* zunächst zur Überprüfung des Angebots sowie der Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers kam.³⁵ Nach dieser Überprüfung erstellte Zopa ein Dokument, das dem potentiellen Kreditnehmer zur Verfügung gestellt wurde und beispielsweise Angaben zur Darlehenssumme, der Laufzeit, dem Zinssatz, zum Zinsbetrag und zum insgesamt zurückzuzahlenden Betrag enthielt (*personalised quote*³⁶).³⁷ Der potentielle Kreditnehmer konnte die Bedingungen dann bestätigen, indem er den ursprünglichen *indicative bid* bestätigte und diese Bestätigung als *confirmed bid*³⁸ auf der Zopa-Plattform veröffentlichte.³⁹ Erst die Veröffentlichung einer *confirmed bid* stellte dann im rechtsgeschäftlichen Sinne die Annahme jedes *market offers* dar, bei dem die Kriterien der Kreditvergabe auf Seiten des Darlehensgebers und der Kreditaufnahme auf Seiten des Kreditnehmers übereinstimmten.⁴⁰

³⁰ Nur in Ausnahmefällen konnte ein *market offer* schon vor Einzahlung des Kapitals eingerichtet werden; es wurde dann aber erst mit Einzahlung des Geldes veröffentlicht, Zopa, Principle 4.4 a. E.

³¹ Zopa, Principle 4.5.

³² Ein solches genügt nach deutscher Rechtsgeschäftslehre den Bestimmtheitsanforderungen eines rechtsgeschäftlichen Angebots, vgl. statt vieler Bork, in: Staudinger-BGB, § 145 Rn. 19; BeckOGK-BGB/Möslein (Stand: 1.5.2019), § 145 Rn. 109.

³³ Zopa, Principle 5.1.

³⁴ Zopa, Principle 20.

³⁵ Zopa, Principles 5.2., 5.3.

³⁶ Eine genaue Begriffsbestimmung fand sich in Zopa, Principle 20.

³⁷ Zopa, Principle 5.4.

³⁸ Eine genaue Begriffsbestimmung fand sich in Zopa, Principle 20.

³⁹ Zopa, Principle 5.4.

⁴⁰ Zopa, Principle 5.5. Eine Ausnahme bestand, wenn ein *business borrower* Investor war.

Jeder Kreditvertrag, der über die Zopa-Plattform zustande kam, hatte ein maximales Volumen von 10 Pfund.⁴¹ Investoren durften darüber hinaus – wenn es sich nicht um ein *lending business* handelte und vorbehaltlich einer gesonderten Absprache – höchstens 2 % ihres investierten Kapitals, für ein Kreditprojekt verwenden.⁴² Dieses Vorgehen führte regelmäßig dazu, dass die meisten Kreditprojekte nicht von einem Investor alleine finanziert werden konnten, da die angefragte Darlehensvaluta regelmäßig größer gewesen sein wird als 2 % des durch einen Investor über die Plattform investierten Betrags. Ein Kreditnehmer hatte so regelmäßig mehrere Investoren als Vertragspartner für ein einzelnes Kreditprojekt.⁴³ Nach wirksamem Abschluss der Kreditverträge wurde die Darlehenssumme vom *Zopa wallet* der Investoren abgezogen und gleichzeitig dem *Zopa wallet* des Kreditnehmers gutgeschrieben.

Ganz ähnlich läuft der Prozess auf der Plattform von LendingCrowd ab. Auch hier schalten an einer Kapitalaufnahme interessierte Plattformnutzer – im Sinne eines *market offers* – ihr Kreditprojekt über die Internetplattform frei, auf das Investoren mit bereits eingezahlten *lender funds* bieten kann. Hierbei können Investoren neben dem Gebotsbetrag (mindestens 20 Pfund) insbesondere auch den Zinssatz angeben.⁴⁴ Sollten bei einer Auktion Gebote abgegeben werden, die in Summe mehr als 100 % des angefragten Darlehensbetrags ergeben, werden die Gebote mit dem höchsten Zinssatz nicht berücksichtigt;⁴⁵ Gebote stehen daher unter einer aufschiebenden Bedingung im Sinne des § 158 BGB.⁴⁶ Wird das Kreditprojekt im Rahmen der Auktion vollständig finanziert, kommt es letztlich wie bei Zopa zu einem Vertragsschluss zwischen dem Darlehensnehmer und dem beziehungsweise den Investoren.⁴⁷

Dann musste der Kreditnehmer den entsprechenden Kreditvertrag vor dessen wirksamem Zustandekommen erst noch elektronisch gegenzeichnen.

⁴¹ Zopa, Principle 4.5.

⁴² Zopa, Principle 4.5. Dies führte beispielsweise dazu, dass ein Investor, der 1.000 Pfund verleihen will, höchstens 20 Pfund für ein Kreditprojekt durch den Abschluss zweier Kreditverträge über einen Betrag von jeweils 10 Pfund einsetzen konnte. Weitere Berechnungsbeispiele enthielt Zopa, Principle 4.5.

⁴³ In diesem Fall stellte die Plattformbetreibergesellschaft dem Darlehensnehmer eine schriftliche Zusammenfassung über die abgeschlossenen Verträge zur Verfügung, in dem die zu zahlenden Beträge in einer Weise aufgeführt waren, als hätte der Darlehensnehmer nur einen einzelnen Kreditvertrag abgeschlossen, vgl. Zopa, Principle 5.6.

⁴⁴ LendingCrowd, Terms and Conditions, Ziff. 8.5.1.

⁴⁵ LendingCrowd, Terms and Conditions, Ziff. 8.5.4.

⁴⁶ Insofern lassen sich Parallelen zu den eBay-Fällen ziehen, bei denen die Annahme des in der Freischaltung der Internetauktion unter der aufschiebenden Bedingung steht, dass vor Ablauf der Auktion kein höheres Gebot mehr abgegeben wird, vgl. Ziff. 7 V 2 der eBay-AGB, abrufbar unter: <https://www.ebay.de/help/policies/member-behavior-policies/allgemeine-geschftsbedingungen-fr-die-nutzung-der-deutschen-ebaydienste?id=4259> (letzter Abruf: 5.3.2021).

⁴⁷ LendingCrowd, Terms and Conditions, Ziff. 8.5.4. Ein Kreditprojekt kann entweder von nur einem oder mehreren Investoren finanziert werden.

4. Zusammenfassung und Einordnung der Geschäftsmodelle

Die von der Zopa Ltd. betriebene Plattform entsprach bis zur dargestellten Änderung des Geschäftsmodells dem oben dargestellten Grundprinzip des Crowdlendings. Der Kreditvertrag kam im Rahmen einer Vermittlung über die Zopa-Plattform direkt durch das Angebot des Darlehensgebers und die Annahme des Darlehensnehmers zustande, so dass die Darlehensvergabe sowohl rechtlich als auch wirtschaftlich gesehen ohne Beteiligung eines Dritten ablief. Die Tatsache, dass der Investor die Valuta zunächst auf ein von Zopa geführtes Konto einzahlen musste, vermag an dieser Wertung nichts zu ändern; materiell berechtigt blieb zu jedem Zeitpunkt der Investor. Diese Konstruktion diente ausschließlich der sicheren Durchführbarkeit des Geschäftsmodells. Die für das Crowdlending erforderliche Vermittlungsleistung zwischen Darlehensgebern und Darlehensnehmern wurde von der Zopa Ltd. durch die Bereitstellung der Zopa-Plattform im Internet erbracht. Damit waren alle Merkmale des Crowdlendings erfüllt. Das von Zopa Ltd. betriebene Geschäftsmodell setzte damit das Grundprinzip des Crowdlendings um, sodass das Geschäftsmodell der von Renner entwickelten Kategorie des echten Crowdlending zugeordnet werden kann. Gleiches gilt für das Geschäftsmodell von LendingCrowd, wobei hier im Gegensatz zu Zopa auf Seiten der Darlehensnehmer eine Beschränkung des Nutzerkreises auf Unternehmer stattfindet.

II. „Echtes“ Crowdlending in Deutschland: Rangrücktrittsmodell (Exporo AG)

Auch in Deutschland wird echtes Crowdlending auf eine Weise betrieben, dass eine Vertragsbeziehung direkt zwischen dem Kreditnehmer und dem Investor zustande kommt. So bietet zum Beispiel das Unternehmen Exporo über seine Plattform zur Finanzierung von Immobilienprojekten die Möglichkeit, als „Finanzierungsverträge“ bezeichnete Darlehensverträge zwischen dem Investor als Darlehensgeber und dem Immobilienunternehmen als Darlehensnehmer abzuschließen.⁴⁸ Wesentlicher Unterschied zur Zopa-Plattform ist allerdings die rechtliche Ausgestaltung des Darlehensvertrags, da ein Nachrangdarlehen mit qualifiziertem Rangrücktritt vereinbart wird.⁴⁹ Auswirkungen hat eine derartige Ausgestaltung im Falle der Insolvenz des Darlehensnehmers: An der Insolvenzmasse, die den Insolvenzgläubigern gem. § 38 InsO im Insolvenzfall haftet, darf sich der Darlehensgeber für seine Forderung dann gem. § 39 Abs. 2 InsO erst nach der Berichtigung der in § 39 Abs. 1 InsO – ebenfalls schon nachrangigen – bezeichneten Forderungen befriedigen. Die Vereinbarung des qualifizier-

⁴⁸ Exporo, Allgemeine Geschäftsbedingungen, S. 1.

⁴⁹ Exporo, Allgemeine Geschäftsbedingungen, S. 1.

ten Rangrücktritts, der ab Eintritt der Insolvenzreife zivilrechtlich als Vertrag zugunsten aller vorhandenen und zukünftigen Gläubiger im Sinne des § 328 Abs. 1 BGB angesehen wird,⁵⁰ bewirkt daneben unter anderem eine Durchsetzungssperre.⁵¹

III. Unechtes Crowdlending

Die Bezeichnung von Geschäftsmodellen als unechtes Crowdlending beruht darauf, dass es nicht zu unmittelbaren Vertragsbeziehungen zwischen dem Kreditnehmer und dem Investor und es insofern zu Abweichungen vom Grundprinzip kommt.⁵² Für die eigentliche Kreditvergabe werden stattdessen Kooperationsbanken zwischengeschaltet, die über eine bankaufsichtsrechtliche Erlaubnis (mindestens) zum Betrieb des Kreditgeschäfts verfügen. Um mit der Darlehensvergabe von Investoren an Kreditnehmer das wirtschaftliche Ziel sämtlicher Crowdlending-Geschäftsmodelle dennoch zu erreichen, wurden unterschiedliche Ansätze gewählt, die sich als Abtretungsmodell und Anleihemodell bezeichnen lassen.⁵³

1. Abtretungsmodell (Auxmoney GmbH)

Der deutsche Crowdlending-Anbieter Auxmoney betreibt das Crowdlending unter Nutzung des Abtretungsmodells. Nachdem der Kreditnehmer einen Darlehensvertrag mit der Kooperationsbank abgeschlossen hat, überträgt diese die daraus resultierenden Rück- und Zinszahlungsansprüche im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB. Beim unechten Crowdlending mit einfacher Forderungsübertragung erfolgt diese Übertragung direkt an die Investoren, während es beim Crowdlending mit gestreckter Forderungsübertragung zunächst zu einer Übertragung an eine Intermediärsgesellschaft kommt, die diese Ansprüche ihrerseits an die Investoren überträgt.⁵⁴ Im Folgenden soll das Crowdlending-Geschäftsmodell der am deutschen Markt tätigen Auxmoney GmbH dargestellt werden. Da dort die Kooperationsbank die Darlehensforderungen direkt an die Investoren überträgt, handelt es sich diesem Geschäftsmodell um das unechte Crowdlending mit einfacher Forderungsübertragung.⁵⁵

⁵⁰ *Prosteder/Dachner*, in: BeckOK-InsO (Stand: 15.1.2021), § 39 Rn. 109 m. w. N.

⁵¹ BGH, Urteil v. 5.3.2015 – IX ZR 133/14 = NJW 2015, 1672 (1674f.); vgl. auch *Mock*, in: Uhlenbruck, InsO, § 19 Rn. 253.

⁵² *Polke*, Crowdlending, S. 29; *Renner* ZBB 2014, 261 (263).

⁵³ Diese Begrifflichkeiten gehen zurück auf *Renner* ZBB 2014, 261 (263f.).

⁵⁴ Vgl. dazu *Polke*, Crowdlending, S. 29f.

⁵⁵ Anders *Polke*, der das Geschäftsmodell der auxmoney GmbH wiederholt als unechtes Crowdlending mit gestrecktem Forderungsübergang einordnet, vgl. *Polke*, Crowdlending,

a) Unternehmensprofil

Die Auxmoney GmbH definiert ihre Plattform als Online-Kreditmarktplatz, der Personen zur Verfügung steht, die für eigene Rechnung Verbraucherdarlehen im Sinne von § 491 BGB aufnehmen möchten und die hierfür Geldgeber suchen sowie Personen, die Geld anlegen möchten.⁵⁶ Seit Unternehmensgründung im Jahr 2007 wurden über den Auxmoney-Marktplatz insgesamt 301.528 Kredite mit einem Volumen von mehr als zwei Milliarden Euro ausgezahlt.⁵⁷ Alleine im Jahr 2018 wurden Kredite mit einem Gesamtvolumen von 551 Millionen Euro ausgezahlt.⁵⁸ Bei rund 73.000 im Jahr 2018 vergebenen Krediten entspricht dies einer durchschnittlichen Kredithöhe von knapp 8.000 Euro. Die Auxmoney GmbH weist in den Nutzungsbedingungen darauf hin, dass sie keine Bank, also weder ein Kreditinstitut noch ein Finanzdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 1 KWG, ist.⁵⁹ Die Auxmoney GmbH verfügt aber über eine Erlaubnis nach § 34c Abs. 1 S. 1 Nr. 2 GewO für eine Tätigkeit als Darlehensvermittler.⁶⁰

b) Teilnehmerkreis und Nutzung des Marktplatzes

Die Anforderungen an potentielle Teilnehmer des Auxmoney-Kreditmarktplatzes ergeben sich aus den Nutzungsbedingungen, die für Kreditsuchende und Anleger separat vorliegen. Kreditgesuche können auf der Auxmoney-Plattform nur von Verbrauchern im Sinne des § 13 BGB gestellt werden. Dies ergibt sich zum einen aus dem Selbstverständnis der Auxmoney GmbH, nach dem der Marktplatz nur für Personen zur Verfügung steht, die Verbraucherdarlehen im Sinne des § 491 BGB aufnehmen wollen; dies erfordert nach § 491 Abs. 2 S. 1 BGB tatbestandlich einen Verbraucher auf Kreditnehmerseite.⁶¹ Aus den Nutzungsbedingungen ergeben sich weitere persönliche Nutzungsvoraussetzungen an Kreditnehmer.⁶²

S. 30, 74f. Dabei übersieht er, dass die von ihm als Intermediärgesellschaft erkannte Credit-Connect GmbH nicht in den Verkauf und die Abtretung der Darlehensforderung eingebunden ist, sondern lediglich durch einen Servicing-Vertrag mit dem Investor zur Verwaltung des Darlehens und der daraus resultierenden Forderungen verpflichtet ist.

⁵⁶ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, Präambel; Auxmoney-Nutzungsbedingungen für private Anleger, Präambel.

⁵⁷ Vgl. Auxmoney, Statistiken, abrufbar unter: www.auxmoney.com/infos/statistiken (letzter Abruf: 6.4.2021).

⁵⁸ Pressemitteilung der auxmoney GmbH vom 13.2.2019, abrufbar unter: www.auxmoney.com/presse/auxmoney-uebertrifft-die-hohen-ziele-fuer-2018/ (letzter Abruf: 6.4.2021).

⁵⁹ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 8 (1); Auxmoney-Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 9 (1).

⁶⁰ Auxmoney, Muster-Darlehensvermittlungsvertrag, § 1 S. 3.

⁶¹ Dies gilt gem. § 491 Abs. 3 S. 1 BGB auch für Immobilier-Verbraucherdarlehensverträge.

⁶² Zugelassen ist nur, wer ein Verbraucherdarlehen im Sinne von § 491 BGB aufnehmen

Auf Investorensseite findet eine Differenzierung zwischen zwei Anlegerklassen statt: Private Investoren, das heißt natürliche Personen, die Geld überwiegend zu Zwecken anlegen wollen, die entsprechend § 13 BGB weder ihrer gewerblichen noch beruflichen Tätigkeit zugerechnet werden können sowie natürliche oder juristische Personen, die Geld ausschließlich zu gewerblichen oder beruflichen Zwecken anlegen.⁶³ Diese Unterscheidung wirkt sich später auf die Anlagemöglichkeiten der Teilnehmer aus. Frei zugänglich sind lediglich die Nutzungsbedingungen für private Anleger,⁶⁴ so dass sich die nachfolgenden Ausführungen auf diese konzentrieren werden.

Sowohl Kreditnehmer als auch Investoren müssen sich vor der Nutzung der Auxmoney-Plattform registrieren.⁶⁵ Dabei müssen sie zunächst allgemeine Angaben machen.⁶⁶ Danach unterscheidet sich der Ablauf der Registrierung jedoch erheblich, da Kreditnehmer im Gegensatz zu Investoren bereits bei der Registrierung Kreditprojektdaten angeben müssen.⁶⁷ Die Registrierung stellt für den Kreditsuchenden damit schon die Kreditanfrage dar. Vor Veröffent-

möchte. Darüber hinaus muss die natürliche Person unbeschränkt geschäftsfähig sein und das 18. Lebensjahr vollendet haben, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (1). Nicht ausdrücklich geregelt ist, ob auch Existenzgründer im Sinne des § 513 BGB auf der auxmoney-Plattform als Kreditgesuche stellen dürfen. Die Norm erweitert den Anwendungsbereich der Regelungen zu Verbraucherdarlehensverträgen auf natürliche Personen, die sich ein Darlehen, einen Zahlungsaufschub oder eine sonstige Aufnahme einer gewerblichen oder selbständigen beruflichen Tätigkeit gewähren lassen. Diese Erweiterung des Anwendungsbereichs erfasst allerdings nur Darlehen bis zu einem Nettodarlehensbetrag von 75.000 Euro. Mangels entgegenstehender Angaben ist davon auszugehen, dass die Erweiterung des Anwendungsbereiches auch beim Crowdlending einschlägig ist. Die praktische Auswirkung des § 513 BGB auf das Crowdlending ist indes fraglich: Mit dem Crowdinvesting besteht eine speziell auf Existenzgründer zugeschnittene Form der Unternehmensfinanzierung, die eine Finanzierung mit Eigenkapital ermöglicht. Eine Fremdkapitalfinanzierung im Rahmen des Crowdlendings dürfte daher nur nachrangig in Betracht kommen.

⁶³ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, Präambel; Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, Präambel.

⁶⁴ Private Anleger müssen unbeschränkt geschäftsfähig sein, mindestens das 18. Lebensjahr vollendet haben und für eigene Rechnung und nicht in der Verfolgung überwiegend gewerblicher oder beruflicher Zwecke im Sinne des § 14 BGB handeln, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 2 (1). Ein ständiger Wohnsitz sowie eine Zustelladresse in der Bundesrepublik Deutschland ist im Gegensatz zu den Anforderungen an einen Kreditsuchenden nicht notwendig.

⁶⁵ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (2); Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 2 (2).

⁶⁶ Dazu zählen Vor- und Nachname, Geburtsdatum, Staatsangehörigkeit, Anschrift, Telefon, Benutzername, E-Mail-Adresse, Kontodaten und bei Kreditsuchenden Angaben zu den monatlichen Gesamteinnahmen sowie zum Vorhandensein einer EC-Karte und/oder Kreditkarte und zum Vorhandensein von Wohneigentum, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (2) a); Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 2 (2).

⁶⁷ Angaben zum gewünschten Darlehensbetrag, zum Verwendungszweck des Darlehens sowie weitere für die Kreditvergabe notwendige Informationen, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (2) b).

lichung eines Kreditprojekts müssen allerdings weitere Schritte erfolgreich durchlaufen werden.⁶⁸ Der Kreditsuchende willigt so durch seine Registrierung ein, dass anhand eines „wissenschaftlich anerkannten mathematisch-statistischen Verfahrens“ ein Kreditausfallrisiko ermittelt wird.⁶⁹ Aufgrund dieser Berechnung ist die Auxmoney GmbH berechtigt, den Kreditsuchenden jeweils einer von acht verschiedenen Score-Klassen zuzuordnen.⁷⁰ Auch diese Zuordnung hat später Einfluss auf den Prozess der Kreditvergabe. Ein Nutzungsvertrag zwischen der Auxmoney GmbH und einem Kreditnehmer kann nur abgeschlossen werden, wenn diese Nutzungsvoraussetzung kumulativ erfüllt sind.⁷¹ Die Registrierung als Investor erfordert weniger Angaben: Neben den oben genannten allgemeinen Angaben müssen die Investoren vor der Abgabe von Finanzierungsangeboten auf Kreditprojekte ein Auxmoney-Anlagekonto – auf eigenen Namen und für eigene Rechnung – bei einer kooperierenden Bank eröffnen und dabei der Auxmoney GmbH eine Kontovollmacht erteilen.⁷² Im Gegensatz zu einer Registrierung als Kreditnehmer stellt die Registrierung als Investor nicht zugleich ein Finanzierungsangebot für ein Kreditprojekt dar. Ein Investor hat damit die Möglichkeit, sich nach der Registrierung einen Überblick über den Marktplatz zu verschaffen.

c) Funktionsweise des Abtretungsmodells

Das Abtretungsmodell wird einerseits mit einfacher Forderungsübertragung, andererseits mit gestreckter Forderungsübertragung betrieben. Beide Gestaltungsformen sollen nun dargestellt werden.

⁶⁸ Bestätigung der Identität des Kreditsuchenden, die durch die Zusammenarbeit mit einem Drittanbieter (z. B. der Deutschen Post AG) sichergestellt wird, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (2) d) cc); Einwilligung, dass die Auxmoney GmbH jederzeit Anfragen über den Kreditnehmer und dessen Bonität bei ausgewählten Auskunfteien stellen darf, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (3) a).

⁶⁹ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (3) b).

⁷⁰ Vorhandene Score-Klassen sind „AAA“, „AA“, „A“, „B“, „C“, „D“, „E“ und „X“, wobei „AAA“ die beste und „X“ die schlechteste Score-Klasse darstellt, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 2 (3) b).

⁷¹ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 3 (1).

⁷² Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 2 (3).

aa) Abtretungsmodell mit einfacher Forderungsübertragung

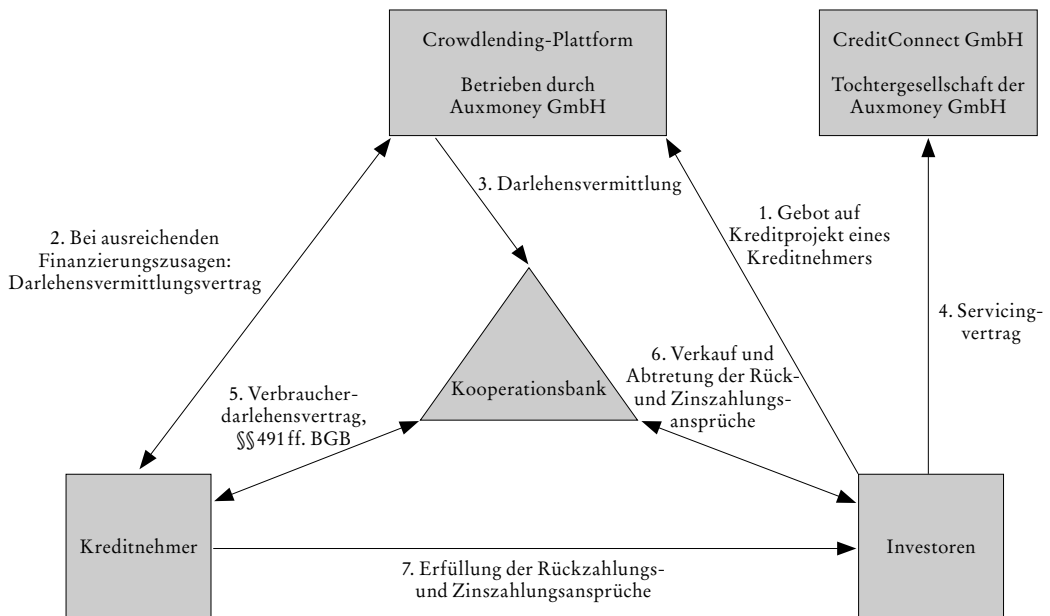


Abbildung 3: Funktionsweise der Crowdlending-Plattform der Auxmoney GmbH

Nach der Registrierung des Kreditnehmers legt die Plattformbetreibergesellschaft ein Kreditprojekt an.⁷³ Nach erfolgreicher Anlage des Kreditprojekts ermittelt die Auxmoney GmbH das Kreditausfallsrisiko und unterbreitet dem Kreditsuchenden auf dieser Grundlage Finanzierungsvorschläge.⁷⁴ Durch die Auswahl eines für ihn passenden Finanzierungsvorschlags macht der Kreditsuchende dessen Konditionen dann vollumfänglich zum Inhalt seines Kreditprojekts.⁷⁵ Im nachfolgenden Schritt macht sich dann die Unterscheidung zwischen den Score-Klassen bemerkbar: Bei Kreditprojekten mit einem Auxmoney-Score besser als „X“ werden dem Kreditsuchenden nach Auswahl des Finanzierungsvorschlags Antragsunterlagen übersandt, die unter anderem die Plattformbetreibergesellschaft ermächtigen, sich nach dem Zustandekommen des Kreditprojekts um Vermittlung eines Verbraucherdarlehensvertrages zu den Konditionen des vom Kreditsuchenden ausgewählten Finanzierungsvorschlags zu bemühen (sogenannte Finanzierungsdocumentation).⁷⁶ Nach Rück-

⁷³ In dem Kreditprojekt sind beispielsweise Angaben zum gewünschten Darlehensbetrag und dem Verwendungszweck des Darlehens enthalten, Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (1) a).

⁷⁴ Jeder dieser Vorschläge enthält Angaben über die Höhe einer zu zahlenden monatlichen Darlehensrate in Euro, die Darlehenslaufzeit in Monaten, die Höhe des Darlehenssollzinseszinses in Prozent p. a. sowie die Höhe des effektiven Jahreszinses in Prozent, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (2) a).

⁷⁵ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (2) b).

⁷⁶ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (3) a).

sendung der vollständigen sowie vom Kreditsuchenden unterschriebenen Finanzierungsdokumentation wird das Kreditprojekt von der Auxmoney GmbH für eine maximale Dauer von zwanzig Tagen zur Einholung von Finanzierungsangeboten durch Anleger auf dem Marktplatz platziert und veröffentlicht.⁷⁷ Kreditnehmer, denen der Score „X“ zugeordnet wurde, erhalten nach Auswahl des Finanzierungsvorschlags noch keine solche Dokumentation.⁷⁸ Das Kreditprojekt wird dann ohne die vorherige Finanzierungsdokumentation für maximal zwanzig Kalendertage („Angebotsfrist“) auf dem Marktplatz veröffentlicht.⁷⁹ Die Finanzierungsdokumentation wird Kreditnehmern mit dem Score „X“ erst dann zur Verfügung gestellt, wenn sich innerhalb der Angebotsfrist Finanzierungsangebote von Investoren zur vollständigen Finanzierung des Kreditprojekts finden.⁸⁰

Investoren kommen mit den Kreditprojekten erst nach deren Veröffentlichung auf dem Marktplatz in Kontakt. Die Kreditprojekte werden hier von einem in den Marktplatz integrierten, softwaregesteuerten Zufallsgenerator entweder einem „Teilfinanzierungspool“ oder einem „Vollfinanzierungspool“ zugeordnet.⁸¹ Der Teilfinanzierungspool bezeichnet eine Anzahl von Kreditprojekten, die jeweils zur gemeinsamen Finanzierung durch mehrere Investoren zur Verfügung stehen.⁸² In den Vollfinanzierungspool werden dagegen Kreditprojekte eingestellt, deren vollständige Finanzierung jeweils nur durch einen einzelnen professionellen Anleger vorgesehen ist.⁸³ Dabei können Kreditprojekte mit einem auxmoney-Score besser als „X“ sowohl dem Teilfinanzierungspool als auch dem Vollfinanzierungspool zugeordnet werden, während Kreditprojekte mit einem auxmoney-Score von „X“ alleine dem Teilfinanzierungspool zugeordnet werden.⁸⁴ Private Anleger können sich darüber hinaus nur an Kreditprojekten beteiligen, die dem Teilfinanzierungspool zugeordnet wurden.⁸⁵ Dadurch soll eine bessere Risikodiversifikation bewirkt werden. Ein privater Investor kann nach der Platzierung des Kreditprojekts auf der Auxmoney-Plattform Finanzierungsgebote abgeben. Er hat dabei die Möglichkeit, die Gebote manuell oder automatisch mittels eines *portfolio builders* abzugeben.⁸⁶

⁷⁷ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (3) b).

⁷⁸ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (4) a).

⁷⁹ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (4) b).

⁸⁰ Ebd.

⁸¹ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 8 (3) a).

⁸² Ebd.

⁸³ Ebd.

⁸⁴ Ebd.

⁸⁵ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 8 (3) b).

⁸⁶ Ein *portfolio builder* prüft im Rahmen der Verfügbarkeit, ob Kreditprojekte vorhanden sind, die zu den Einstellungen des *portfolio builder* passen und bietet dann innerhalb der vom Anleger eingestellten Parameter automatisch auf Kreditprojekte. Auf Kreditprojekte, die mit einem auxmoney-Score von „X“ bewertet wurden, können keine Finanzierungsangebote mittels des *portfolio builder* abgegeben werden, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für

Ein Kreditprojekt kommt zustande, wenn innerhalb des Platzierungszeitraums ausreichende Finanzierungsangebote von Investoren zur vollständigen Finanzierung des Kreditprojekts vorliegen.⁸⁷

Generiert ein Kreditprojekt ausreichende Finanzierungszusagen, kommt es nicht direkt zum Abschluss eines Darlehensvertrags zwischen Investoren und Kreditnehmern und der Auszahlung der Darlehensvaluta. Stattdessen schließt die Auxmoney GmbH mit dem Kreditnehmer zunächst einen Darlehensvermittlungsvertrag.⁸⁸ In diesem verpflichtet sie sich, Bemühungen zu entfalten, dem Kreditnehmer als Auftraggeber „bei einem [...] kooperierenden, inländischen Kreditinstitut einen Allgemein-Verbraucherdarlehensvertrag im Sinne von § 491 Abs. 2 BGB [...] zu vermitteln oder ihm die Gelegenheit zum Abschluss eines [...] Darlehensvertrages nachzuweisen.“⁸⁹ Für die erfolgreiche Vermittlung erhält die Auxmoney GmbH als Vergütung einen bestimmten Prozentsatz des Netto-Darlehensbetrags.⁹⁰ Nach Abschluss des Verbraucherdarlehensvertrag zwischen dem Kreditnehmer und der Kooperationsbank erwirbt jeder am Kreditprojekt beteiligte Investor die Darlehensrückzahlungs- und Zinsforderungen aus dem Darlehensvertrag jeweils in Höhe seines berücksichtigten Finanzierungsgebotes von der Kooperationsbank.⁹¹ Die aus dem Darlehensvertrag resultierenden Gestaltungsrechte werden davon abweichend an eine Partnergesellschaft der Plattformbetreibergesellschaft abgetreten, die ausschließlich für Forderungseinzug und -verwaltung sowie Inkasso verantwortlich ist.⁹² Der Abschluss eines Servicing-Vertrages zwischen dieser Partnergesellschaft und dem Investor mit entsprechendem Inhalt ist weitere Voraussetzung für das Zustandekommen des Kreditprojekts.⁹³

private Anleger, § 8 (4) c) (aa). Auf Kreditprojekte, die mit einem auxmoney-Score von „X“ bewertet wurden, können keine Finanzierungsangebote mittels des *portfolio builder* abgegeben werden, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 8 (5) b).

⁸⁷ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 8 (4) d); Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 7 (3) c). Es ist nicht vorgesehen, dass nur ein Teil des gewünschten Darlehensbetrags an den Kreditsuchenden ausgezahlt wird. Dementsprechend erlischt das Kreditprojekt, wenn es nicht genügend Finanzierungsangebote generiert; Finanzierungsangebote von Anlegern auf dieses Kreditprojekt entfallen dann ersatzlos.

⁸⁸ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 9 (2); Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, § 8 (2).

⁸⁹ Auxmoney, Muster-Darlehensvermittlungsvertrag, § 2 (1).

⁹⁰ Auxmoney, Muster-Darlehensvermittlungsvertrag, § 3 (1).

⁹¹ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 10. Vgl. auch Auxmoney, Muster-Vertrag über den Verkauf und die Abtretung einer zukünftigen Verbraucherdarlehensforderung.

⁹² Ebd.

⁹³ Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 8 (3).

bb) Abtretungsmodell mit gestreckter Forderungsübertragung

Bei Crowdlending-Plattformen, die das Abtretungsmodell mit gestreckter Forderungsübertragung nutzen,⁹⁴ werden die Ansprüche aus dem Darlehensvertrag nicht direkt von der Kooperationsbank an die Investoren abgetreten. Stattdessen wird eine Intermediärgesellschaft zwischengeschaltet, die vollständig im Eigentum der Plattformbetreibergesellschaft steht. Die Kooperationsbank tritt die Ansprüche aus dem Darlehensvertrag mit dem Kreditnehmer an diese Intermediärgesellschaft ab. Diese bietet die Teilforderungen wiederum einer Vielzahl von Investoren an.⁹⁵

d) Zusammenfassung und Einordnung des Abtretungsmodells

Das Geschäftsmodell der Auxmoney GmbH entspricht somit dem vorgestellten Grundprinzip des Crowdlendings nicht, da keine direkte Kreditvergabe zwischen dem Kreditnehmer und den Investoren stattfindet. Stattdessen schließt der Kreditsuchende zunächst einen Darlehensvertrag mit einem lizenzierten Kreditinstitut ab. Erst danach erwerben die Investoren die Darlehensforderungen im Wege einer Abtretung. Damit entspricht das von der Auxmoney GmbH betriebene Geschäftsmodell nicht dem Grundprinzip des Crowdlendings; ein vollständiges „Banking Without Banks“ wird durch die Einschaltung einer traditionellen Geschäftsbank jedenfalls nicht erreicht.

2. Anleihemodell (Prosper Marketplace Inc.)

Unechte Crowdlending-Geschäftsmodelle in Form des Anleihemodells finden sich vor allem in den USA.⁹⁶ Zu den bekanntesten Plattformbetreibergesellschaften gehören dort Lending Club und Prosper. Im Rahmen des Geschäftsmodells von Prosper erwerben Anleger Schuldverschreibungen (im Folgenden *borrower payment dependent notes*) von der Plattformbetreibergesellschaft, die

⁹⁴ In Deutschland betrieben zum Beispiel FundingCircle und Lendico bis zur Änderung der jeweiligen Geschäftsmodelle das Abtretungsmodell mit gestreckter Forderungsübertragung. Bei FundingCircle trat die Kooperationsbank die Rückzahlungs- und Zinsansprüche zunächst an die FundingCircle Connect GmbH ab; bei Lendico wurden die Forderungen zunächst an die Lendico Connect GmbH abgetreten. Inzwischen haben diese Plattformen ihre Geschäftsmodelle geändert.

⁹⁵ Vgl. zum Geschäftsmodell BaFin, Crowdlending, im Internet abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html (letzter Abruf: 6.4.2021); Polke, Crowdlending, S. 29 f.; vgl. zur finanzaufsichtsrechtlichen Behandlung Polke, Crowdlending, S. 156 ff.

⁹⁶ An anderer Stelle wird das Anleihemodell als „indirektes Crowdlending“ (Polke, Crowdlending, S. 30 f.), wertpapierbasiertes Crowdlending (Quarch, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 75) oder Verbriefungsmodell (Siering, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 24 Rn. 29) bezeichnet. Auch in Deutschland betrieb mit der CrossLend GmbH – wiederum bis zur Änderung des Geschäftsmodells – eine Crowdlending-Plattform nach dem Anleihemodell.

einen durch eine Kooperationsbank ausgereichten Kredit nachbilden.⁹⁷ Das Anleihemodell wird anhand der öffentlich zugänglichen Dokumente und Geschäftsbedingungen der Unternehmen Prosper Marketplace Inc. und Prosper Funding LLC (im Folgenden zusammen Prosper) dargestellt.

a) Unternehmensprofil

Die Prosper-Plattform wurde im Jahr 2006 als erste Crowdlending-Plattform in den USA eingeführt.⁹⁸ Über die Plattform wurden seither Darlehen mit einem Volumen von über 18 Milliarden US-Dollar (umgerechnet circa 15,08 Milliarden Euro⁹⁹) an circa 1,08 Millionen Menschen vergeben (Stand: März 2021).¹⁰⁰ Allein auf das Jahr 2019 entfällt hier ein Anteil von Krediten mit einem Volumen von 2,7 Milliarden US-Dollar.¹⁰¹

Das Geschäftsmodell wird von zwei Gesellschaften betrieben: Die Prosper Marketplace, Inc. wurde 2005 im Bundesstaat Delaware gegründet und überwiegend zur Entwicklung der Prosper-Plattform genutzt.¹⁰² Bis zur Gründung der Prosper Funding LLC war die Prosper Marketplace Inc. Inhaberin der firmeneigenen Technologie; im Februar 2013 wurde diese Inhaberschaft sowie der gesamte Marktplatz auf die neu gegründete Tochtergesellschaft Prosper Funding LLC übertragen. Sowohl die Prosper Marketplace Inc. als auch die Prosper Funding LLC haben sich bei der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) zum fortlaufenden Angebot und Verkauf von durch Prosper emittierten Wertpapieren registriert.¹⁰³

b) Teilnehmerkreis und Nutzung des Marktplatzes

Auf der Prosper-Plattform können ausschließlich natürliche Personen Darlehen beantragen, die mindestens 18 Jahre alt, in einem zugelassenen US-Bundesstaat wohnhaft und Inhaber eines inländischen Bankkontos sowie einer Sozialversicherungsnummer sind.¹⁰⁴ Es findet keine ausdrückliche Erweiterung des poten-

⁹⁷ Die Emission dieser Schuldverschreibungen in den USA erfordert die Erstellung eines Anleiheprospekts. Diese Verpflichtung zur Erstellung eines Anleiheprospekts ergibt sich aus Sec. 13, 15(d) des Securities Exchange Act von 1934. Zu den Prospektspflichten im Anleihemodell nach deutschem Recht vgl. unten, § 4 C. III. 1. a).

⁹⁸ Vgl. Prosper, About, abrufbar unter: www.prosper.com/plp/about/ (letzter Abruf: 22. Juni 2016).

⁹⁹ Wechselkurs vom 5.3.2021: 1 US-Dollar ≈ 0,84 Euro, vgl. <https://www.onvista.de/devi-sen/Eurokurs-Euro-Dollar-EUR-USD>.

¹⁰⁰ Prosper, About Us, abrufbar unter: www.prosper.com/about (letzter Abruf: 17.4.2021).

¹⁰¹ Prosper, Jahresbericht, S. 6, 9. Angaben zum durchschnittlichen Volumen eines Kredites oder zur durchschnittlichen Anlagesumme eines Investors finden sich weder auf der Webseite von Prosper noch im vorliegenden Anleiheprospekt.

¹⁰² Prosper, Jahresbericht, S. 6.

¹⁰³ Prosper, Borrower Registration Agreement, vor Sec. 1.

¹⁰⁴ Prosper, Jahresbericht, S. 7.

tiellen Kreises der Kreditnehmer auf Unternehmer statt.¹⁰⁵ Gesellschaften oder juristische Personen werden von Prosper nicht als Kreditnehmer vorgesehen. Neben den dargestellten Anforderungen von Prosper zur Teilnahme am Kredit-Marktplatz stellt die mit Prosper kooperierende Bank noch weitergehende Anforderungen an potentielle Darlehensnehmer.¹⁰⁶ Die Registrierung als Kreditnehmer auf der Prosper-Plattform ist Voraussetzung, um eine Kreditanfrage stellen zu können.¹⁰⁷ Im Rahmen der Registrierung autorisiert der spätere Kreditnehmer Prosper, eine Bonitätsauskunft von einer oder mehreren kooperierenden Wirtschaftsauskunfteien einzuholen.¹⁰⁸ Darüber hinaus darf Prosper aus der Bonitätsauskunft hervorgehende Informationen selbstständig überprüfen und dazu ohne weitere Verständigung mit dem Kreditnehmer in Kontakt mit Dritten treten.¹⁰⁹

Auf der Prosper-Plattform können nur solche Personen oder Institute als Investoren auftreten, denen es möglich ist, Schuldverschreibungen oder (im Rahmen eines von Prosper betriebenen Sekundärmarktes) Darlehen zu erwerben.¹¹⁰ Natürliche Personen müssen dafür mindestens 18 Jahre alt und US-Bürger sein. Darüber hinaus müssen Investoren ihre Sozialversicherungsnummer angeben und in Einzelfällen weitere Nachweise über einen gültigen Führerschein oder eine Identifikationsnummer erbringen. Ein institutioneller Investor muss Prosper die Steuernummer mitteilen und eine Dokumentation über die Gründung des Unternehmens bereitstellen.¹¹¹ Alle potentiellen Investoren, ob Einzelpersonen oder institutioneller Art, müssen sich Identitäts-, Betrugs- und Anti-Terror-Überprüfungen unterziehen. Zur Teilnahme am Kreditgeschäft ist eine Registrierung auf der Prosper-Plattform durch den Abschluss eines *Investor Registration Agreements* notwendig.¹¹² Insgesamt besteht der Teilnehmerkreis auf der Prosper-Plattform so vor allem aus natürlichen Personen. Lediglich auf Seiten der Investoren können auch institutionelle Anleger tätig werden, wobei die Anforderungen an diese im Gegensatz zu Zopa erleichtert sind.

¹⁰⁵ Es ist allerdings auch Begrenzung ersichtlich, dass die aufgenommenen Kredite ausschließlich zu privaten Zwecken verwendet werden dürfen, so dass nicht von einer Beschränkung der Kreditaufnahme durch Verbraucher im Sinne des § 13 BGB auszugehen ist.

¹⁰⁶ Über diesen dürfen beispielsweise höchstens sieben Anfragen bei Wirtschaftsauskunfteien in den letzten sechs Monaten vorliegen, er muss ein jährliches Einkommen höher als null US-Dollar haben und der Kreditnehmer darf nicht innerhalb der zurückliegenden zwölf Monate Insolvenz beantragt haben, Prosper, Jahresbericht, S. 7.

¹⁰⁷ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 1.

¹⁰⁸ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 2.

¹⁰⁹ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 2.

¹¹⁰ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 2.

¹¹¹ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 2.

¹¹² Prosper, Investor Registration Agreement. Über die dargestellten Teilnehmereigenschaften hinaus werden in dieser Vereinbarung keine weiteren Anforderungen an potentielle Investoren gestellt.

c) Funktionsweise des Marktplatzes

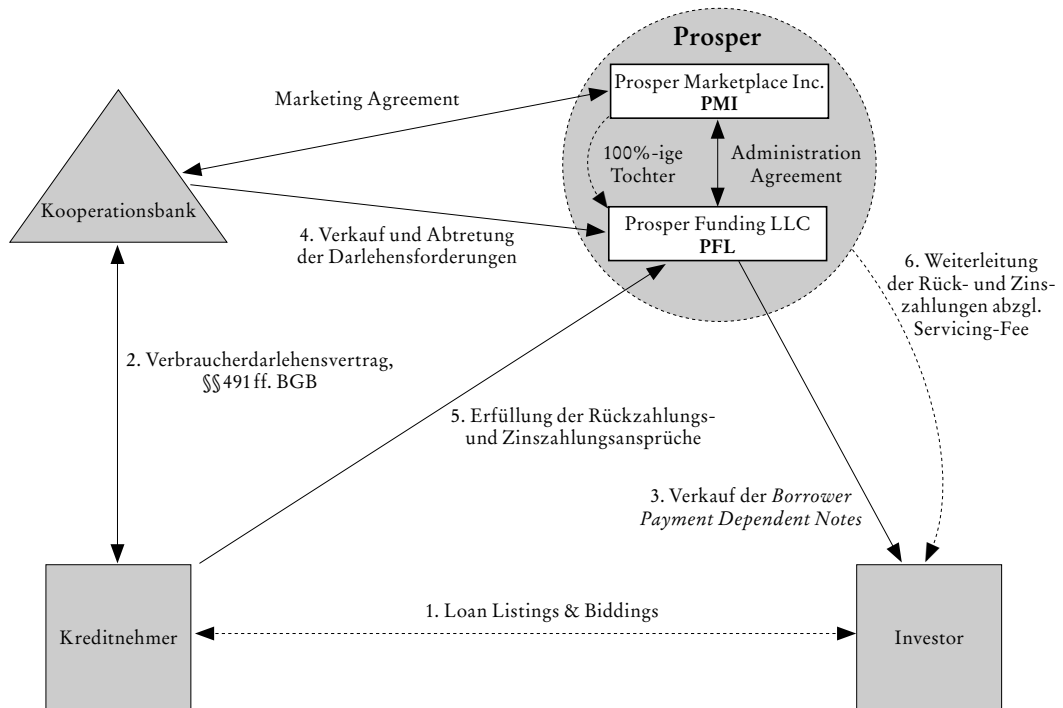


Abbildung 4: Funktionsweise der Crowdlending-Plattform von Prosper

Auf der Prosper-Plattform gestellte Kreditanfragen werden nach dem Zufallsprinzip drei Kanälen zugeteilt, die sich in der Art und Weise, wie die Vergabe eines Kredites abläuft, teilweise erheblich voneinander unterscheiden. Im Rahmen eines *whole loan channels* können zertifizierte und institutionelle Anleger komplette Darlehen von Prosper erwerben.¹¹³ Am Grundprinzip des Crowdlendings gemessen stellen allerdings Kreditanfragen, die dem *note channel* zugeordnet werden, die Besonderheit des von Prosper betriebenen Geschäftsmodells dar.¹¹⁴ Im folgenden Abschnitt soll der Ablauf einer Kreditvergabe über den *note channel* als Bezugspunkt der Bezeichnung als Anleihenmodell näher beschrieben werden.

Kreditnehmer können nach erfolgreicher Registrierung Kreditanfragen (sogenannte *loan listings*) auf der Prosper-Plattform einstellen.¹¹⁵ Diese werden anschließend mit einer Vielzahl für Investoren erheblichen Informationen auf

¹¹³ Dabei ist zwischen zwei Unterkategorien zu unterscheiden: In den *active Loan Channel* werden Kreditanfragen aufgenommen, die Anleger in vollem Umfang von Prosper erwerben können, ohne dass sie vor der Kreditanfrage einem solchen Erwerb zugestimmt haben. Im Gegensatz dazu werden im *passive loan channel* Kreditanfragen zum Erwerb für solche Anleger reserviert, die bereits vor der Kreditanfrage dem Erwerb solcher Kreditanfragen zugestimmt haben, vgl. Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 3.

¹¹⁴ Ebd.

¹¹⁵ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 1.

der Kreditplattform veröffentlicht.¹¹⁶ Eine Kreditanfrage bleibt bis zu 14 Tage aktiv und kann in dieser Zeit von Investoren eingesehen werden.¹¹⁷ Bei positiver Bewertung der Kreditanfrage durch den Investor kann dieser ein Gebot in Höhe von mindestens 25 US-Dollar abgeben.¹¹⁸ Der gebotene Betrag muss bereits auf einem Prosper-Konto eingezahlt worden sein, wobei das Konto nicht bei Prosper selbst, sondern bei einer Partnerbank geführt wird.¹¹⁹ Das Gebot auf die Kreditanfrage stellt dabei jedoch nicht das Angebot zum Abschluss eines Darlehensvertrags mit dem Kreditsuchenden dar. Vielmehr ist darin das Angebot zum Erwerb einer von der Plattformbetreibergesellschaft emittierten Schuldverschreibung gegen Zahlung des auf die Kreditanfrage gebotenen Betrags zu sehen.¹²⁰

Die Kreditanfrage hat Erfolg, wenn Finanzierungszusagen in ausreichender Höhe abgegeben werden.¹²¹ In diesem Fall gewährt eine Kooperationsbank von Prosper ein Darlehen an den Kreditnehmer, welches in der Höhe des Ausgabebetrags den durch die Investoren abgegebenen Finanzierungszusagen entspricht.¹²² Im Anschluss an die Kreditvergabe gibt die Plattformbetreibergesellschaft Prosper-Notes an diejenigen Anleger aus, die hinsichtlich der Kreditanfrage ein Gebot abgegeben haben, dass bei der Darlehensvergabe berücksichtigt wurde.¹²³ Diese Prosper-Notes bestehen aus zwei Teilen: Zunächst aus *borrower payment dependent notes*, die jeweils die Zahlungsströme der von der Kooperationsbank an den Kreditnehmer gewährten Darlehen abbilden,¹²⁴ daneben aus *PMI Management Rights*, aus denen die Investoren unter anderem Ansprüche aus dem *Administration Agreement* zwischen der Prosper Funding LLC und der Prosper Marketplace Inc. geltend machen können.¹²⁵ Den Kaufpreis, den die Anleger für die Prosper-Notes zahlen, nutzt die Plattformbetreibergesellschaft, um das entsprechende Darlehen von der Kooperationsbank zu er-

¹¹⁶ Zu diesen Informationen zählen unter anderem das Prosper Rating, der Verschuldungsgrad („debt-to-income ratio“), Angaben zu vorhandenen Krediten sowie die Offenlegung negativer Einträge in öffentlichen Registern und deren Inhalt, vgl. Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 3. Nicht zugelassen sind Informationen, die in irgendeiner Weise einen Schluss auf die Identität oder die Persönlichkeit des Kreditsuchenden zulassen, ebd.

¹¹⁷ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 3; dies., Investor Registration Agreement, Sec. 2.

¹¹⁸ Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 3.

¹¹⁹ Ebd.

¹²⁰ Ebd.

¹²¹ Dafür müssen grundsätzlich Finanzierungszusagen für mindestens 70 % der angefragten Darlehenssumme abgegeben worden sein, vgl. Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 3.

¹²² Prosper, Borrower Registration Agreement, Sec. 3; dies., Investor Registration Agreement, Sec. 2.

¹²³ Prosper, Investor Registration Agreement, Sec. 2.

¹²⁴ Vgl. zur rechtlichen Einordnung der *borrower payment dependent notes* und dem Bestehen einer Prospektspflicht nach deutschem Recht unten, § 4 C. III.

¹²⁵ Vgl. dazu Prosper, Jahresbericht, S. 8.

werben.¹²⁶ Die Kreditnehmer erfüllen ihre Pflicht zur Rück- und Zinszahlung durch die Zahlung an die Plattformbetreibergesellschaft. Diese wiederum leiten die Beträge zur Erfüllung der Ansprüche aus den *borrower payment dependent notes* an die an dem Kreditprojekt beteiligten Investoren weiter.

d) Zusammenfassung und Einordnung des Anleihemodells

Durch die Verbriefung von Darlehen und die Ausgabe von Schuldverschreibungen an Investoren auf Grundlage eines von einer Kooperationsbank an den Kreditsuchenden vergebenen Darlehens weicht das Anleihemodell in entscheidenden Punkten vom Grundprinzip des Crowdlendings ab. Zu einer direkten Vertragsbeziehung zwischen Investoren und Kreditnehmer kommt es nicht. Darüber hinaus kommen diese nicht einmal im Rahmen der Rückzahlung mit den Darlehensforderungen in unmittelbarem Kontakt, sodass sich das Anleihemodell letztlich sogar recht weit von der Grundidee des Crowdlendings entfernt.

B. Disintermediation der Kreditvergabe durch das Crowdlending

Zu einem „Banking Without Banks“ im Bereich der Fremdkapitalfinanzierung durch das Crowdlending kommt es dann, wenn es hierdurch zu einer Disintermediation kommt. Dies soll im Folgenden untersucht werden. Nach dem oben entwickelten funktionalen Begriffsverständnis kommt es zu einer Disintermediation, wenn die Wahrnehmung und Erfüllung der Funktionen eines Finanzsystems nicht mehr von Finanzintermediären erbracht werden müssen, sondern entweder von Investoren und Kapitalverwendern selbst oder überhaupt nicht mehr gesondert erbracht werden müssen.¹²⁷ Sollte die Funktionswahrnehmung von traditionellen Finanzintermediären auf andere vermittelnde Institutionen wie beispielsweise FinTech-Unternehmen übergehen, liegt dagegen lediglich eine Disruption vor. Erforderlich ist daher ein Vergleich zwischen der Funktionswahrnehmung im Rahmen der traditionellen Kreditvergabe durch ein Einlagenkreditinstitut und im Rahmen des Crowdlending-Prozesses. Es wird daher zunächst dargestellt, ob und wie die im Bereich der privaten Darlehen dominanten Kreditinstitute Funktionen des Finanzsystems dadurch wahrnehmen, dass sie bei der Kreditvergabe als Finanzintermediäre im engeren Sinne zwischen Darlehensgeber und Darlehensnehmer treten. Danach kann überprüft werden, ob diese Funktionen beim Crowdlending noch von Dritten wahrgenommen werden müssen oder sie im Wege einer Disruption auf andere Institutionen wie die Plattformbetreibergesellschaft als FinTech-Unternehmen übergehen.

¹²⁶ Vgl. Prosper, Investor Registration Agreement, Sec. 2.

¹²⁷ Vgl. dazu oben die funktionale Begriffsherleitung der Disintermediation, § 3 B. II.

I. Kreditvergabe durch Kreditinstitute

Gesetzliches Merkmal von Einlagenkreditinstituten (alternative Bezeichnung als CRR-Kreditinstitute) ist, dass sie Einlagen von Anlegern mit Kapitalüberschuss hereinnehmen und diese Einlagen als Kredite an Kapitalbedürftige weiterreichen.¹²⁸ Dabei tritt das Kreditinstitut als Finanzintermediär im engeren Sinne auf, da es jeweils Vertragspartner des Anlegers und des Kreditnehmers wird; eine direkte oder indirekte rechtliche Beziehung zwischen diesen besteht nicht. Dadurch können Kreditinstitute Transformationsfunktionen erfüllen, namentlich die Losgrößentransformation, die Fristentransformation sowie die Risikoallokation in Form einer für Einleger und Kreditnehmer vorteilhaften Allokation des Kreditausfallrisikos.¹²⁹

Eine Losgrößentransformation erbringen Kreditinstitute auf zwei Arten:¹³⁰ Zunächst nehmen sie von einer Vielzahl von Anlegern jeweils betragsmäßig kleinere Beträge als Einlagen herein und geben diese Gelder gebündelt an nur einen Kreditnehmer aus. Umgekehrt können sie von nur einem Anleger eine große Einlage entgegennehmen und diese in kleinen Teilbeträgen an mehrere Kreditnehmer weiterreichen. Eine Losgrößentransformation bewirkt geringere Such- und Informationskosten, da der Kreditnehmer nicht gezwungen ist, mit jedem einzelnen Investor in Kontakt treten und kontrahieren zu müssen.¹³¹ Eine Fristentransformation wird notwendig, wenn Anleger und Kreditnehmer unterschiedliche Vorstellungen von der Laufzeit ihrer Einlage beziehungsweise ihres Kredites haben.¹³² Kreditinstitute können zu einem Ausgleich dieser Vorstellungen beitragen, indem sie einerseits langfristige Einlagen nutzen, um über deren Laufzeit mehrere kurzfristige Kredite zu finanzieren. Andererseits können sie mehrere aufeinanderfolgende kurzfristige Einlagen zur Finanzierung eines längerfristigen Kredits nutzen, indem sie nach dem Substitutionsprinzip fällige und abgezogene Einlagen zum Teil durch neue Einlagen ersetzen.¹³³ Durch eine Fristentransformation kann sich das Kapitalangebot für längerfristige Finanzierungen verbessern.¹³⁴ Eine Risikotransformation bei der Kreditvergabe kann einerseits durch Risikoallokation und andererseits durch Risiko-

¹²⁸ Vgl. § 1 Abs. 3d S. 1 KWG in Verbindung mit Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 CRR-VO.

¹²⁹ Grundmann, in: ders. (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Teilband 1, 1. Teil Rn. 9; Langer/Weber, in: Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. i,203; Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 39.

¹³⁰ Vgl. dazu Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 39; Grundmann, in: ders. (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Teilband 1, 1. Teil Rn. 9.

¹³¹ Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 39.

¹³² Vgl. oben, § 3 B. I. 3.

¹³³ Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 39; vgl. auch Langer/Weber, in: Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 205.

¹³⁴ Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 39.

management erreicht werden.¹³⁵ Eine von der direkten Beziehung zwischen Investoren und Kreditnehmer abweichende Allokation des Kreditausfallrisikos kann insbesondere darin gesehen werden, dass der Investor nicht mehr das Risiko des Kreditnehmers trägt, sondern das der Eigentümer des Kreditinstituts (insbesondere dessen Aktionäre).¹³⁶ Das Ausfallrisiko eines Kreditinstituts ist weitgehend zu vernachlässigen und entfällt sogar vollständig, wenn und soweit die Einlagen von einem (staatlichen) Einlagensicherungssystem abgedeckt sind.¹³⁷ Daneben diversifizieren Kreditinstitute ihr Portfolio, indem sie Kredite an eine Vielzahl von Kreditnehmern vergeben und somit das unsystematische Risiko des Ausfalls eines einzelnen Kreditnehmers vernichten können.¹³⁸

II. Kreditvergabe im Rahmen des Crowdlendings

Das Crowdlending stellt im Bereich der Kreditvergabe an Privatpersonen den Versuch dar, eine Annäherung an einen vollkommenen Finanzmarkt zu erreichen, auf dem die von Kreditinstituten wahrgenommenen Funktionen nicht mehr durch einen zwischen Kapitalüberschuss und Kapitalbedarf tretenden Intermediär erbracht werden müssen.¹³⁹ Alternativ ist auch denkbar, dass es statt der von den Kreditinstituten erbrachten Intermediation im engeren Sinne zu einer Intermediation im weiteren Sinne kommt.¹⁴⁰ Als Finanzintermediation im weiteren Sinne kommt insbesondere die Bereitstellung der Crowdlending-Plattformen in Betracht. Finanzintermediär wäre entsprechend die jeweilige Plattformbetreibergesellschaft.

1. Losgrößentransformation

Über Crowdlending-Plattformen aufgenommene Darlehen setzen sich regelmäßig aus dem Kapital mehrerer Investoren zusammen, die zusammen die Crowd darstellen. Es besteht daher das Bedürfnis, mehrere kleine Beträge zu einem größeren Darlehen zu bündeln. Auf Crowdlending-Plattformen wird dieses Bedürfnis dadurch befriedigt, dass Kreditprojekte dort grundsätzlich über einen bestimmten Zeitraum freigeschaltet werden, bis zu dessen Ablauf sich Investoren beteiligen können. So wird die beantragte Darlehensvaluta nach

¹³⁵ Vgl. dazu oben, § 3 B. I. 4.

¹³⁶ Vgl. *Grundmann*, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, 1. Teil Rn. 9; *Büschgen*, *Bankbetriebslehre*, S. 40.

¹³⁷ *Grundmann*, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, 1. Teil Rn. 9.

¹³⁸ *Büschgen*, *Bankbetriebslehre*, S. 40; vgl. auch *Grundmann*, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, 1. Teil Rn. 9.

¹³⁹ Vgl. *Grundmann*, in: ders. (Hrsg.), *Bankvertragsrecht*, Teilband 1, 1. Teil, Fn. 12; *Renner ZBB* 2014, 261 (271).

¹⁴⁰ Vgl. zur Unterscheidung zwischen Finanzintermediation im engeren und im weiteren Sinne oben, § 3 A. III.

und nach eingesammelt. Die Zwischenschaltung der Kooperationsbanken beim unechten Crowdlending führt nicht zu einer anderen Bewertung: Beim Abtretungsmodell refinanziert sie sich mit dem Kaufpreis für die Darlehensforderungen, beim Anleihemodell erwirbt die Plattformbetreibergesellschaft die Darlehen mit dem Kaufpreis, den sie für die Prosper-Notes erhalten hat. Die Bündelung kleinerer Beträge zu einem größeren Betrag findet jeweils schon im Vorfeld statt und muss daher nicht mehr von der Kooperationsbank vorgenommen werden. Dies wird schon dadurch ermöglicht, dass die Plattformbetreibergesellschaften die Finanzierung von Kreditprojekten über einen längeren Zeitraum ermöglichen, so dass sich genügend Investoren an diesen Projekten beteiligen können, um es (zumindest annähernd) vollständig zu finanzieren. Einen Finanzintermediär bedarf es für die Losgrößentransformation daher nicht mehr.¹⁴¹

2. Fristentransformation

Im Grundsatz sind die Investoren bei der Vergabe des Kapitals im Rahmen der vorgestellten Crowdlending-Geschäftsmodelle an die Laufzeiten der Darlehensverträge beziehungsweise im Falle des Anleihemodells der Prosper-Notes gebunden. Da insoweit keine Laufzeitabweichungen bestehen, kommt es nicht zu einer Fristentransformation; die Vorstellungen des Investors von der Laufzeit seiner Investition und des Kreditnehmers von der Laufzeit seines Kredits müssen daher grundsätzlich übereinstimmen. Von diesem Grundsatz ist zumindest im Abtretungsmodell keine Ausnahme vorgesehen. Besonderheiten können sich lediglich für das Anleihemodell ergeben. Dort müssen die Investoren zurzeit (Stand März 2021) die nicht übertragbaren Prosper-Notes zwar für die gesamte Laufzeit halten, die Plattformbetreibergesellschaft behält sich allerdings ausdrücklich vor, in Zukunft einen Sekundärmarkt für das Handeln von Prosper-Notes einzurichten.¹⁴² Sollte ein solcher Markt eingerichtet werden, können die Investoren die Prosper-Notes selbst liquidieren und so eigenständig eine Fristentransformation vornehmen.¹⁴³ Dafür wäre dann jedoch kein Dazwischentreten eines Finanzintermediärs nötig; die Liquidation und mithin die Fristentransformation erfolgt so unmittelbar durch den Investor.

¹⁴¹ Zu diesem Ergebnis kommt auch *Quarch*, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 120 f.

¹⁴² Vgl. Prosper, Prospekt, S. 2, 89.

¹⁴³ Vgl. auch *Renner ZBB* 2014, 261 (272); *Quarch*, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 123. Letzterer erkennt hierin die Gefahr, dass die fehlende Möglichkeit einer Fristentransformation im Fall eines erhöhten Liquiditätsbedarf der Anleger Marktfunktionsstörungen nach sich ziehen kann. Diese Befürchtung ist nicht von der Hand zu weisen und soll hier auch nicht in Abrede gestellt werden. Zu bedenken gilt es allerdings, dass das Crowdlending eine zur Möglichkeit der Einlage bei einem Kreditinstitut hinzutretende zusätzliche Form der Vermögensanlage mit höheren Renditemöglichkeiten darstellt. Dass hiermit auch Nachteile verbunden sein können, liegt auf der Hand.

Beim echten Crowdlending stand den Investoren auf der Zopa-Plattform bis zur Änderung des Geschäftsmodells die Möglichkeit offen, verliehenes Kapital vor Fälligkeit einer Rückzahlung zurückzuerlangen und so schon während der Laufzeit auf veränderte Kapitalbedürfnisse einzugehen.¹⁴⁴ Will ein Investor von dieser Option Gebrauch machen, sucht die Plattformbetreibergesellschaft einen anderen Investor, dessen Kapitalangebot den Kreditkonditionen zur Zeit der beabsichtigten Übertragung entspricht. Die Plattformbetreibergesellschaft tritt hier nicht direkt zwischen die Vertragsparteien, sondern wird für die Übertragung lediglich als Vermittler tätig. Die Fristentransformation wird daher letztlich durch die Investoren selbst vorgenommen.

Im Vergleich zu einer Kreditvergabe durch ein traditionelles Kreditinstitut ist eine Fristentransformation beim Crowdlending grundsätzlich nicht vorgesehen.¹⁴⁵ Gleichzeitig stehen den Plattformbetreibergesellschaften aber Möglichkeiten offen, die den Investoren eine Fristentransformation ohne die Zwischenschaltung eines Finanzintermediärs im engeren Sinne ermöglicht. Der Erfolg der Fristentransformation hängt dann allerdings entscheidend vom Vorhandensein eines tauglichen Geschäftspartners ab, der die Darlehensforderungen beziehungsweise Prosper-Notes erwerben will.

3. Risikotransformation

Im Rahmen des Crowdlendings ist hinsichtlich der Risikotransformation zwischen dem echten und dem unechten Crowdlending zu unterscheiden: Beim echten Crowdlending tritt zu keinem Zeitpunkt ein Finanzintermediär zwischen Investoren und Kreditnehmer; eine abweichende Risikoallokation findet nicht statt: Die Investoren tragen das Ausfallrisiko des Kreditnehmers direkt.¹⁴⁶ Dagegen kommt der Darlehensvertrag sowohl beim Abtretungs- als auch beim Anleihemodell zunächst zwischen dem Kreditnehmer und einer Kooperationsbank zustande. Dies bewirkt aber keine abweichende Risikoallokation. Im Abtretungsmodell tragen die Investoren das Ausfallrisiko des Kreditnehmers nach der Abtretung der Darlehensforderungen unmittelbar, im Anleihemodell nach Erwerb der in den Prosper-Notes enthaltenen *borrower payment dependent notes* wenigstens mittelbar, da diese ausschließlich die Zahlungsströme aus dem Kreditverhältnis abbilden. Da die Kredite in beiden Fällen erstens nicht durch Einlagen finanziert werden und zweitens kein Rückzahlungsanspruch gegen die Kooperationsbank besteht, greifen bei einer Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers keine Einlagensicherungssysteme ein. Die Zwischenschaltung einer Kooperationsbank birgt damit hinsichtlich der Risikoallokation keine

¹⁴⁴ Vgl. Zopa, Principle 4.9.

¹⁴⁵ So auch Quarch, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 123; Faßbender, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre, S. 53.

¹⁴⁶ So auch Moenninghoff/Wieandt ZfbF 2013, 466 (478).

Vorteile gegenüber dem direkten Abschluss der Darlehensverträge zwischen Investoren und Kreditnehmern.

Es besteht für Investoren aber die Möglichkeit der Diversifikation durch Portfoliobildung, indem sie ihr Kapital zur Finanzierung mehrerer Kreditprojekte einsetzen und so das Risiko eines Kreditausfalls diversifizieren.¹⁴⁷ Eine solche Risikodiversifikation durch die Einzelanleger selbst ist am Kapitalmarkt theoretisch auch ohne Crowdfunding-Plattformen möglich, im Vergleich zur Zwischenschaltung eines Kreditinstituts entstehen dadurch allerdings weitaus höhere Transaktionskosten.¹⁴⁸ Durch die Marktplatzstrukturen der Crowdfunding-Plattformen, auf denen Kreditnehmer und Investoren ohne zusätzliche Kosten in direkten Kontakt zueinander treten können, werden diese Kosten reduziert. Ob die Investoren tatsächlich eine Risikodiversifikation vornehmen, steht auf den vorgestellten Crowdfunding-Plattformen in deren eigenem Ermessen; eine Verpflichtung zur Aufteilung des eingesetzten Kapitals auf mehrere Kreditprojekte besteht nicht. Lediglich die Geschäftsbedingungen im Rahmen des echten Crowdfunding stellen den nicht zwingenden Grundsatz auf, dass höchstens 2 % des von einem Investor eingezahlten Kapitals in einem Kreditprojekt eingesetzt werden sollten, so dass das Kapital auf mindestens fünfzig solcher Projekte gestreut wird.¹⁴⁹ Darüber hinaus sprechen die Plattformbetriebsgesellschaften lediglich die Empfehlung aus, sich an einer bestimmten Mindestanzahl von Kreditprojekten zu beteiligen.¹⁵⁰

Eine Risikotransformation wird in allen vorgestellten Geschäftsmodellen damit allenfalls in Form einer Risikodiversifikation durch die Investoren selbst erreicht.¹⁵¹ Beim unechten Crowdfunding führt die Beteiligung eines lizenzierten Kreditinstituts nicht zu Vorteilen bei der Risikoallokation. Die Beteiligten am Crowdfunding-Prozess können Risiken damit lediglich durch eine Risikodiversifikation transformieren; Kreditinstituten als Finanzintermediären im engeren Sinne stehen insoweit mehr Möglichkeiten zur Verfügung.¹⁵²

4. Weitere Funktionen

Neben den Transformationsfunktionen kommen im Rahmen einer Fremdkapitalfinanzierung noch weitere Funktionen in Betracht. So nehmen die Plattformbetriebsgesellschaften die Informationsfunktion wahr, indem sie Informatio-

¹⁴⁷ Weiß/Meine DBW 2011, 83 (85).

¹⁴⁸ Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 40.

¹⁴⁹ Vgl. Zopa, Principle 4.5.

¹⁵⁰ Die Auxmoney GmbH empfiehlt, mindestens 5.000 Euro auf 200 Projekte zu streuen, vgl. www.auxmoney.com/faq/anleger (letzter Abruf: 6.4.2021). Die Zopa Ltd. empfahl ausdrücklich den Weg der Diversifikation durch das Aufteilen der investierten Summe in Mikrodarlehen für viele Kreditnehmer.

¹⁵¹ Vgl. auch Quarch, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 117f.

¹⁵² Moeninghoff/Wieandt ZfbF 2013, 466 (480).

nen über die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer aufbereiten und den Investoren in vereinfachter Form (zum Beispiel durch ein Rating) zugänglich machen.¹⁵³ Dadurch werden Informationsasymmetrien abgebaut, die bei einem direkten Kontakt zwischen Investoren und Kreditnehmern vorhanden sind. Zeitgleich führt dies zu einem Abbau von Anreizproblemen, da Investoren womöglich erst durch diese Informationen dazu bewegt werden, am Crowdlending-Prozess teilzunehmen. Letztlich stellen bei Crowdlending-Geschäftsmodellen die Plattformbetreiber als Gatekeeper einen Marktplatz für Darlehen zur Verfügung, über die Investoren und Kreditnehmer die Bereitschaft zum Abschluss eines Darlehensvertrages signalisieren können. Ohne diese Plattform ist davon auszugehen, dass diese Verträge mangels Kenntnis des gegenseitigen Interesses nicht zustande kommen würden.

III. Zwischenergebnis

Der Vergleich zwischen der Kreditvergabe durch Einlagenkreditinstitute und einer solchen über Crowdlending-Plattformen zeigt im Ergebnis, dass es bei letzterem zu einer Disintermediation im Bereich der Kreditvergabe kommt, da bestimmte Funktionen des Finanzsystems dadurch nicht mehr von Finanzintermediären wahrgenommen werden müssen. Eine Fristen- und Risikotransformation durch Intermediäre fällt hier vollständig weg.¹⁵⁴ Die Losgrößen-transformation wird allenfalls von den Plattformbetreibergesellschaften wahrgenommen;¹⁵⁵ diese agieren dabei jedoch außerhalb der unmittelbar zwischen Investoren und Kreditnehmern bestehenden Vertragsbeziehungen und damit allenfalls als Finanzintermediäre im weiteren Sinne. Dies gilt ebenso für die Informationsfunktion, die von den Plattformbetreibergesellschaften im Gegensatz zur direkten Intermediation durch Kreditinstitute erbracht wird.

Die beim unechten Crowdlending zwischengeschalteten Kooperationsbanken sind nur als Dienstleister bei der Transaktionsabwicklung und Kontoführung tätig, übernehmen aber keine weiteren ökonomischen Funktionen.¹⁵⁶ Sie sind insofern nicht mehr die Erfüllungsgehilfen des Finanzsystems, sondern verkommen gewissermaßen – um insoweit im Terminus zu bleiben – zu bloßen „Verrichtungsgehilfen“, indem sie auf Weisung der Crowdlending-Plattformen Darlehensverträge abschließen und die hieraus resultierenden Forderungen ab-

¹⁵³ In diesem Sinne auch *Renner ZBB 2014, 261 (271)*; speziell für Prosper *Berger/Skiera Kredit und Kapital 2012, 289 (294)*; diese Funktion als Teil der Risikotransformation einordnend *Weiß/Meine DBW 2011, 83 (86)*.

¹⁵⁴ Vgl. für die Risikotransformation *Renner ZBB 2014, 261 (271)*; *Weiß/Meine DBW 2011, 83 (85)*.

¹⁵⁵ *Renner ZBB 2014, 261 (271)*; *Weiß/Meine DBW 2011, 83 (84)*.

¹⁵⁶ *Berger/Skiera Kredit und Kapital 2012, 289 (294)*.

treten. Diese Feststellung wirft die Folgefrage auf, ob diese intermediationstheoretisch vergleichbaren Sachverhalte rechtlich möglicherweise ungleich behandelt werden. Um dies festzustellen, wird nun der für Crowdfunding-Geschäftsmodelle geltende Rechtsrahmen untersucht.

C. Crowdfunding im Bankaufsichtsrecht

Das Crowdfunding kann – wenn es dem Grundprinzip entsprechend durchgeführt wird – im Bereich der Kreditvergabe ein „Banking Without Banks“ ermöglichen, weil es im Vergleich zu einer Kreditvergabe durch Einlagenkreditinstitute zu einer Disintermediation kommen kann. Das unechte Crowdfunding führt trotz der Kooperation mit Geschäftsbanken ebenfalls zu einer solchen Disintermediation. Diese Kooperationen erscheinen daher aus wirtschaftlichen Gründen auf den ersten Blick nur wenig sinnvoll, so dass die dahinterliegenden Gründe in anderen Bereichen zu suchen sind. In Betracht kommen insofern insbesondere rechtliche Vorgaben, genauer gesagt solche zu Erlaubnispflichten des Bankaufsichtsrechts nach der ECSP-VO und dem KWG (I.) oder dem ZAG (II).¹⁵⁷ Daneben können für Crowdfunding-Geschäftsmodelle aus dem erweiterten Bereich der Finanzaufsicht kapitalmarktrechtliche Prospektspflichten relevant werden (III.). Ziel der nachfolgenden Analyse der anwendbaren aufsichtsrechtlichen Regelungen ist die Beantwortung der Frage, ob diese eine risikoorientierte und gleichzeitig innovationsoffene Regulierung von Crowdfunding-Geschäftsmodellen ermöglichen. Zu berücksichtigen ist dabei deren in wesentlichen Punkten nachgewiesene funktionale Vergleichbarkeit, die zumindest unter den Crowdfunding-Geschäftsmodellen zu einer vergleichbaren bankaufsichtsrechtlichen Regulierung führen müsste.

I. Erlaubnispflichten nach der ECSP-VO und dem KWG

Durch den Erlass der ECSP-VO hat der europäische Gesetzgeber eine spezielle Regulierung für Crowdfunding-Geschäftsmodelle geschaffen, die der nationalen Regulierung wegen Art. 288 Abs. 2 S. 2 AEUV vorgeht.¹⁵⁸ Fällt das jeweilige Geschäftsmodell in den Anwendungsbereich der Verordnung, kommt es damit auf Erlaubnispflichten des nationalen KWG nicht mehr an. Allerdings ist der

¹⁵⁷ Vgl. zu rechtlichen Fragen des Crowdlendings in der Europäischen Union allgemein *Busch/Mak* EuCML 2016, 181; in Dänemark *Jørgensen* EuCML 2016, 185; in den Niederlanden *Williams* EuCML 2016, 188; in Österreich *Raschauer/Müller* EuCML 2016, 222; in Polen *Rupa* EuCML 2016, 226; zu den Gründen für die Nichtexistenz von Crowdfunding-Angeboten in Belgien *Colaert* EuCML 2016, 182.

¹⁵⁸ Vgl. oben, § 2 C.

Anwendungsbereich der Verordnung sowohl in sachlicher als auch in persönlicher Hinsicht beschränkt, sodass außerhalb deren Geltungsbereichs auch den nationalen Vorschriften weiterhin Bedeutung zukommt. Gemäß dem präventiven Erlaubnisvorbehalt aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG müssen Unternehmen für Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen, die sie gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der die Einrichtung eines gewerbsmäßigen Geschäftsbetriebs erfordert, betreiben wollen, über eine Erlaubnis verfügen.¹⁵⁹ Das Erbringen solcher Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen kommt im Rahmen des Crowdlendings durch Investoren, Kreditnehmer und Plattformbetreibergesellschaften in Betracht.¹⁶⁰ An dieser Einteilung orientiert sich nun die folgende Analyse.

1. Kreditgeschäft der Investoren gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG

Wirtschaftliches Ziel aller Formen des Crowdlendings ist letztlich, einem Investor als Gegenleistung für die Bereitstellung der Darlehensvaluta den Zugriff auf die Rück- und Zinszahlungen des Darlehensnehmers im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB zu verschaffen. Ihre wirtschaftliche Stellung ist damit letztlich nicht nur im Rahmen des echten Crowdlendings, sondern auch im Abtretungs- oder Anleihemodell mit der eines originären Kreditgebers vergleichbar. Ohne die Zwischenschaltung der Kooperationsbank müssen die Investoren hierzu selbst Partei eines Darlehensvertrages werden, um Rückzahlungs- und Zinszahlungsansprüche zu erwerben. Es drängt sich daher die Frage auf, ob die einzelnen Investoren aufgrund dieser wirtschaftlichen Stellung jeweils einer Erlaubnis für das Betreiben eines Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG bedürfen. Dagegen könnte sprechen, dass die Investoren im Rahmen des Crowdlendings grundsätzlich eigenes Kapital einsetzen und nicht – wie bei Kreditinstituten üblich – fremde Einlagen weiterreichen. Zu überlegen ist somit zunächst, ob der Tatbestand des Kreditgeschäfts entsprechend teleologisch reduziert werden kann. Ist dies nicht der Fall, wird für die vorgestellten Geschäftsmodelle separat zu prüfen sein, ob die Tätigkeit des Investors den gesetzlichen Tatbestand des Kreditgeschäfts überhaupt erfüllt. Der Frage, ob Investoren dieses auch in einem erlaubnispflichtigen Umfang betreiben, kann dann aufgrund deren vergleichbarer wirtschaftlicher Motivation für alle Geschäftsmodelle zusammen nachgegangen werden.

a) Keine Erlaubnispflicht wegen Art. 1 Abs. 3 lit. b) ECSP-VO

Im Anwendungsbereich der ECSP-VO sieht die Verordnung in Art. 1 Abs. 3 lit. b) vor, dass die Mitgliedsstaaten sicherstellen müssen, dass für Anleger, die den vom Schwarmfinanzierungsdienstleister vermittelten Projektträgern Kre-

¹⁵⁹ Vgl. zum präventiven Erlaubnisvorbehalt allgemein oben, § 2 C. II. 2. a).

¹⁶⁰ Vgl. dazu schon überblicksweise *Nietsch/Eberle ZVglRWiss* 116 (2017), 205 (214 ff.).

dite gewähren, keine individuelle Zulassung als Kreditinstitut vorliegen muss und diese auch sonst nicht über eine Zulassung, Ausnahme oder Befreiung verfügen müssen. Damit würde sich die Frage, ob Anleger den KWG-Tatbestand. Diese Vorgabe wurde im deutschen Recht zum 10.11.2021 in §2 Abs.1 Nr.8 KWG umgesetzt. des Kreditgeschäfts in einem erlaubnispflichtigen Umfang betreiben, schon aus diesem Grund nicht mehr stellen. Allerdings ist zu beachten, dass der Anwendungsbereich der Verordnung sowohl in persönlicher als auch in sachlicher Hinsicht substantielle Einschränkungen erfahren hat, die es im Rahmen der vorgestellten Crowdfunding-Modelle zu beachten gibt.

aa) Persönlicher Anwendungsbereich

Eine wichtige Beschränkung des Anwendungsbereichs der ECSP-VO in persönlicher Hinsicht findet sich in Art. 1 Abs. 2 lit. a) der Verordnung. Danach gilt die Verordnung nicht für Schwarmfinanzierungsdienstleistungen für Projektträger, die als Verbraucher im Sinne des Art. 3 lit. a) der Verbraucherkreditrichtlinie¹⁶¹ anzusehen sind.¹⁶² Projektträger ist gem. Art. 3 Abs. 1 lit. h) ECSP-VO jede natürliche oder juristische Person, die eine Finanzierung über eine Schwarmfinanzierungsplattform anstrebt. Soweit sich die vorgestellten Crowdfunding-Modelle überblicken lassen, ist lediglich beim durch LendingCrowd betriebenen echten Crowdfunding sowie im Rangrücktrittsmodell der Exporo AG der Kreis möglicher Kapitalnehmer und damit Projektträger im Sinne der Verordnung auf Unternehmer im Sinne des § 14 BGB beschränkt. Weder in den Geschäfts- und Teilnahmebedingungen des Abtretungs- und Anleihemodells noch des echten Crowdlendings von Zopa lässt beziehungsweise ließ sich eine derartige Beschränkung finden. Damit ist die ECSP-VO für diese Ausgestaltungen des Crowdlendings von vornherein nicht anwendbar. Es bleibt insoweit bei den mitgliedstaatlichen Vorgaben des KWG.

bb) Sachlicher Anwendungsbereich

Aus dem sachlichen Anwendungsbereich sind zunächst Schwarmfinanzierungsangebote mit einem Gegenwert von mehr als 5 Millionen Euro ausgenommen; für diese gilt stattdessen das MiFID II-Regime.¹⁶³ Ferner ist aufgrund der in der ECSP-VO enthaltenen Definition des Kredits zu klären, ob dadurch sämtliche Crowdfunding-Modelle erfasst werden. Als Kredit im Sinne der ECSP-VO gilt gemäß deren Art. 2 Abs. 1 lit. b) eine Vereinbarung, in deren Rahmen

¹⁶¹ Richtlinie 2008/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. April 2008 über Verbraucherkreditverträge und zur Aufhebung der Richtlinie 87/102/EWG des Rates. Verbraucher ist danach eine natürliche Person, die bei den von der Richtlinie erfassten Geschäften zu einem Zweck handelt, der nicht ihrer beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit zugerechnet werden kann.

¹⁶² Hierzu kritisch *Möslein/Rennig*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 21 Rn. 29.

¹⁶³ *Rusch* ZBB 2020, 217 (222f.); *Möslein/Rennig*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 21 Rn. 26.

ein Anleger einem Projektträger für einen vereinbarten Zeitraum einen vereinbarten Kreditbetrag zur Verfügung stellt und der Projektträger die unbedingte Verpflichtung übernimmt, diesen Betrag zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen gemäß dem Ratenzahlungsplan an den Anleger zurückzuzahlen.

(1) Rangrücktrittsmodell

Bei den im Rangrücktrittsmodell zum Einsatz kommenden qualifizierten Nachrangdarlehen vereinbaren Gläubiger und Schuldner, dass Zins- und Tilgungsforderungen nach Eintritt drohender Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit gegenüber anderen Forderungen nachrangig zu bedienen sind.¹⁶⁴ Die Rückzahlung beziehungsweise Bedienung des Darlehens im Insolvenzfall steht damit unter der Bedingung, dass keine anderen Verbindlichkeiten vorrangig zu bedienen sind; es handelt sich so gerade nicht um eine *unbedingte* Verpflichtung zur Rückzahlung. Dieses Ergebnis fügt sich in das allgemeine Verständnis des Kreditbegriffs ein, da nach allgemeiner Meinung die Annahme von Geldern im Rahmen eines qualifizierten Nachrangdarlehens nicht als Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG gilt, da es an der unbedingten Rückzahlbarkeit fehlt.¹⁶⁵ Dies entspricht dem europäischen Verständnis des Einlagengeschäfts,¹⁶⁶ sodass die Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs das Vorliegen eines Kredits im bankaufsichtsrechtlichen Sinne auf der anderen Seite des Vertrages spiegelbildlich ausschließt. Ferner hatte die EU-Kommission aufgrund einer ihr vorliegenden Marktstudie Kenntnis davon, dass das Rangrücktrittsmodell am Markt aktiv betrieben wird und hat dennoch am Merkmal der unbedingten Verpflichtung zur Rückzahlung festgehalten. Damit sind qualifizierte Nachrangdarlehen durch den Kreditbegriff der ECSP-VO nicht erfasst,¹⁶⁷ womit letztlich auch das Rangrücktrittsmodell – unabhängig von der Eigenschaft der Projektträger als Unternehmer – nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung fällt.

(2) Abtretungsmodell

Ferner stellt sich die Frage, ob der Anwendungsbereich der ECSP-VO vor dem Hintergrund des genannten Kreditbegriffs für das Abtretungsmodell eröffnet

¹⁶⁴ Möslein/Rennig, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 21 Rn. 27.

¹⁶⁵ Vgl. BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 5., Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 46; Rusch ZBB 2020, 217 (220). Vgl. zum Einlagengeschäft im Rangrücktrittsmodell auch noch unten, § 4 C. I. 2. b)

¹⁶⁶ Hierzu ausführlich Rusch ZBB 2020, 217 (221) unter Verweis auf eine Studie der EBA, Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States, 27.11.2014, Rz. 20, abrufbar unter: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/6bbabcef-ac51-48b8-a4fb-45dfd483e486/2014%2011%2027%20-%20EBA%20Report%20-%20Credit%20institutions.pdf?retry=1> (letzter Abruf: 6.4.2021).

¹⁶⁷ Rusch ZBB 2020, 217 (221); Casper, in: FS Schmidt, 197 (200); ders., in: FS Seibert, 181 (187); Renner, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 23 Rn. 71; Möslein/Rennig, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 21 Rn. 27.

sein kann. Dort vergeben rechtlich betrachtet Geschäftsbanken mit einer bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnis – sog. *fronting banks* – die über die Plattform vermittelten Darlehen. Es sei jedoch daran erinnert, dass sich die Frage des sachlichen Anwendungsbereichs nur dann stellt, wenn der persönliche Anwendungsbereich eröffnet ist, mithin Unternehmer auf Projektträgerseite stehen. Dies ist bei Auxmoney wie bereits dargestellt jedoch nicht der Fall. Die folgenden Ausführungen betreffen damit eine theoretisch denkbare, in dieser Arbeit jedoch nicht konkret behandelte Plattform, die im Wege des Abtretungsmodells durch die Zwischenschaltung einer *fronting bank* Darlehen an Unternehmer als Projektträger vermittelt.

Eine Subsumtion des Abtretungsmodells unter den Kreditbegriff der ECSP-VO scheidet jedenfalls nicht an dessen in dieser Hinsicht offenen Wortlaut: Erforderlich ist allein, dass der Anleger dem Projektträger einen Geldbetrag zur Verfügung stellt; auf eine direkte vertragliche oder tatsächliche Beziehung zwischen Investoren und Kapitalnehmern kommt es dagegen gerade nicht an.¹⁶⁸ Dadurch lassen sich bei der Auslegung des Kreditbegriffs – anders als bei den schon durch den Wortlaut nicht erfassten Nachrangdarlehen – teleologische Überlegungen heranziehen. Hierfür wird auf die Auslegungsmethode des *effet utile* („nützliche“ Wirkung) für eine Unionsnorm abgestellt, nach der solche vor dem Hintergrund der in der Vorschrift getroffenen Grundentscheidung so auszulegen sind, dass sie ihre volle Wirkung entfalten können.¹⁶⁹ Wie bereits oben dargestellt zielt die ECSP-VO darauf ab, einen einheitlichen europäischen Rechtsrahmen für Crowdfunding-Geschäftsmodelle zu schaffen, um grenzüberschreitende Dienstleistungen im Binnenmarkt zu erleichtern.¹⁷⁰ Vor diesem Hintergrund erscheint es nicht nachvollziehbar, die Zwischenschaltung einer Geschäftsbank genügen zu lassen, den Anwendungsbereich der ECSP-VO als nicht eröffnet anzusehen.¹⁷¹ Damit wäre ein Crowdfunding-Modell, beim dem auf Projektträgerseite Unternehmer stehen, von der ECSP-VO erfasst.

(3) Anleihemodell

Im Rahmen des Anleihemodells kommt es weder zwischen den Investoren und den Darlehensnehmern zu einem direkten Kontakt noch besteht – im Gegensatz zum Abtretungsmodell – ein mittelbarer Kontakt durch die Abtretung der Darlehensforderungen an die Investoren. Notwendig ist jedoch gerade die „Vermittlung“ von Krediten. Analog zur Finanzdienstleistung der Anlagevermitt-

¹⁶⁸ *Rusch* ZBB 2020, 217 (222); *Möslein/Rennig*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 21 Rn. 28.

¹⁶⁹ Vgl. statt vieler *Gaitanides*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje (Hrsg.), *Europäisches Unionsrecht*, Art. 19 EUV Rn. 45.

¹⁷⁰ Vgl. zur Zielsetzung der ECSP-VO auch schon oben, § 2 B. I.

¹⁷¹ *Rusch* ZBB 2020, 217 (222); *Möslein/Rennig*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 21 Rn. 28.

lung im KWG besteht die Tätigkeit in jeder auf den Abschluss eines Geschäfts abzielenden Tätigkeit, wobei insbesondere die Botentätigkeit des Vermittlers erfasst ist.¹⁷² Da es wie dargestellt zu keinem Kontakt zwischen Investoren und Darlehensnehmern kommt, scheidet eine derartige Vermittlung nach diesem Begriffsverständnis aus. Es ist jedenfalls nicht unmittelbar erkennbar und auch sonst nicht erforderlich, für die Zwecke der ECSP-VO von einem anderen Vermittlungsbegriff auszugehen, sodass das Anleihemodell jedenfalls durch Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO nicht erfasst ist.

Schwarmfinanzierungsdienstleistung ist daneben gem. Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) ECSP-VO aber zusätzlich die Platzierung – ohne feste Übernahmeverpflichtung [...] – von übertragbaren Wertpapieren und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten, die von Projektträgern oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben wurden, sowie die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen [...] in Bezug auf diese übertragbaren Wertpapiere und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumente. Übertragbare Wertpapiere sind gem. Art. 2 Abs. 1 lit. m) ECSP-VO solche im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II. Um solche handelt es sich bei den *borrower payment dependent notes* entgegen des ersten Anscheins allerdings nicht.¹⁷³ Es handelt sich hierbei auch nicht um für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. n) ECSP-VO, da hiervon schon nach dem Wortlaut der Begriffsbestimmung von vornherein nur Anteile einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung umfasst werden. Diese Tatbestandsvariante ist damit offensichtlich auf Crowd-investing-Geschäftsmodelle zugeschnitten.

cc) Analoge Anwendung des Art. 1 Abs. 3 lit. b) ECSP-VO?

Für die Crowdlending-Modelle, die nicht durch den Anwendungsbereich der ECSP-VO erfasst sind, ließe sich schließlich noch überlegen, ob Art. 1 Abs. 3 lit. b) ECSP-VO in Analogie auf diese angewendet werden kann oder ob sich aus der Norm gar ein allgemeines sekundärrechtliches Rechtsprinzip ableiten lässt, das auf das Crowdlending insgesamt angewendet werden muss. Rechtsfolge einer Analogie wäre die Übertragung der Regel auf den unregulierten Fall,¹⁷⁴ hier also das Nichtbestehen einer Erlaubnispflicht für Kreditnehmer. Schon das Bestehen einer ausfüllungsbedürftigen planwidrigen Regelungslücke dürfte hier jedoch nur schwer zu begründen sein, hat der europäische Gesetzgeber doch den Anwendungsbereich ganz bewusst auf Unternehmen auf Projektträgerseite beschränkt.¹⁷⁵ Auch in sachlicher Hinsicht wurde der Kreditbegriff trotz des Vorliegens einer entsprechenden Marktstudie nicht auf Nachrangdarlehen er-

¹⁷² Schwennicke, in: ders./Auerbach, KWG, § 1 Rn. 83.

¹⁷³ Vgl. dazu im Rahmen der Prospektpflicht noch unten, § 4 C. III. 1. a) cc).

¹⁷⁴ Krebs/Jung, in: Jung/Krebs/Stiegler, Gesellschaftsrecht in Europa, § 2 Rn. 169.

¹⁷⁵ Vgl. schon Erwägungsgrund 8 der ECSP-VO, nach dem Verbraucher ausdrücklich nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung fallen sollen.

weitert.¹⁷⁶ Die dargestellten Einschränkungen des Anwendungsbereichs wurden damit bewusst hingenommen. Nach ständiger Rechtsprechung des EuGH verlangt allerdings der Grundsatz der Gleichbehandlung, dass vergleichbare Sachverhalte nicht unterschiedlich und unterschiedliche Sachverhalte nicht gleich behandelt werden, sofern eine solche Behandlung nicht objektiv gerechtfertigt ist.¹⁷⁷ Insofern wird allerdings auch hier schwerlich zu begründen sein, das eine Anwendung der ECSP-VO auf Verbraucher gegen den *expressis verbis* zum Ausdruck gekommenen Willen des Ordnungsgebers durchgesetzt werden kann.

Stattdessen könnte man sich noch fragen, ob sich aus der dem Sekundärrecht zuzuordnenden ECSP-VO ein allgemeines Prinzip ableiten lässt, das auf den konkreten Fall angewendet wird.¹⁷⁸ Dagegen sprechen hier allerdings schon die zuvor gegen eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung hervorgebrachten Gründe. Dazu kommt, dass es sich bei der Ableitung eines Rechtsprinzips aus dem Sekundärrecht zwar um ein vorstellbares, in seiner Existenz und seinen Voraussetzungen jedoch keineswegs gesichertes Verfahren handelt.¹⁷⁹ Die Identifizierung und Annahme eines sekundärrechtlichen Prinzips stünde damit allenfalls auf wackeligen Beinen. Letztlich ist damit die ECSP-VO – wie vom Gesetzestext vorgesehen – nicht anzuwenden, wenn auf Projektträgerseite Verbraucher stehen.

dd) Zwischenergebnis

Damit ist bezüglich des Anwendungsbereichs der ECSP-VO ein ebenso überraschendes wie befremdlich wirkendes Ergebnis zu formulieren: Die Verordnung ist nur auf das Geschäftsmodell der Plattform LendingCrowd und damit lediglich auf eines der hier dargestellten Crowdfunding-Geschäftsmodelle anwendbar. Sowohl für das Abtretungs-, das Anleihenmodell als auch das durch Zopa Ltd. in der Vergangenheit angebotene echte Crowdfunding ist der Anwendungsbereich schon in persönlicher Hinsicht nicht eröffnet, da hier auf Projektträgerseite jeweils (auch) Verbraucher stehen. In sachlicher Hinsicht wären diese Crowdfunding-Modelle jedoch jeweils erfasst. Anders ist dies beim Rangrücktrittsmodell: Der persönliche Anwendungsbereich ist zumindest für das Geschäftsmodell der Exporo AG eröffnet; die Vereinbarung eines qualifizierten

¹⁷⁶ Siehe schon oben, § 4 C. I. 1. a) bb) (1).

¹⁷⁷ EuGH, Rs. C-210/03 (Swedish Match), ECLI:EU:C:2004:802 = BeckRS 2004, 78264, Rz. 70; Rs. C-344/04 (IATA und ELFAA), ECLI:EU:C:2006:10 = NJW 2006, 351 (358); Rs. C-402/07, C-432/07 (Sturgeon), ECLI:EU:C:2009:716 = NJW 2010, 43 (45). Dieser Grundsatz erinnert unweigerlich an das verfassungsrechtliche Gleichbehandlungsgebot aus Art. 3 Abs. 1 GG, vgl. auch *Krebs/Jung*, in: Jung/Krebs/Stiegler, Gesellschaftsrecht in Europa, § 2 Rn. 168.

¹⁷⁸ Vgl. hierzu *Krebs/Jung*, in: Jung/Krebs/Stiegler, Gesellschaftsrecht in Europa, § 2 Rn. 172.

¹⁷⁹ *Krebs/Jung*, in: Jung/Krebs/Stiegler, Gesellschaftsrecht in Europa, § 2 Rn. 172.

Nachrangdarlehens führt hier allerdings dazu, dass es an der für den europäischen Kreditbegriff erforderlichen Unbedingtheit der Rückzahlungsverpflichtung fehlt. Auch für die analoge Anwendung der Vorschrift oder die Ableitung eines allgemeingültigen Prinzips dürfte hier kein Raum sein.

Aus diesen Gründen greift der Art. 1 Abs. 3 lit. b) ECSP-VO für nur eines der hier analysierten Crowdlending-Geschäftsmodelle ein. Damit erledigt sich die Frage nach dem Bestehen einer Erlaubnispflicht wegen des Betriebs des Kreditgeschäfts, insbesondere nach dem KWG, für die anderen Geschäftsmodelle gerade nicht.

b) Teleologische Reduktion bei Kreditgeschäft ohne Einlagengeschäft

Die Investoren finanzieren Kreditprojekte im Rahmen der Crowdlending-Plattformen grundsätzlich mit eigenem Kapital.¹⁸⁰ Damit unterscheiden sie sich wesentlich von einem Einlagen- oder CRR-Kreditinstitut, das bei einer Kreditvergabe gerade von Dritten eingelegtes Kapital an die Kreditnehmer weiterreicht. Im Rahmen des Crowdlendings ist das Risiko eines Verlusts somit von vornherein – auch ohne Einlagensicherungssysteme – auf die Sphäre der einzelnen Investoren beschränkt. Gedacht werden könnte daher an eine teleologische Reduktion des Tatbestands des Kreditgeschäfts, so dass dieser nur in Kombination mit dem Einlagengeschäft oder der sonstigen Unterlegung von Krediten mit Drittmitteln erfüllt sein kann.

Dem Gesetzgeber stellte sich diese Frage bereits beim Erlass des KWG. Er hat sich durch die Regelung des Einlagen- und des Kreditgeschäfts in zwei unterschiedlichen Nummern eindeutig gegen eine derartige Verknüpfung der beiden Bankgeschäfte entschieden.¹⁸¹ Darüber hinaus schließen auch teleologische Überlegungen eine derartige Reduktion des Tatbestands aus, da die staatliche Aufsicht über das Kreditgeschäft nicht lediglich den einlegenden Gläubiger eines Kreditinstituts schützt,¹⁸² sondern ebenfalls eine Schutzwirkung zugunsten der Schuldner von Kreditinstituten entfalten soll. Einen solchen Schutz kann eine Erlaubnispflicht für das Betreiben des Kreditgeschäfts für Kreditnehmer gerade im Hinblick auf einen unerwarteten Entzug der Darlehensvaluta bewirken,¹⁸³ da im Zuge der Erlangung der Erlaubnis die Zuverlässigkeit und fach-

¹⁸⁰ Zu einer simultanen Kapitalaufnahme und -anlage über Crowdlending-Plattformen wird es – wenn überhaupt – nur selten kommen, vgl. *Weiß/Meine* DB 2011, 83 (85).

¹⁸¹ Entwurf eines Gesetzes über das Kreditwesen, BT-Drucks. 3/1114 vom 25.5.1959, S. 27; vgl. auch *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 35.

¹⁸² Dieser Eindruck kann aber entstehen, wenn der Gesetzgeber im Entwurf eines Gesetzes über das Kreditwesen, BT-Drucks. 3/1114 vom 25.5.1959, S. 20 angibt, sein Ziel bestehe darin, „die Funktionsfähigkeit des Kreditapparates zu wahren und die Gläubiger der Kreditinstitute nach Möglichkeit vor Verlusten zu schützen.“ So auch *Polke*, Crowdlending, S. 103 f.

¹⁸³ Zu unterscheiden ist zwischen dem rechtswidrigen, weil unberechtigtem Entzug von Kapital und dem zwar rechtmäßigen, wirtschaftlich aber nicht sinnvollen oder vermeidbaren Entzug von Krediten, vgl. *Polke*, Crowdlending, S. 105.

liche Eignung der verantwortlichen Personen sichergestellt werden.¹⁸⁴ Deren wirtschaftliche Expertise soll verhindern, dass Darlehenskündigungen unter Missachtung der gesetzlichen Voraussetzungen des § 490 BGB ausgesprochen werden. Daneben kann einem rechtlich zwar gedeckten Kapitalentzug dadurch vorgebeugt werden, dass der Darlehensgeber erkennt, dass sich ein Zuwarten als Alternative zu einer sofortigen Kündigung möglicherweise vorteilhaft auf die Erfüllung der Rückzahlungsansprüche auswirken könnte.¹⁸⁵ Es besteht damit aus teleologischer Sicht das Bedürfnis, das Kreditgeschäft nicht nur in Kombination mit dem Einlagengeschäft, sondern auch isoliert betrieben unter eine staatliche Aufsicht zu stellen.¹⁸⁶ Daher ist es im Ergebnis für den Betrieb des Kreditgeschäfts nicht erforderlich, dass Darlehen gewährende Unternehmen gleichzeitig das Einlagengeschäft betreiben oder dass die Kredite aus sonstigen Fremdmitteln stammen.¹⁸⁷ Eine entsprechende teleologische Reduktion des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG scheidet somit aus.

c) Tatbestandsmäßigkeit

Es ist somit zu prüfen, ob die Investoren im Rahmen der vorgestellten Crowdfunding-Geschäftsmodelle den gesetzlichen Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllen. Unter dem Kreditgeschäft versteht man gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG die Gewährung von Gelddarlehen und Akzeptkrediten. Zu unterscheiden ist zwischen den verschiedenen Ausgestaltungen des Crowdfunding-Geschäftsmodells.

aa) Abtretungsmodell

Werden im Rahmen des Abtretungsmodells für ein bestimmtes Kreditprojekt genügend Finanzierungszusagen abgegeben, wird ein damit korrespondierender Darlehensvertrag zunächst zwischen einem mit der Plattformbetreibergesellschaft kooperierenden lizenzierten Kreditinstitut und dem Kreditnehmer abgeschlossen. Der Investor kommt erst durch den rechtsgeschäftlichen Erwerb der Darlehensrückzahlungs- und Darlehenszinsansprüche von der Kooperationsbank an die angestrebte wirtschaftliche Position als Berechtigter an den Zahlungsflüssen des Darlehens.¹⁸⁸ Diese Tätigkeit könnte indes nicht nur als Kreditgeschäft, sondern daneben als Factoring im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG zu qualifizieren sein, wobei die Tatbestandsmäßigkeit des Factorings möglicherweise die gleichzeitige Qualifikation einer Tätigkeit als Kredit-

¹⁸⁴ Polke, Crowdfunding, S. 105. Vgl. zu den persönlichen und fachlichen Anforderungen an Geschäftsleiter oben, § 2 C. II. 2. a) bb) (1) (a).

¹⁸⁵ Polke, Crowdfunding, S. 106.

¹⁸⁶ Polke, Crowdfunding, S. 106; *Papier* JuS 1980, 265 (269).

¹⁸⁷ Ganz herrschende Meinung, vgl. *Schwennicke*, in: *ders./Auerbach* (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 35 m. w. N.

¹⁸⁸ Vgl. dazu oben die Geschäftsmodellbeschreibung, § 4 A. III. 1. c) aa).

geschäft ausschließen könnte.¹⁸⁹ Erst danach kann überprüft werden, ob der rechtsgeschäftliche Erwerb von Darlehensrückzahlungs- und Zinsansprüchen durch den Tatbestand des Kreditgeschäfts in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG erfasst ist.

(1) *Kein Factoring im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG*

Das Factoring wird in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG definiert als der laufende Ankauf von Forderungen auf der Grundlage von Rahmenverträgen mit oder ohne Rückgriff. Gegen die Erfüllung des Tatbestands durch einen Investor spricht zunächst, dass der Ankauf der Forderungen nicht auf Grund eines Rahmenvertrages erfolgt. Entgegen *Polke*, der in dem Verpflichtungsgeschäft zwischen Investor und Kooperationsbank einen Kommissionsvertrag erkennt und dadurch das Vorliegen eines Rahmenvertrags bejaht,¹⁹⁰ wird der Vertrag im Rahmen dieser Arbeit als Forderungskaufvertrag im Sinne der §§ 453, 433 BGB qualifiziert.¹⁹¹ Ein solcher Kaufvertrag zwischen der Kooperationsbank und dem In-

¹⁸⁹ So der Bericht des Finanzausschusses zu dem Entwurf eines Jahressteuergesetzes 2009, BT-Drucks. 16/11108 vom 27.11.2008, S. 55; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach, KWG, § 1 Rn. 144; *Polke*, Crowdfunding, S. 107.

¹⁹⁰ *Polke*, Crowdfunding, S. 67.

¹⁹¹ Ein Kommissionsverhältnis zeichnet sich dadurch aus, dass der Kommissionär (im Falle des Abtretungsmodells die Kooperationsbank) Partei zweier voneinander zu unterscheidenden Rechtsverhältnissen ist: Einerseits dem Kommissionsvertrag, das heißt dem Vertragsverhältnis zu seinem Auftraggeber als Kommittenten (beim Abtretungsmodell der Investor), andererseits dem Ausführungsgeschäft, in dessen Rahmen er durch die Ausführung des im Kommissionsvertrag vorgesehenen Geschäfts (Abschluss des Darlehensvertrags) mit einem Dritten (Darlehensnehmer) seine Pflicht gegenüber dem Kommittenten erfüllt (vgl. zur Grundstruktur des Kommissionsgeschäfts *Füller*, in: EBS-HGB, § 383 Rn. 2; *Jung*, Handelsrecht, § 39 Rn. 1 f.). Im Rahmen des Abtretungsmodells tritt für die Abgrenzung zum Kaufvertrag erschwerend hinzu, dass die Kooperationsbank zusätzlich der Plattformbetriebersgesellschaft verpflichtet ist (*Polke*, Crowdfunding, S. 65). Indizien für ein solches Kommissionsverhältnis sind unter anderem die Vereinbarung einer Provision anstatt einer Festpreisabrede (RGZ 110, 119 (121); BGH, BGHZ 8, 222 (226); OLG Karlsruhe, BB 1971, 1123; OLG Frankfurt, WM 2009, 1032 (1033); *Lenz*, in: Röhrich/von Westphalen (Hrsg.), HGB, § 383 Rn. 22; *Baer*, in: BeckOK-HGB (Stand: 15.1.2021), § 383 Rn. 15; *Häuser*, in: MüKoHGB, § 383 Rn. 50 f.) sowie die Vereinbarung eines Weisungsrechts im Verhältnis vom Kommittenten zum Kommissionär (BGH, WM 2011, 789 (802); BFH, DStR 2006, 985 (986 f.); BGH, NJW-RR 1991, 994 (995); BGH, NJW 1975, 776 (777); *Häuser*, in: MüKoHGB, § 383 Rn. 52). Im Rahmen des zwischen Kooperationsbank und Investor geschlossenen Vertrages ist nach § 3 des im Internet zugänglichen Mustervertrags seitens des Investors ein „Kaufpreis“ und eben keine Provision zu zahlen. Die Bezeichnung durch die Parteien hat jedoch allenfalls Indizwirkung für eine Abgrenzung. Der zu zahlende Betrag steht allerdings – typisch für einen Kaufpreis – schon vor Abschluss des Vertrages fest, da er sich in der Höhe am Anteil des durch den Investor finanzierten Kreditprojekts orientiert. Laut *Polke* schadet dies der Einordnung als Kommissionsvertrag jedoch nicht, da die aus einem Kommissionsgeschäft mit Festpreisabrede entstehende Gefahr, dass der Kommissionär angesichts des feststehenden Preises eine eigene Gewinnmaximierung betreibt, beim Crowdfunding ausgeschlossen sei. Dort ständen sämtliche Konditionen des Ausführungsgeschäfts bei Abschluss des Kommissionsvertrags bereits fest (*Polke*, Crowdfunding, S. 66 f.). Es fehlt allerdings jedenfalls an dem für das Kom-

vestor bezieht sich nur auf den quotalen Anteil an Darlehensrückzahlungs- und Darlehenszinsansprüchen aus einem bestimmten Kreditprojekt. Einen Bezug zu potentiellen Beteiligungen an anderen Kreditprojekten weist dieser Vertrag dagegen nicht auf, so dass dieser nicht Rahmenvertrag im Sinne des Factorings sein kann. Darüber hinaus können die Parteien bei echten Forderungskaufverträgen (das heißt mit Übernahme des Delkredererisikos durch den Ankäufer¹⁹²) die Qualifikation als Factoring ausschließen, indem sie eine über den Forderungsverkauf hinausgehende Rahmenvereinbarung ausdrücklich ausschließen.¹⁹³ Von dieser Möglichkeit machen die Parteien im Rahmen des von der Auxmoney GmbH zur Verfügung gestellten Muster-Forderungskauf- und Abtretungsvertrages Gebrauch.¹⁹⁴

Schließlich fehlt es ohnehin an der erforderlichen Finanzierungsfunktion für die Kooperationsbank als Anschlusskunden. Aus wirtschaftlicher Sicht müsste das Factoring dazu führen, dass der Bank Geldmittel zur Verfügung gestellt werden, die sie aufgrund des Abschlusses des Darlehensvertrages sonst nicht besäße.¹⁹⁵ Im Rahmen des Crowdlendings hätte die Bank den Darlehensvertrag ohne die Beteiligung am Abtretungsmodell jedoch überhaupt nicht abgeschlossen. Der angekündigte Erwerb der Forderungen führt somit erst zu deren Entstehen, so dass die Bank in keinem Moment das Risiko einer Liquiditätsverschlechterung trägt. Die Zahlung des Kaufpreises durch den Investor an die Kooperationsbank führt nicht zu einer Verbesserung der eigenen Liquidität und entfaltet damit keine Finanzierungsfunktion. An diesem Ergebnis ändert sich auch nichts, wenn die Bank von der Plattformbetreibergesellschaft für ihre Tätigkeit entlohnt wird, da dies trotz Kapitalzufluss keinen Erlös aus dem Verkauf der Forderung, sondern ausschließlich ein Entgelt für ihre Dienstleistung als „Verrichtungsgehilfe“ der Crowdfunding-Plattform darstellt.¹⁹⁶ Das Betrei-

missionsverhältnis unabdingbaren Weisungsrecht. Unter einer Weisung im Sinne des Kommissionsgeschäfts versteht man dabei ausschließlich Anordnungen nach Vertragsschluss (*Häuser*, in: MüKoHGB, § 384 Rn. 43; *Lenz*, in: Röhricht/von Westphalen (Hrsg.), HGB, § 384 Rn. 5). Eine Durchsicht des Mustervertrages ergibt, dass dem Investor keinerlei nachträglichen Weisungsbefugnisse gegenüber der Kooperationsbank eingeräumt werden. Mangels Weisungsbefugnis handelt es sich somit um einen Forderungskaufvertrag im Sinne der §§ 433, 453 BGB, so dass Kaufrecht zur Anwendung kommt. So im Ergebnis auch der Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 11.2.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 39; *Renner ZBB* 2014, 261 (262, 264): Forderungskaufvertrag unter aufschiebender Bedingung; *Will GewArch* 2015, 430 (433): einfacher Forderungskaufvertrag.

¹⁹² Das Delkredererisiko bezeichnet das Risiko hinsichtlich der Bonität des Schuldners der verkauften Forderung, vgl. *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 138.

¹⁹³ BaFin, Merkblatt Factoring, Punkt I. 2.

¹⁹⁴ Auxmoney, Muster-Vertrag über den Verkauf und die Abtretung einer zukünftigen Verbraucherdarlehensforderung, § 9 (4).

¹⁹⁵ Sog. Finanzierungs- oder Liquiditätsfunktion, vgl. *Martinek/Omlor*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 102 Rn. 2; vgl. auch *Polke*, Crowdfunding, S. 107.

¹⁹⁶ Vgl. auch *Polke*, Crowdfunding, S. 107.

ben von Factoring-Geschäften durch den Investor im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG kann somit verneint werden,¹⁹⁷ so dass die Tatbestandsmäßigkeit des Kreditgeschäfts nicht schon aus diesem Grund ausgeschlossen ist.

(2) Ansichten zur Tatbestandsmäßigkeit

Ob der rechtsgeschäftliche Erwerb von Darlehensrückzahlungs- und Zinsansprüchen im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB den Tatbestand des Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG erfüllt, ist umstritten. Dieser Streit hat seinen Ursprung in dem Problem, ob Nicht-Banken, die (insbesondere notleidende) Kreditportfolios von Kreditinstituten erwerben, dafür einer Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG für das Kreditgeschäft bedürfen.¹⁹⁸ Für solche Transaktionen sind in der bankwirtschaftlichen Praxis mehrere Gestaltungen denkbar:¹⁹⁹ Synthetische Transaktionen²⁰⁰, Unterbeteiligungen²⁰¹, Ausgliederung und Abspaltung²⁰² und der Forderungsverkauf (*true sale*). Im Rahmen des Forderungsverkaufs kann weiter differenziert werden: Der Käufer übernimmt entweder mit Zustimmung des Kreditnehmers die Stellung als Darlehenspartei (Vertragsübernahme) oder die aus dem Darlehensvertrag gegen den Darlehensnehmer entstehenden Ansprüche auf Rück- und Zinszahlung werden an den Käufer abgetreten.²⁰³ Die Analyse der von Plattformbetreiber-Gesellschaft öffentlich zur Verfügung gestellten Unterlagen zeigt, dass die seitens der Kooperationsbank im Forderungskaufvertrag nach §§ 453, 433 BGB übernommene Verpflichtung durch eine Abtretung der Darlehensrückzahlungs- und -zinsansprüche gemäß den §§ 398 ff. BGB als Verfügungsgeschäft erfüllt wird.²⁰⁴ Es stellt sich daher für das vorgestellte Geschäftsmodell konkret die

¹⁹⁷ A. A., aber ohne Begründung bei *Samm/Reschke*, in: Beck/Samm/Kokemoor, KWG, § 1 Abs. 1 Rn. 276.

¹⁹⁸ *Polke*, Crowdfunding, S. 108. Zu den wirtschaftlichen Hintergründen solcher Transaktionen vgl. *Nobbe ZIP 2008*, 97 (97f.); *Langenbucher NJW 2008*, 3169 (3169f.); *Reifner BKR 2008*, 142 (142f.).

¹⁹⁹ Zu den unterschiedlichen Transaktionstypen vgl. BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 1. a) bb) (4); *Nobbe ZIP 2008*, 97 (98f.); mit stärkerem Blick auf die mit der Transaktion verfolgten wirtschaftlichen Ziele *Reifner BKR 2008*, 142 (143f.).

²⁰⁰ Das Kreditinstitut transferiert als Sicherungsnehmerin lediglich das Kreditrisiko ausgewählter Forderungen für einen bestimmten Zeitraum durch Kreditderivate (bspw. *credit linked notes*, *credit default swaps*), vgl. dazu *Nobbe ZIP 2008*, 97 (98).

²⁰¹ Der Investor wird im Innenverhältnis in Form einer BGB-Innengesellschaft an dem Kredit und damit an dessen Risiko beteiligt, vgl. *Nobbe ZIP 2008*, 97 (98).

²⁰² Das von dem Kreditinstitut zusammengestellte Kreditportfolio wird im Wege der Ausgliederung und Abspaltung zunächst auf eine eigens dafür gegründete Gesellschaft übertragen. Diese Gesellschaft wird im Wege der (partiellen) Gesamtrechtsnachfolge Inhaberin der zum Portfolio gehörenden Darlehensforderungen. Die Anteile der neuen Gesellschaft werden dann an einen Dritten veräußert, der sich wiederum durch die Emission von *asset backed securities* am Kapitalmarkt refinanziert. Das Kreditrisiko liegt letztendlich bei den Käufern dieser *asset backed securities*. Vgl. weitergehend *Nobbe ZIP 2008*, 97 (98f.).

²⁰³ *Polke*, Crowdfunding, S. 108.

²⁰⁴ § 4 des Auxmoney-Muster-Vertrags über den Verkauf und die Abtretung einer zukünft-

Frage, ob der Investor den Tatbestand des Kreditgeschäfts möglicherweise dadurch erfüllt, dass er die Darlehensforderungen im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB in Höhe seiner Beteiligung an dem Kreditprojekt erwirbt und ihm diese von der Kooperationsbank abgetreten werden. Zur Beantwortung der Frage, ob die Abtretung von Darlehensforderungen den Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllt, haben sich unterschiedliche Ansichten herauskristallisiert.²⁰⁵

(a) Grundsätzlich Tatbestandsmäßigkeit

Die Ansicht, dass die Abtretung von Darlehensforderungen den Tatbestand des Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG erfüllt, wird im Schrifttum von einer Mindermeinung vertreten.²⁰⁶ Dieses Ergebnis wird häufig ohne Weiteres in den Raum gestellt, so dass sich lediglich vereinzelt Begründungsversuche für diese Ansicht finden. Dazu gehört zunächst die Argumentation, dass unter dem „Gewähren“ eines Gelddarlehens nicht nur die erstmalige Hingabe der Darlehensvaluta, sondern auch deren Belassen beim Darlehensnehmer zu verstehen ist.²⁰⁷ Ein solches Begriffsverständnis soll sich zunächst aus dem allgemeinen Sprachgebrauch ergeben.²⁰⁸ Darüber hinaus ergäbe es sich weiterhin aus systematischen Erwägungen, da zivilrechtliche Normen, in denen von einem Gewähren die Rede ist – namentlich die §§ 535, 1969 BGB – ein solches Begriffsverständnis untermauern würden. Insbesondere im Kontext des Mietvertrages würde das Gewähren der Gebrauchsmöglichkeit nicht allein die erstmalige Hingabe der Mietsache bedeuten, sondern auch deren Belassen beim Mieter.²⁰⁹ Darüber hinaus solle das KWG schon nach der Gesetzesbegründung vor einem unerwarteten Entzug von Krediten schützen.²¹⁰ Daher beinhalte die öffentlich-rechtliche Pflicht des Kreditinstituts nicht alleine die Akquisition eines Darlehens, sondern auch dessen anschließende Betreuung.²¹¹

tigen Verbraucherdarlehensforderung einschließlich Verwertungsvollmacht, abrufbar unter: www.auxmoney.com/contact/dokumente/lender/AnlageC.pdf (letzter Abruf: 7.4.2021).

²⁰⁵ Es sei schon hier erwähnt, dass im Rahmen dieser Arbeit nicht auf mögliche aus dem Bankgeheimnis bzw. dem BDSG entstehende Abtretungsverbote eingegangen wird, da diesbezüglich im Rahmen des Abtretungsmodells keine Probleme bestehen: Zum einen lässt sich durch eine entsprechende vertragliche Gestaltung eine Zustimmung des Kreditnehmers zur Datenweitergabe erreichen, zum anderen gilt heute als geklärt, dass Verstöße gegen das Bankgeheimnis oder das BDSG zumindest nicht zur Nichtigkeit der Abtretung als dinglichem Verfügungsgeschäfts führen; vgl. *Renner ZBB* 2014, 261 (267) m. w. N.

²⁰⁶ *Hofmann/Walter WM* 2004, 1566 (1569); *Theewen WM* 2004, 105 (112); *Nobbe WM* 2005, 1537 (1548); *ders. ZIP* 2008, 97 (99); wohl auch für eine Tatbestandsmäßigkeit *Teichmann, BKR* 2011, 324; speziell für das Abtretungsmodell *Renner ZBB* 2014, 261 (267).

²⁰⁷ *Teichmann, BKR* 2011, 324 (325 ff.).

²⁰⁸ *Teichmann BKR* 2011, 324 (325) m. w. N.

²⁰⁹ *Teichmann BKR* 2011, 324 (325 f.).

²¹⁰ *BT-Drucks. 3/1114*, S. 19; vgl. auch *Teichmann BKR* 2011, 324 (326); vgl. dazu auch oben die Ausführungen zum Zweck der staatlichen Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft, § 4 C. I. 1. a).

²¹¹ *Teichmann BKR* 2011, 324 (326).

(b) Grundsätzliche keine Tatbestandsmäßigkeit

Sowohl die BaFin als auch die unterinstanzliche Rechtsprechung und der überwiegende Teil der Literatur nehmen dagegen an, dass die Abtretung von Darlehensforderungen – wie auch die anderen oben genannten Transaktionsarten – den Tatbestand des Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG generell nicht erfüllt.²¹² Dies wird einerseits damit begründet, dass der Kreditnehmer bei der Abtretung der Darlehensforderungen nicht schutzbedürftig sei, da das Darlehen weiterhin von einem staatlich lizenzierten Kreditinstitut ausgereicht werde und dieses dem Kreditnehmer nach einer Abtretung weiterhin verpflichtet bleibe. Das Kreditinstitut sei dann nicht nur zur Erfüllung des mit dem Vertragsabschluss entstandenen Pflichtenkreis, sondern daneben zum Schadensersatz verpflichtet, falls sich der Zessionar pflichtwidrig verhalte.²¹³ Darüber hinaus wird entgegen der oben dargelegten Mindermeinung argumentiert, dass man bei dem Übergang eines bestehenden Darlehens nicht von einem „Gewähren“ sprechen könne.²¹⁴ Das genaue Begriffsverständnis variiert dann aber teilweise deutlich: Teilweise wird unter dem „Gewähren“ nur die eine Rückzahlungsverpflichtung erstmalig auslösende Hingabe der Darlehensvaluta verstanden.²¹⁵ Andere Stimmen, zu denen auch die BaFin gehört, erkennen ein „Gewähren“ nur im Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts.²¹⁶ Schließlich wird vertreten, dass ein Darlehen nur derjenige gewähre, der einen Rückzahlungsanspruch originär erwerbe.²¹⁷ Die Anwendung sämtlicher Begriffsverständnisse führt trotz dieser Differenzen in der Begründung zu dem Ergebnis, dass der Zessionar das Gelddarlehen bei der Abtretung einer Darlehensforderung nicht im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG gewährt.

²¹² BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 1. a) bb) (4); OLG Frankfurt, Urteil v. 17.6.2010 – 16 U 229/08 – BeckRS 2011, 15354, Rn. 52; OLG Frankfurt, BKR 2011, 330 (331); LG Nürnberg/Fürth, Urteil v. 25.4.2008 – 10 O 11030/06, BeckRS 2009, 00374; Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 57; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 36; Heer BKR 2012, 45 (47).

²¹³ BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 1. a) bb) (4); Samm/Reschke, in: Beck/Samm/Kokemoor, KWG, § 1 Abs. 1 Rn. 206.

²¹⁴ Dieses Argument findet sich laut Polke vor allem im Hinblick auf eine Vertragsübernahme, vgl. Polke, Crowdfunding, S. 109. Da es zumindest denkbar ist, dass auch in der Abtretung einer Darlehensforderung ein „Gewähren“ seitens des Zessionars zu erkennen ist, sollte die Stichhaltigkeit der Argumentation aber auch hinsichtlich einer Abtretung der Darlehensforderungen überprüft werden.

²¹⁵ Brogl, in: Reischauer/Kleinhaus (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 64; Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 57; Szagunn/Haug/Ergenzinger, KWG, § 1 Rn. 31; Sethe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114a Rn. 56.

²¹⁶ BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 1. a) aa); Samm/Reschke, in: Beck/Samm/Kokemoor, KWG, § 1 Rn. 205; Heer BKR 2012, 45 (47); wohl auch Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 34, der neben der Hingabe von Geld zusätzlich die Schuldumwandlung als das Gewähren eines Darlehens sieht.

²¹⁷ Heemann, in: Grieser/Heemann (Hrsg.), Bankaufsichtsrecht, 623 (628).

(c) Schutzzweckbezogene Auslegung des Tatbestands

Polke hält keinen der bisher vorgestellten Lösungsansätze für überzeugend und legt das Tatbestandmerkmal „Gewähren“ daher schutzzweckbezogen aus. Danach

„gewährt ein Gelddarlehen nicht nur, wer gegenüber dem Kreditnehmer die Verpflichtung übernimmt, ein Darlehen zu einem vereinbarten Zeitpunkt auszuzahlen oder Kapital zur Auszahlung eines Darlehens auf Wunsch des Kreditnehmers bereitzuhalten und wer den Kreditnehmer dadurch dem Risiko einer eigenen Illiquidität aussetzt, sondern auch, wer im Anschluss an die Valutierung berechtigt und befähigt ist, die Valuta wieder zu entziehen.“²¹⁸

Da jedenfalls die erste Alternative im Falle der Abtretung nicht einschlägig ist, sei daher zu überprüfen, ob es durch die Abtretung der aus dem Darlehensvertrag entstehenden Rückzahlungs- und Zinsansprüche zu einem „Auseinanderfallen der Anspruchsinhaberschaft und der Kündigungsberechtigung“²¹⁹ kommt. Der Tatbestand des Kreditgeschäfts wäre dann lediglich erfüllt, wenn dem Investor mit dem abgetretenen Anspruch auf Darlehensrückzahlung und Verzinsung auch das Darlehenskündigungsrecht übertragen würde und er dadurch zum Entzug der Valuta berechtigt und befähigt wäre. Dann könnte der Schutzzweck der Aufsicht über das (isoliert betriebene) Kreditgeschäft betroffen sein.²²⁰

Ob es zu einem solchen Auseinanderfallen von Anspruchsinhaberschaft und Kündigungsberechtigung kommt, hängt zunächst von der generellen Übertragbarkeit von Gestaltungsrechten wie dem Darlehenskündigungsrecht ab. Diesbezüglich lässt sich zwischen selbstständigen und unselbstständigen Gestaltungsrechten differenzieren.²²¹ Während selbstständige Gestaltungsrechte nach ganz herrschender Meinung frei nach §§ 413, 398 BGB übertragen werden können,²²² ist hinsichtlich unselbstständiger Gestaltungsrechte eine weitere Unterscheidung notwendig: Diese können entweder an eine Forderung (forderungsbezogene Gestaltungsrechte) oder ein Schuldverhältnis im weiteren Sinne (vertragsbezogene Gestaltungsrecht) anknüpfen.²²³ Forderungsbezogene Ge-

²¹⁸ *Polke*, Crowdfunding, S. 122. Angewendet auf eine Vertragsübernahme würde dies auf Seiten des Übernehmers zum Betreiben eines Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG führen, da nur dieser nach der Übernahme berechtigt und befähigt wäre, dem Kreditnehmer das Kapital zu entziehen.

²¹⁹ *Polke*, Crowdfunding, S. 122.

²²⁰ Vgl. zum Schutzzweck der Aufsicht über das isolierte Kreditgeschäft oben, § 4 C. I. 1. a).

²²¹ Selbstständige Gestaltungsrechte sind solche, die nicht an das Vorhandensein eines anderen Schuldverhältnisses oder an eine andere Rechtsposition des Inhabers gebunden sind (zum Beispiel Wiederkaufsrecht nach § 497 BGB), während unselbstständige Gestaltungsrechte notwendigerweise mit einem Schuldverhältnis verknüpft sind, vgl. *Polke*, Crowdfunding, S. 123.

²²² *Polke*, Crowdfunding, S. 123 m. w. N.

²²³ *Polke*, Crowdfunding, S. 123.

staltungsrechte sollen aufgrund ihrer Akzessorietät nicht frei übertragbar sein, sondern analog § 401 BGB oder § 413 BGB gemeinsam mit der Forderung auf den Zessionar übergehen.²²⁴ Vertragsbezogene Gestaltungsrechte gehen demgegenüber jedenfalls nicht *ipso iure* auf den Zessionar über; deren generelle Übertragbarkeit wird allerdings grundsätzlich nicht in Frage gestellt. Es besteht jedoch Uneinigkeit darüber, welcher Verfügungstatbestand dafür notwendig beziehungsweise hinreichend ist: Während einige Stimmen in der Vertragsübernahme die einzige Möglichkeit sehen, gehen andere Meinungen dagegen von einer freien Übertragbarkeit im Zusammenhang mit der Abtretung von Forderungen aus; eine vermittelnde Ansicht vertritt, dass die Ausübung des Gestaltungsrechts von der Mitwirkung sowohl des Zessionars als auch des Zedenten abhängt.²²⁵

Nach *Polke* sprechen die besseren Argumente unter Berücksichtigung des Art. 2 Abs. 1 GG für eine „privatautonome Übertragbarkeit von Gestaltungsrechten [...], sofern die Entscheidungsfreiheit nicht durch zwingende Rechtsätze beschränkt wird.“²²⁶ Eine solche Beschränkung bezüglich der freien Übertragbarkeit von Gestaltungsrechten erkennt *Polke* in der Akzessorietät forderungsbezogener Gestaltungsrechte.²²⁷ Daher hänge die Frage, ob der Investor im Rahmen des Crowdlendings einen Kredit im Sinne einer schutzzweckbezogenen Auslegung gewähre, davon ab, ob das Recht zur Kündigung eines Darlehensvertrages privatautonom übertragen werden muss oder von Gesetzes wegen auf den Erwerber der Darlehensforderung übergeht, sprich ob es sich dabei um ein forderungs- oder vertragsbezogenes Gestaltungsrecht handelt.²²⁸

Als Gestaltungsrechte aus einem Darlehensvertrag kommen Kündigungsrechte in Betracht. Zu diesen hat sich – ohne speziellen Bezug zum Darlehensvertrag – hinsichtlich ihrer Übertragbarkeit eine eigene Untersystematik mit einer Unterscheidung zwischen Fälligkeits- und Beendigungskündigungen gebildet. Fälligkeitskündigungen, durch deren Ausübung die Fälligkeit der in Rede stehenden Forderung herbeigeführt wird, entsprechen danach forderungsbezogenen Gestaltungsrechten im oben beschriebenen Sinn.²²⁹ Beendigungskündigungen beenden dagegen die bis dahin bestehenden Pflichten und entsprechen damit vertragsbezogenen Gestaltungsrechten.²³⁰ Zu einem Übergang *ipso iure* kommt es nur bei forderungsbezogenen Gestaltungsrechten, im Hinblick auf die Kündigung also lediglich bei Fälligkeitskündigungen. Angewendet auf das Recht zur Kündigung eines Darlehensvertrags ist dessen Ein-

²²⁴ *Polke*, Crowdlending, S. 123 m. w. N.

²²⁵ Vgl. *Polke*, Crowdlending, S. 123 f. m. w. N.

²²⁶ *Polke*, Crowdlending, S. 125; so auch *Schürnbrand* AcP 204 (2004), 177 (182 ff.).

²²⁷ *Polke*, Crowdlending, S. 126.

²²⁸ *Polke*, Crowdlending, S. 127.

²²⁹ *Polke*, Crowdlending, S. 127.

²³⁰ *Polke*, Crowdlending, S. 127.

ordnung als Fälligkeits- oder Beendigungskündigung umstritten: Während sich sowohl für die Einordnung als Fälligkeits- als auch als Beendigungskündigung Vertreter finden, geht eine dritte Ansicht sogar davon aus, dass der Kündigung eines Darlehens sowohl fällig stellende als auch beendende Wirkung zukommt.²³¹ Dieser dritten Ansicht schließt sich auch *Polke* an: Er erkennt in der Kündigung des Darlehens die beendende Wirkung „hinsichtlich der Berechtigung zum Behaltendürfen der Valuta, andererseits die fälligstellende, hinsichtlich des betagten Anspruchs auf Rückzahlung der Valuta.“²³² Daher könne für das Darlehenskündigungsrecht auf Grundlage einer Unterscheidung zwischen Fälligkeits- und Beendigungskündigung keine zwingende Einordnung als forderungs- oder vertragsbezogenes Gestaltungsrecht vorgenommen werden.²³³ Es sei somit zu überprüfen, ob das Recht zur Kündigung eines Darlehensvertrages losgelöst von der Einordnung als Fälligkeits- oder Beendigungskündigung als forderungs- oder vertragsbezogenes Gestaltungsrecht einzuordnen sei und „ob das Strukturprinzip der Akzessorietät die Möglichkeit einer privatautonomen Disposition darüber verhindert“²³⁴.

Zu einem akzessorischen Übergang des Darlehenskündigungsrechts mit der Abtretung der Darlehensforderung kommt es nach *Polke*, sofern § 401 BGB auf diese analog angewendet werden kann. Da eine Regelungslücke für den Übergang von nicht in § 401 BGB ausdrücklich geregelten Gestaltungsrechten weiterhin anerkannt ist,²³⁵ muss nur noch das Bestehen einer vergleichbaren Interessenlage überprüft werden. Eine solche besteht dann, wenn die Rechtsordnung das Auseinanderfallen von Forderung und Kündigungsrecht missbilligt. *Polke* bejaht dies und begründet dies mit einem Vergleich zu der Situation bei einem Mietvertrag. Da das Kündigungsrecht dort zur Durchsetzung des Mietzinsanspruchs weder notwendig noch hilfreich sei, wird die Akzessorietät zwischen dem Anspruch und dem Kündigungsrecht grundsätzlich verneint.²³⁶ Bei einem Darlehensvertrag und insbesondere bei der kumulativen Übertragung von Darlehenszins- und Rückzahlungsansprüchen²³⁷ sei die Situation aber eine gänzlich andere: „Das Kündigungsrecht des Darlehensgebers dient dem Schutz des wirtschaftlichen Wertes, welchen er dem Kreditnehmer überlassen hat.“²³⁸ Dies zeige vor allem ein Blick auf § 490 BGB, der dem Darlehensgeber ein Kündigungsrecht einräumt, um bei (drohenden) wirtschaftlichen Schwierigkeiten des

²³¹ Vgl. zu allen Ansichten *Polke*, *Crowdfunding*, S. 127 m. w. N.

²³² *Polke*, *Crowdfunding*, S. 128.

²³³ *Polke*, *Crowdfunding*, S. 129. Dieses Ergebnis sei darüber hinaus auf den gesamten Kontext der Rechte zur Kündigung von Gebrauchsüberlassungsverträgen zu erweitern.

²³⁴ *Polke*, *Crowdfunding*, S. 129.

²³⁵ Vgl. *Polke*, *Crowdfunding*, S. 129 m. w. N.

²³⁶ *Polke*, *Crowdfunding*, S. 129.

²³⁷ Bei einer Übertragung lediglich der Darlehenszinsansprüche sei eine Akzessorietät jedoch zu verneinen, *Polke*, *Crowdfunding*, S. 130.

²³⁸ *Polke*, *Crowdfunding*, S. 130.

Darlehensnehmers die vollständige Rückzahlung des Darlehensvaluta sicherzustellen. Zu diesem Zweck sei es notwendig, dass der Inhaber des Darlehensrückzahlungsanspruchs Inhaber sämtlicher Kündigungsrechte sei, so dass diese akzessorisch zum Anspruch auf Rückzahlung seien.²³⁹ Im Ergebnis vertritt *Polke* damit die Ansicht, dass das Recht zur Kündigung des Darlehensvertrages akzessorisch zum Rückzahlungsanspruch aus § 488 Abs. 1 BGB ist.²⁴⁰ Angewendet auf die Frage nach dem „Gewähren“ eines Gelddarlehens im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG bedeutet dieses Ergebnis, dass der Investor berechtigt und befähigt wäre, dem Kreditnehmer die Darlehensvaluta wieder zu entziehen. Damit erfüllt der abtretungsweise Erwerb von Darlehensforderungen nach Ansicht von *Polke* im Ergebnis grundsätzlich den Tatbestand des Kreditgeschäfts.²⁴¹

Zusammengefasst schließt sich *Polke* damit im Ergebnis der bisherigen Mindermeinung an, wenngleich mit anderer Begründung. Die Mehrheit der im Schrifttum gefundenen Stimmen und auch die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde sieht durch den abtretungsweisen Erwerb von Darlehensforderungen dagegen den Tatbestand des Kreditgeschäfts nicht erfüllt. Diese Ansichten sollen nun bewertet werden.

Dagegen hält *Quarch* den Tatbestand des Kreditgeschäfts unter einer an den wirtschaftlichen Gegebenheiten orientierten Auslegung gerade nicht gegeben, da dem zwischengeschalteten Kreditinstitut beim Abschluss des Kreditvertrags jedenfalls in rechtlicher Hinsicht die ausschlaggebende Rolle zukommt.²⁴² Allein die Hingabe des Kapitals, aus dem die Darlehensvaluta finanziert wird, reiche ebenfalls nicht aus. Bei Zugrundelegung eines solchen Verständnisses wäre nämlich jede Bankeinlage, die später zur Kreditvergabe verwendet wird, als erlaubnispflichtiges Kreditgeschäft zu werten; dies würde jedoch nicht dem Schutz der Stabilität der Finanzsysteme dienen, sondern diese vielmehr zum Erliegen bringen.²⁴³

(3) Stellungnahme

Der Argumentation der Mindermeinung ist insofern zuzustimmen, als dass das Belassen der Darlehensvaluta neben der bloßen Auszahlung ausgehend vom Schutzzweck der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft als Element des Tatbestands in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG durchaus sinnvoll erscheint.

²³⁹ *Polke*, Crowdfunding, S. 130. Er begründet dieses Ergebnis weiterhin mit der unterschiedlichen Eigentumslage bei Darlehens- und Mietvertrag: Der Zedent eines Darlehensrückzahlungsanspruchs nicht mehr Eigentümer des überlassenen Kapitals ist, hat er kein objektiv berechtigtes Interesse daran, über die Kündigung des Vertrages zu entscheiden. Der Vermieter, der einen Mietzinsanspruch abtritt, bleibt dagegen Eigentümer des Mietobjekts, so dass er auch nach Abtretung ein Interesse an der Beendigung des Mietverhältnisses hat.

²⁴⁰ *Polke*, Crowdfunding, S. 132.

²⁴¹ *Polke*, Crowdfunding, S. 132.

²⁴² *Quarch*, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 349.

²⁴³ *Quarch*, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 349 f.

So ist beispielsweise allgemein anerkannt, dass auch eine Schuldumwandlung sowie die bloße Prolongation eines bestehenden Darlehens den Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllt.²⁴⁴ Keine Aussage treffen deren Vertreter jedoch dazu, ob das Belassen der Darlehensvaluta für sich genommen als konstitutives Element eines Kreditgeschäfts ausreicht.²⁴⁵ Darüber hinaus stützt die Mindermeinung ihr Ergebnis mit dem Vertrauen des Publikums in die Kreditwirtschaft auf teleologische Erwägungen, die mit der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft nicht verfolgt werden.²⁴⁶ Der Gesetzgeber will damit vor allem das Vertrauen bestärken, dass Gelder sicher angelegt und termingerecht zurückgezahlt werden.²⁴⁷ Dieses Vertrauen ist aber nur dann erforderlich, wenn Gelder an Dritte weitergereicht werden sollen. Einem Darlehensnehmer kann die Zahlungsfähigkeit des Darlehensgebers bei einem isoliert betriebenen Kreditgeschäft ab dem Moment gleichgültig sein, in dem er die Darlehensvaluta erhalten hat, da er durch eigenes Verhalten in Form einer ordnungsgemäßen Ratenzahlung einen (rechtmäßigen) Kapitalentzug selbstständig verhindern kann.²⁴⁸ Die Mindermeinung kann daher in ihrer Pauschalität nicht überzeugen.

Die herrschende Meinung kann ebenfalls nicht restlos überzeugen. Zunächst schließen die oben dargestellten Begriffsverständnisse im Ergebnis zumindest teilweise aus, dass die bloße Kreditprolongation sowie die Schuldübernahme entgegen allgemeiner Ansicht vom Tatbestand des Kreditgeschäfts erfasst werden.²⁴⁹ Die zu diesem Ergebnis hinführende Argumentation weist ebenfalls Lücken auf. So kann eine Einstandspflicht des Zedenten gegenüber dem Schuldner für ein pflichtwidriges Verhalten des Zessionars nicht ohne Weiteres angenommen werden: Die Möglichkeit der weitgehend freien und nicht vom Willen des Schuldners abhängige Forderungsübertragung nach den §§ 398 ff. BGB führt dazu, dass der Schuldner sich nur noch dem Zessionar gegenüber sieht.²⁵⁰ Gegen die Übertragung der Forderung kann sich der Schuldner dann auch schon bei Vertragsschluss durch die Vereinbarung eines Verfügungsverbots wehren; tut er dies nicht, kann er den Zedenten nicht für den Gebrauch einer Befugnis verantwortlich machen, die er diesem erst erteilt hat.²⁵¹ Das Bestehen einer Einstandspflicht des Zedenten für Fehlverhalten des Zessionars ist daher höchst zweifelhaft.²⁵²

²⁴⁴ BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 1. a) aa) (4); Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 57; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 34; Szagunn/Haug/Ergenzinger, KWG, § 1 Rn. 31.

²⁴⁵ Polke, Crowdfunding, S. 112.

²⁴⁶ Teichmann BKR 2011, 324 (326).

²⁴⁷ Entwurf eines Gesetzes über das Kreditwesen, BT-Drucks. 3/1114 vom 25.5.1959, S. 19; vgl. auch Polke, Crowdfunding, S. 112 f.

²⁴⁸ Polke, Crowdfunding, S. 113.

²⁴⁹ Polke, Crowdfunding, S. 117 f.

²⁵⁰ Dörner Dynamische Relativität, S. 157; Polke, Crowdfunding, S. 114.

²⁵¹ So überzeugend Polke, Crowdfunding, S. 114.

²⁵² Für eine unberechtigte Darlehenskündigung durch den Zessionar nach wirksamer Ab-

Noch schwerer wiegt aber, dass selbst bei Bestehen einer solchen Pflicht der daraus folgende repressive Schutz die präventive Schutzwirkung einer staatlichen Aufsicht nicht zu ersetzen vermag,²⁵³ da der Schuldner einerseits gezwungen wäre, für die Erlangung von Rechtsschutz selbst aktiv zu werden (zum Beispiel durch Klageerhebung), und ihm zusätzlich das Insolvenzrisiko von Zessionar und Zedent hinsichtlich möglicher Schadensersatzansprüche aufgebürdet werden würde. Nicht zuletzt soll der Darlehensnehmer nicht alleine vor unrechtmäßigen Kündigungen, sondern daneben vor einer rechtmäßigen, aus wirtschaftlicher Sicht aber möglicherweise vorschnellen Beendigung der Kreditbeziehung geschützt werden. In diesem Fall hilft ihm eine Einstandspflicht des Zessionars mangels Pflichtverletzung nicht. Demgegenüber kann durch eine staatliche Aufsicht insbesondere über die Geschäftsleiter und verantwortliche Personen von Kreditinstituten gewährleistet werden, dass diese genügend wirtschaftliche Expertise und Weitsicht besitzen, um für problematische Darlehen sinnvolle Wege zu finden, die nicht direkt zu einem Entzug der Valuta führen.²⁵⁴ Ohne Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG wird der Zessionar aber geradezu zu einer Kündigung gezwungen: Ein Zuwarten, ob sich die Situation für den Kreditnehmer verbessert, ist dem Zessionar für gewöhnlich mangels wirtschaftlicher Expertise und Weitsicht nicht zumutbar. Die Vereinbarung einer Zwischenfinanzierung oder Stundung wird nach herrschender Meinung als Kreditgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG qualifiziert, so dass sich der Zessionar dadurch möglicherweise gem. § 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG strafbar machen würde. Daher bleibt ihm allein die Kündigung, um nicht den Verlust des Kapitals oder eine Strafbarkeit zu riskieren. Dies läuft aber dem Schutzzweck der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft geradezu entgegen, die unter anderem vor dem Entzug von Krediten schützen soll.²⁵⁵ Aus diesem Grund können Definitionen des Begriffs „Gewähren“ ohne die Berücksichtigung des Entzugs von Krediten nicht überzeugen.

Vor diesem Hintergrund erscheint die schutzzweckbezogene Auslegung von *Polke* auf den ersten Blick überzeugend, da sie neben der Begründung eines Darlehensverhältnisses auch die Möglichkeit des Entzugs der Valuta berücksichtigt. Auf den zweiten Blick führt jedoch auch dieser Definitionsversuch bei einer Anwendung auf das vorgestellte Abtretungsmodell nicht zu einer zufriedenstellenden Lösung. Offen bleibt beispielsweise das Schicksal der Gestaltungsrechte bei der bloß anteiligen Teilabtretung der Darlehensrückzahlungs- und Zinsansprüche: Gehen diese dann in doppelter Analogie des § 401 BGB

tretung von Darlehensrückzahlungsansprüchen wird eine Einstandspflicht des Zedenten ausdrücklich verneint, vgl. *Müllbert*, in: Staudinger-BGB, § 490 Rn. 229.

²⁵³ *Polke*, Crowdfunding, S. 115f.

²⁵⁴ *Polke*, Crowdfunding, S. 116. Vgl. zum Zweck staatlicher Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft schon oben, § 4 C. I. 1. b).

²⁵⁵ Vgl. dazu *Polke*, Crowdfunding, S. 120f.

anteilig auf die Zessionare über, und wenn ja, können diese die Rechte möglicherweise nur gemeinschaftlich ausüben?²⁵⁶ Oder muss man hierin ein Ausnahmefall sehen, in dem die Gestaltungsrechte entgegen der gesetzlichen Wertung beim Zedenten verbleiben? Auf diese Fragen liefert *Polke* keine Antworten, so dass seine Ansicht zumindest für das Abtretungsmodell keine eindeutige Lösung liefert, wenn an dem Kreditprojekt auf Seite der Investoren mehrere Personen beteiligt sind.

Die Frage nach der Behandlung der Teilabtretung könnte aber dahinstehen, wenn der Investor schon aus anderen Gründen kein Darlehen im Sinne der von *Polke* erarbeiteten Definition gewährt. Begründet werden könnte dies vor allem damit, dass der Muster-Darlehensforderungskauf- und Abtretungsvertrag den Übergang der Gestaltungsrechte von der Kooperationsbank auf den Investor ausdrücklich ausschließt.²⁵⁷ Nach ganz herrschender Meinung steht es den Parteien grundsätzlich zur Disposition, den unmittelbaren Übergang des akzessorischen Rechts auszuschließen;²⁵⁸ dies muss erst recht gelten, wenn § 401 BGB lediglich analog angewendet wird. Als problematisch könnte es sich jedoch darstellen, dass es sich bei dem Ausschluss des Übergangs der Gestaltungsrechte in den von der Auxmoney GmbH bereitgestellten Musterverträgen nicht um bis zu den allgemeinen Grenzen der Privatautonomie (§§ 134, 138, 242 BGB) frei verhandel- und gestaltbare Individualvereinbarungen handelt. Vielmehr ist der Ausschluss in Vertragsbedingungen geregelt, die für eine Vielzahl von Verträgen vorformuliert sind; es handelt sich somit um allgemeine Geschäftsbedingungen im Sinne des § 305 Abs. 1 S. 1 BGB. An deren Wirksamkeit sind unter Maßgabe der §§ 305 ff. BGB strengere Anforderungen zu stellen als an Individualvereinbarungen. Ob der Übergang der zum Darlehensrückzahlungsanspruch gehörenden Gestaltungsrechte durch allgemeine Geschäftsbedingungen abbedungen werden kann, bedarf daher der weiteren Klärung.

(4) Ausschluss des Übergangs forderungsbezogener Gestaltungsrechte durch Allgemeine Geschäftsbedingungen?

Die Frage, ob der gesetzliche Übergang forderungsbezogener Gestaltungsrechte analog § 401 BGB durch Allgemeine Geschäftsbedingungen ausgeschlossen werden kann, war soweit ersichtlich noch nicht Gegenstand von Rechtsprechung oder Literatur. Es ist daher auf allgemeine Grundsätze zurückzugreifen, anhand derer die Wirksamkeit von Allgemeinen Geschäftsbedingungen zu beurteilen ist.

²⁵⁶ Vgl. *Lieder*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.1.2021), § 401 Rn. 11.

²⁵⁷ Auxmoney, Muster-Vertrag über den Verkauf und die Abtretung einer zukünftigen Verbraucherdarlehensforderung, §§ 2 (2), 4 (1).

²⁵⁸ BGH, NJW 1991, 3025 (3026); *Lieder*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.1.2021), § 401 Rn. 14; *Rohe*, in: BeckOK-BGB (Stand: 1.2.2021), § 401 Rn. 1, 12; *Roth/Kieninger*, in: MüKo-BGB, § 401 Rn. 1, *Schur* JURA 2005, 361 (362f.).

Der anzuwendende Prüfungsmaßstab hängt zunächst davon ab, ob die Voraussetzungen des § 310 Abs. 1 S. 1 BGB erfüllt sind und damit die Regelungen aus §§ 305 Abs. 2, 3, 308 Nr. 1, 2 bis 8, 309 BGB nicht zur Anwendung kommen. Dies setzt voraus, dass die Allgemeinen Geschäftsbedingungen gegenüber einem Unternehmer verwendet werden. Zu prüfen wäre daher, ob der Investor gem. § 14 BGB bei Abschluss des Rechtsgeschäfts in Ausübung seiner gewerblichen oder selbstständigen beruflichen Tätigkeit handelt. Dies wurde im Rahmen des echten Crowdlending mit Hinblick auf die Einordnung des dort zwischen Investoren und Kreditnehmer geschlossenen Vertrag als Verbraucherdarlehensvertrag im Sinne der §§ 491 ff. BGB diskutiert; tendenziell wird die Unternehmereigenschaft der Investoren dort abgelehnt.²⁵⁹ Darauf kommt es an dieser Stelle allerdings nur an, wenn die Anwendung der durch § 310 Abs. 1 S. 1 BGB ausgeschlossenen Vorschriften zu einer Unwirksamkeit zu der Allgemeinen Geschäftsbedingungen führen würde. Die Anwendbarkeit von § 305 Abs. 2 BGB wird für Formularverträge wie den von Auxmoney zur Verfügung gestellten Muster-Forderungskauf- und Abtretungsvertrag ohnehin abgelehnt, da diese stattdessen nach den allgemeinen rechtsgeschäftlichen Prinzipien Vertragsbestandteil werden.²⁶⁰ § 305 Abs. 3 BGB hat auf den vorliegenden Vertrag zwischen Kooperationsbank und Investor keine erkennbaren Auswirkungen. Schließlich enthalten auch die §§ 308, 309 BGB keine Regelungen, die sich auf die Wirksamkeit eines Ausschlusses des gesetzlichen Übergangs von akzessorischen Hilfs- und Sicherungsrechten nach § 401 BGB auswirken könnten; dies gilt erst recht für die analoge Anwendung des § 401 BGB auf forderungsbezogene Gestaltungsrechte. Daher hat die Anwendbarkeit des § 310 Abs. 1 S. 1 BGB auf die Beurteilung der Klausel keine Auswirkung; die Frage, ob die Investoren zivilrechtlich als Unternehmer im Sinne des § 14 BGB tätig werden, kann an dieser Stelle offenbleiben.²⁶¹

Stattdessen muss gem. § 307 Abs. 1 S. 1 BGB geklärt werden, ob die Investoren durch den Ausschluss des Übergangs der Darlehenskündigungsrechte analog § 401 BGB entgegen den Geboten von Treu und Glauben unangemessen benachteiligt wird. Da die in Frage stehende Klausel den Übergang sämtlicher Gestaltungsrechte durch eine klare Formulierung ausschließt, kann eine unangemessene Benachteiligung jedenfalls nicht aus dem Transparenzgebot des § 307

²⁵⁹ Renner ZBB 2014, 261 (269); ders., in: Möslin/Omlor, FinTech-Hdb., § 23 Rn. 93 f.; Nietsch/Eberle ZVglRWiss 116 (2017), 205 (217).

²⁶⁰ BGH, NJW 1995, 190 (noch für die Vorgängervorschrift § 2 AGBG); Mäsch, in: Staudinger-BGB, § 305 Rn. 101; Becker, in: BeckOK-BGB (Stand: 1.2.2021), § 305 Rn. 44. Selbst nach der Gegenansicht, die eine Anwendbarkeit des § 305 Abs. 2 BGB auch auf Formularverträge bejaht, erfolgt der Hinweis auf die im Formularvertrag niedergeschriebenen Allgemeinen Geschäftsbedingungen durch die Vorlage des Vertrags; in der Unterschrift des Vertragspartners liegt das Einverständnis, unter diesen Bedingungen kontrahieren zu wollen, vgl. dazu Lehmann-Richter, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.3.2021), § 305 Rn. 255.

²⁶¹ Vgl. dazu aber noch unten, § 4 C. IV.

Abs. 1 S. 2 BGB hergeleitet werden. Eine unangemessene Benachteiligung liegt aber gem. § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB auch dann vor, wenn die in Frage stehende Bestimmung mit wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelungen, von der abgewichen wird, nicht zu vereinbaren ist. Hier stellt sich zunächst die naheliegende Frage, ob die Abbedingung einer Rechtswirkung, die ohnehin erst durch die analoge Anwendung einer gesetzlichen Norm eintritt, von wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung abweichen kann. Nach der gesetzgeberischen Intention, der ständigen Rechtsprechung sowie der vorherrschenden Ansicht in der Literatur kommt als „gesetzliche Regelung“ im Sinne der Vorschrift auch ungeschriebenes Recht in Betracht.²⁶² Dazu zählen alle ungeschriebenen Rechtssätze, die von Rechtsprechung und Rechtslehre durch Auslegung und Rechtsfortbildung, darüber hinaus aber auch durch Analogie entwickelt wurden.²⁶³ Der Übergang forderungsbezogener Gestaltungsrechte analog § 401 BGB kann daher als Prüfungsmaßstab des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB herangezogen werden.

Fraglich ist jedoch, ob eine den Übergang der Gestaltungsrechte abbedingende Klausel dem wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung widerspricht, von der hierdurch abgewichen wird. Für einen solchen Widerspruch spricht zunächst, dass die Voraussetzungen einer Analogie einschließlich einer vergleichbaren Interessenlage zum gesetzlich vorgesehenen Sachverhalt bejaht werden konnten. Weiterhin würde ein Auseinanderfallen von Ansprüchen aus dem Darlehensvertrag und Gestaltungsrechten dazu führen, dass der Investor das Schicksal seines Kapitals aus der Hand gibt und sich darauf verlassen muss, dass die Gestaltungsrechte von einem Dritten ordnungs- und rechtmäßig ausgeübt werden. Als Folgeproblem steht weiterhin die Frage im Raum, wer für einen rechtswidrigen Gebrauch des Kündigungsrechts haftet. Bei der Abwägung dürfen allerdings die Besonderheiten der Teilabtretung nicht außer Acht gelassen werden: Für den Übergang der forderungsbezogenen Gestaltungsrechte im Rahmen einer Teilabtretung wird in doppelter Analogie des § 401 BGB vertreten, dass die Gestaltungsrechte anteilig auf den oder die Zedenten übergehen.²⁶⁴ Auf Investorenmehrheit sind damit mehrere Personen beteiligt, die – sollte

²⁶² Entwurf eines Gesetzes zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB-Gesetz), BT-Drucks. 7/3919, S. 23; BGHZ 198, 250 = NJW 2013, 3716 (3717); BGHZ 194, 121 = NJW 2013, 291 (294); BGHZ 138, 118 (126) = NJW 1998, 1640 (1642); BGHZ 121, 13 = NJW 1993, 721 (722); *Eckelt*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.9.2020), § 307 (Inhaltskontrolle) Rn. 143; *Wendland*, in: Staudinger-BGB, § 307 Rn. 234; *Wurmnest*, in: MüKoBGB, § 307 Rn. 68.

²⁶³ BGH, NJW 1983, 1671 (1672); *Eckelt*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.9.2020), § 307 Rn. 143.

²⁶⁴ *Lieder*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.1.2021), § 401 Rn. 11; *Ganter*, in: FS Lwowski, 187 (191). Im Rahmen des Abtretungsmodells können private Anleger lediglich Kreditprojekte finanzieren, die dem sogenannten Teilfinanzierungspool zugeordnet wurden, Vollfinanzierungen sind professionellen Anlegern vorbehalten, vgl. Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 8 (3) a).

man einen anteiligen gesetzlichen Übergang der Gestaltungsrechte bejahen – Kündigungsrechte nur gemeinsam ausüben könnten. Eine solche Lösung hätte gleich mehrere Nachteile: Zunächst müsste eine dementsprechende einheitliche Willensbildung überhaupt möglich sein. Dafür wäre es aber notwendig, dass sich die Investoren untereinander zumindest mit Namen und Kontaktdaten kennen würden. Hieraus ergeben sich einerseits datenschutzrechtliche Bedenken, andererseits soll der Darlehensprozess im Geschäftsmodell der Auxmoney GmbH weitgehend anonym ablaufen. Will man über diese Bedenken noch hinwegsehen, muss man dennoch konstatieren, dass ein einheitlicher Entschluss zur Ausübung eines Darlehenskündigungsrechts immer unwahrscheinlicher wird, je mehr Investoren an dem Kreditprojekt beteiligt sind. Daher erscheint es bei einer Teilabtretung sogar vorteilhaft, die Gestaltungsrechte entgegen § 401 BGB in einer Hand zu belassen. Dies gilt umso mehr, als dass die privaten Investoren regelmäßig nicht die notwendigen Rechtskenntnisse besitzen, um rechtssicher mit den aus dem Darlehensvertrag resultierenden Gestaltungsrechten umzugehen. Um insofern Haftungsrisiken zu vermeiden, sollten die Gestaltungsrechte bei rechtskundigen Personen belassen werden dürfen. Dafür muss die Möglichkeit bestehen, den Übergang von Gestaltungsrechten abzubedingen. Im Ergebnis sprechen bei einer Teilabtretung die besseren Argumente gegen eine unangemessene Benachteiligung der Investoren im Sinne des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB. Die klauselmäßige Abbedingung des gesetzlichen Übergangs der Darlehenskündigungsrechte analog § 401 BGB stößt deshalb nicht auf durchgreifende rechtliche Bedenken. Damit ist der einzelne Investor im Rahmen des Crowdlendings weder berechtigt noch befähigt, die Valuta im Sinne der von *Polke* aufgestellten Begriffsbestimmung zu entziehen; das Gewähren eines Darlehens scheidet damit aus.²⁶⁵

(5) Zwischenergebnis

Den Tatbestand des Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG erfüllen die Investoren damit im Rahmen des Abtretungsmodells nur nach Ansicht einer im Schrifttum vertretenen Mindermeinung, die im abtretungsweisen Erwerb von Darlehensforderungen stets ein Kreditgeschäft des Zessionars erkennt. Dieser Ansicht stehen wie oben dargestellt allerdings erhebliche Bedenken entgegen, vor allem hinsichtlich des mit der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft verfolgten Schutzzwecks. Nach der hier vertretenen

²⁶⁵ Zu diesem Ergebnis käme man schlussendlich auch, wenn man einen anteiligen Übergang der Kündigungsrechte auf die Investoren bejahen würde, da im Außenverhältnis zum Kreditnehmer nur eine gemeinschaftliche, wenn auch anteilige Kündigung durch die Investoren zuzulassen ist, vgl. Der einzelne Investor wäre somit auch in diesem Fall weder allein berechtigt noch befähigt, die Valuta zu entziehen und würde mithin keinen Kredit gewähren. Zu diesem Ergebnis kommt schließlich auch *Polke*, Crowdlending, S. 144f. Etwas anderes kann nur dann gelten, wenn ein Investor alleine Kreditprojekte vollständig finanziert.

Ansicht erfüllen die Investoren im Abtretungsmodell den Tatbestand des Kreditgeschäfts daher nicht.

bb) Anleihemodell

Die Frage, ob der Investor im Rahmen des Anleihemodells den Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllt, ist im Vergleich zum Abtretungsmodell deutlich einfacher zu beantworten, da dort eine rechtliche Gestaltung gewählt wird, durch die der Investor durch den Erwerb der Prosper-Notes lediglich mittelbar an den mit dem Darlehen zusammenhängenden Kapitalflüssen partizipiert. Durch diese Gestaltung kommt der Investor in keinen unmittelbaren rechtlichen, sondern lediglich mittelbaren wirtschaftlichen Kontakt mit dem Darlehensvertrag, da er weder die Darlehensforderungen selbst erwirbt noch die Möglichkeit hat, aus dem Darlehensvertrag resultierende Gestaltungsrechte auszuüben. Damit erfüllen die Investoren im Rahmen des Anleihemodells den Tatbestand des Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG nicht.

cc) Rangrücktrittsmodell

Im Rangrücktrittsmodell kommen Darlehensverträge zwar unmittelbar zwischen Kapitalnehmern und Investoren zustande, wobei allerdings ein qualifizierter Nachrang vereinbart wird.²⁶⁶ Solche Nachrangdarlehen mit qualifiziertem Rangrücktritt werden vom Wortlaut des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG im Grundsatz erfasst.²⁶⁷ Insofern ist zu beachten, dass nach der Verwaltungspraxis der BaFin für Darlehen an Unternehmen eine Einstufung als Kreditgeschäft ausscheidet, wenn sie auf der Nehmerseite wegen der Vereinbarung einer qualifizierten Nachrangklausel nicht als Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG einzuordnen sind.²⁶⁸ An der Unbedingtheit der Rückzahlungsverpflichtung fehlt es danach, wenn ein Rangrücktritt für die Insolvenz oder Liquidation der Kapital aufnehmenden Partei und ein Leistungsverweigerungsrecht in Bezug auf Zins- und Rückzahlung im Sinne einer Insolvenzsperre bei andernfalls drohender Insolvenz der das Kapital aufnehmenden Partei vereinbart sind²⁶⁹ – gerade Letzteres führt zur Qualifikation einer Nachrangklausel.²⁷⁰ Ferner muss diese vertragliche Regelung zivilrechtlich wirksam in die Ausgabebedingungen

²⁶⁶ Vgl. oben, § 4 A. II.

²⁶⁷ Reschke, in: Beck/Samm/Kokemoor, KWG, § 1 Rn. 214; Klesen BKR 2021, 32 (34).

²⁶⁸ BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 1. a) cc) (4); so auch explizit für das Rangrücktrittsmodell Klesen BKR 2021, 32 (34); insgesamt ganz h. M., a. A. nur Henke WM 2010, 2157 (2163), nach dem schon ein einfacher Rangrücktritt zum Ausschluss des Einlagengeschäfts (und damit gleichermaßen des Kreditgeschäfts) führt.

²⁶⁹ Klesen BKR 2021, 32 (34); Reschke, in: Beck/Samm/Kokemoor, KWG, § 1 Rn. 125.

²⁷⁰ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2002/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.12. 2002 (Finanzkonglomeraterichtlinie-Umsetzungsgesetz), 12.8.2004, BT-Drucks. 15/3641, S. 36; vgl. zu den Anforderungen an einen qualifizierten Rangrücktritt auch Schwennicke, in: ders./Auerbach, KWG, § 1 Rn. 27 m. w. N.

einbezogen worden sein und darf bei der Platzierung gegenüber dem Anleger nicht heruntergespielt werden.²⁷¹ Ist dies – wie durch die Plattformbetreiber-gesellschaften regelmäßig sichergestellt sein wird²⁷² – der Fall, trifft den Investor im Rahmen des Rangrücktrittsmodells damit keine Erlaubnispflicht wegen des Betriebs des Kreditgeschäfts.²⁷³

Begründet wird diese Ausnahme damit, dass die Vereinbarung eines qualifizierten Rangrücktritts eine Abkehr vom bankgeschäftstypischen Darlehen hin zur unternehmerischen Beteiligung mit einer eigenkapitalähnlichen Haftungsfunktion bedeutet.²⁷⁴ Vermag diese Begründung auf den ersten Blick noch sinnvoll erscheinen,²⁷⁵ wirkt sie beim zweiten Hinsehen wertungsmäßig doch schief, wenn man sich bewusst macht, dass eine Abbedingung der bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben durch rechtsgeschäftliche Gestaltung gerade dadurch erreicht wird, dass eine Partei im Vergleich zu einem „normalen“ Darlehensvertrag ganz evident benachteiligt wird. Noch stärker werden diesen Bedenken aufgrund der Tatsache, dass diese Benachteiligung aufseiten des Kreditgebers wirkt – nur dort aber können im Geschäftsmodell der Expro AG Verbraucher stehen. Vor diesem Hintergrund verwundert die Tatsache, dass für die Ausnahme vom Tatbestand des Kreditgeschäfts für Nachrangdarlehen an die Person des Darlehensnehmers angeknüpft wird; sie gilt nur, wenn auf Kapitalnehmerseite Unternehmen stehen, während Darlehen an natürliche Personen in ihrer Eigenschaft als Verbraucher im Sinne des § 13 BGB stets den Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllen.²⁷⁶ Hier liegt es relativ nahe, dass die Ausnahme für Nachrangdarlehen auf das Verständnis des Bankaufsichtsrechts und der BaFin als zuständiger Behörde darauf zurückzuführen ist, dass das Kreditgeschäft fast ausschließlich von Unternehmen betrieben wurde. Diese Grundannahme hatte zumindest bis zum Beginn der FinTech 3.0-Phase ab dem Jahr 2008 sicherlich eine gewisse Berechtigung. Seitdem sind allerdings Entwicklungen zu beobachten, mit denen eine gewisse Demokratisierung von Finanzdienstleistungen denkbar geworden ist, die sich gerade in der Grundidee von Crowdfunding-Geschäftsmodellen wie dem Crowdlending auch in der Wirtschaftsrealität zeigt. Diese neuen Umstände erfordern aufseiten des Bankaufsichtsrechts und seiner praktischen Anwendung nunmehr eine gewisse gedankliche Flexibilität, mit der unter anderem auch „althergebrachte“ Ausnahmen von den

²⁷¹ Klesen BKR 2021, 32 (34); Reschke, in: Beck/Samm/Kokemoor, KWG, § 1 Rn. 125; Oppenheim/Bögeholz BKR 2018, 504.

²⁷² Vgl. insbesondere zur rechtssicheren Ausgestaltung durch Allgemeine Geschäftsbedingungen Klesen BKR 2021, 32 (34 ff.).

²⁷³ Vgl. zum spiegelbildlichen Ergebnis beim Einlagengeschäft noch unten, § 4 C. I. 2. b).

²⁷⁴ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 5. a) aa).

²⁷⁵ Mit dieser Begründung lässt sich das Nichtvorliegen des Tatbestands des Einlagengeschäfts für das echte Crowdlending aus teleologischen Gründen ablehnen, vgl. unten, § 4 C. I. 2. c).

²⁷⁶ Vgl. BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 1. a) cc) (4).

durch das Aufsichtsrecht erfassten Tätigkeiten neu bewertet werden müssen. Bei der für die Vereinbarung von qualifizierten Nachrangklauseln erkannten Ausnahme vom Tatbestand des Kreditgeschäfts – dies muss gleichermaßen für das Einlagengeschäft gelten – erscheint aus den genannten Gründen eine derartige Neubewertung angebracht.

Dies stellt indes kein Plädoyer dafür dar, die Investoren im Crowdfunding einer bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnispflicht zu unterwerfen – die Sinnhaftigkeit einer solchen ist vor dem Hintergrund, welche Einflussmöglichkeiten diese Personen nach der konkreten rechtlichen Ausgestaltung haben, bestenfalls zweifelhaft. Die Kritik setzt vielmehr an der durch die Verwaltungspraxis der BaFin kommunizierten Ansicht an, ohne die Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs käme beim echten Crowdfunding eine Erlaubnispflicht für die Investoren in Betracht.²⁷⁷ Vor diesem Hintergrund lässt sich eine gewisse wertungsmäßige Schiefe kaum abstreiten, zumal nach hier vertretener Ansicht im Rahmen des echten Crowdfunding aus teleologischen Gründen weder das Kredit- noch das Einlagengeschäft einschlägig ist. An dieser Bewertung ändert sich auch durch die Zusammenschau mit möglichen Pflichten aus dem VermAnlG nichts, da nach hier vertretener Auffassung Forderungen aus Darlehensverträgen ohne qualifizierten Rangrücktritt ebenfalls Vermögensanlagen sind.²⁷⁸ Es ist daher schlicht nicht erklärbar, dass das echte Crowdfunding in Deutschland nur dann außerhalb des Bankaufsichtsrechts erbracht werden kann, wenn eine der am Darlehensvertrag beteiligten Partei deutlich schlechter gestellt wird.

dd) Echtes Crowdfunding

Beim echten Crowdfunding kommen die Darlehensverträge unmittelbar zwischen dem Kreditnehmer und den Investoren als Vertragsparteien zustande.²⁷⁹ Darüber hinaus besteht die ausgezahlte Darlehensvaluta originär aus dem Kapital der Investoren. Dessen zwischenzeitliche Verwahrung auf einem Konto der Plattformbetreibergesellschaft kann an dieser Bewertung nichts ändern, da sich deren Rolle wirtschaftlich gesehen in der Weiterleitung an den Kreditnehmer beschränkt. Die Investoren gewähren damit nach sämtlichen vertretenen Ansichten beim echten Crowdfunding Gelddarlehen und erfüllen somit den Tatbestand des Kreditgeschäfts gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG.

d) Erlaubnispflichtiger Umfang

Gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG besteht eine Erlaubnispflicht aber trotz der Tatbestandmäßigkeit eines Bankgeschäfts nur, wenn dieses auch in einem erlaubnis-

²⁷⁷ Vgl. dazu sogleich, § 4 C. I. 1. d).

²⁷⁸ Vgl. unten, § 4 C. III. 2. a) aa) (3).

²⁷⁹ Zopa, Principles 5.5, 5.6. Diese Darlehensverträge hatten ein maximales Volumen von 10 Pfund, vgl. Zopa, Principle 4.5.

pflichtigen Umfang erbracht wird. Der Investor müsste dafür entweder in einem Umfang, der die Einrichtung eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs erfordert, oder gewerbsmäßig tätig sein.²⁸⁰

aa) Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs

Das Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs besteht nach der Verwaltungspraxis der BaFin für das Kreditgeschäft jedenfalls bei einem Gesamtkreditvolumen von 500.000 Euro bei mehr als 20 Einzeldarlehen oder 100 Einzeldarlehen unabhängig vom Kreditvolumen.²⁸¹ Die volumenmäßige Grenze von 500.000 Euro werden private Investoren regelmäßig nicht erreichen. Problematisch könnte die Grenze von 100 Einzeldarlehen jedoch beim echten Crowdfunding werden, da die Darlehensverträge dort auf ein Volumen von 10 Pfund begrenzt sind. Um 1.000 Pfund als Darlehen zu vergeben, muss der Investor damit schon 100 Darlehensverträge abschließen. Das Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs wäre also gegeben, wenn mit Begriff der Einzeldarlehen jeweils ein schuldrechtlicher Darlehensvertrag gemeint ist. Der Schutzzweck der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft – der Schutz vor unerwartetem Entzug der Darlehensvaluta – gebietet eine solche Auslegung jedoch nicht. Vielmehr kann man jeweils auf die Beteiligung an Kreditprojekten abstellen, so dass sich der Kreditgeber unabhängig von der Zahl der innerhalb der Kreditprojekte abgeschlossenen Darlehensverträge an bis zu 100 Kreditprojekten beteiligen kann, ohne dass die Einrichtung eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs erforderlich ist. Im Umkehrschluss besteht das Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetriebs unter Zugrundelegung der Verwaltungspraxis der BaFin, wenn sich ein Investor an mehr als 100 Kreditprojekten beteiligt.

bb) Gewerbsmäßiger Betrieb des Kreditgeschäfts

Da schon das mit der 6. KWG-Novelle eingeführte Erfordernis eines gewerbsmäßigen Handelns zu einer Erlaubnispflicht führen kann, kommt der ersten Tatbestandsalternative in der Praxis allerdings nur geringe Bedeutung zu.²⁸² Für die Gewerbsmäßigkeit reicht es aus, wenn die Tätigkeit auf gewisse Dauer angelegt ist und der Betreiber mit Gewinnerzielungsabsicht handelt,²⁸³ wobei

²⁸⁰ Vgl. dazu oben, § 2 C. II. 2. a) aa) (2).

²⁸¹ BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 2; BaFin, Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen, Punkt 1; vgl. auch OLG Frankfurt/M., NJW 1965, 264 (265); VG Berlin, WM 1994, 2238 (2240).

²⁸² Renner ZBB 2014, 261 (266); vgl. zur Gesetzgebungsgeschichte Schwennicke WM 2010, 542 (543 ff.).

²⁸³ BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, Punkt 2; BGH, ZIP 2006, 1761 = WM 2006, 1898 (1901); VGH Kassel, WM 2009, 1889 (1892); Mielk WM 1997, 2200 (2201 f.); Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 22.

der Abschluss eines einzelnen Geschäfts schon ausreicht, wenn nur die Absicht einer Wiederholung besteht.²⁸⁴ Da der Investor im Rahmen des Crowdlending-Prozesses sein Kapital zur Verfügung stellt, um dadurch Rendite zu erzielen, und er für eine Risikodiversifikation praktisch gezwungen ist, mehrere Geschäfte abzuschließen,²⁸⁵ wird er diese Voraussetzungen regelmäßig erfüllen. Damit bestünde im Grundsatz eine Erlaubnispflicht der Investoren nach § 32 Abs. 1 S. 1 in Verbindung mit § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG. Für das echte Crowdlending wirkt sich dieses Ergebnis geradezu prohibitiv aus, da als Investoren grundsätzlich Privatpersonen handeln, die die für eine Erlaubniserteilung notwendigen Voraussetzungen grundsätzlich nicht erfüllen werden.²⁸⁶ Ohne Erlaubnis machen sie sich durch die Kreditvergabe über Crowdlending-Plattformen gem. § 54 Abs. 1 KWG strafbar, während der Plattformbetreibergesellschaft gem. § 37 Abs. 1 S. 4 KWG die Geschäftstätigkeit untersagt werden könnte.²⁸⁷

Im Schrifttum wird daher vorgeschlagen, den Begriff der Gewerbsmäßigkeit im Rahmen des echten Crowdlendings einschränkend auszulegen, da eine Erlaubnispflicht für die Investoren im Ergebnis weder durch den Wortlaut noch den Schutzzweck der Norm geboten ist.²⁸⁸ Durch das Gesetzgebungsverfahren, in dessen Zuge die Erlaubnispflicht schon für gewerbsmäßige Tätigkeiten eingeführt wurde, sollten die Vorgaben der ersten Wertpapierdienstleistungsrichtlinie²⁸⁹ umgesetzt werden.²⁹⁰ Schon dort genügte ein bloßes gewerbsmäßiges Handeln für sich genommen allerdings nicht aus. Hinzutreten musste, dass juristische Personen Wertpapierdienstleistungen „im Rahmen ihrer üblichen beruflichen und gewerblichen Tätigkeit“ erbringen. Darüber hinaus sieht die EU-Bankenrichtlinie für das gewerbsmäßige Kreditgeschäft – im Gegensatz zum Einlagengeschäft – keine Erlaubnispflicht vor.²⁹¹ Eine Erstreckung der aus einem gewerbsmäßigen Handeln resultierenden Erlaubnispflicht auf das Kreditgeschäft durch natürliche Personen stelle damit gegenüber den unionsrechtlichen Regelungen eine erhebliche Erweiterung des Tatbestands dar, die darüber

²⁸⁴ BaFin, Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen, Punkt 1; vgl. auch *Renner ZBB* 2014, 261 (266); *Hartmann BKR* 2017, 321 (326).

²⁸⁵ So auch *Hartmann BKR* 2017, 321 (326).

²⁸⁶ Zu denken ist schon an § 2b Abs. 1 KWG, gemäß dem Kreditinstitute, die eine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG benötigen, nicht in der Rechtsform des Einzelkaufmanns betrieben werden dürfen. Vgl. zu den Voraussetzungen der Erlaubniserteilung oben, § 2 C. II. 2. a) bb).

²⁸⁷ *Hartmann BKR* 2017, 321 (326).

²⁸⁸ *Renner ZBB* 2014, 261 (266); *Hartmann BKR* 2017, 321 (326).

²⁸⁹ Art. 1 Nr. 2 der RL 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen.

²⁹⁰ BT-Drucks. 13/7142, S. 62; vgl. auch *Renner ZBB* 2014, 261 (266); *Schwennicke WM* 2010, 542 (545).

²⁹¹ Art. 3 S. 1 RL/2006/48 des Europäischen Parlaments und Rates vom 14.6.2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute; *Renner ZBB* 2014, 261 (266); *Schwennicke WM* 2010, 542 (549).

hinaus nicht mit Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG in Einklang zu bringen sei.²⁹² Weiterhin wird kritisiert, dass die Gesetzesbegründung den Begriff der Gewerbsmäßigkeit ohne weitere Begründung als dauerhaft angelegte Tätigkeit mit Gewinnerzielungsabsicht definiert. Dem deutschen Recht sei jedoch kein allgemeiner Gewerbebegriff dieses Inhalts bekannt, vielmehr weichen die Begriffsbestimmungen im Straf-, Steuer- und Handelsrecht gerade hinsichtlich der Notwendigkeit einer Gewinnerzielungsabsicht voneinander ab. Der Begriff der gewerblichen Tätigkeit sei daher nach dem Zweck der jeweiligen Regelung zu bestimmen.²⁹³

Aus diesen Gründen wird vorgeschlagen, den Begriff der Gewerbsmäßigkeit in § 32 Abs. 1 S. 1 Alt. 1 KWG schutzzweckbezogen einschränkend auszulegen: Dazu könnten einerseits die für das Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetriebs geltenden Bagatellgrenzen auf die Gewerbsmäßigkeit übertragen werden.²⁹⁴ Im Rahmen der Crowdlending-Geschäftsmodelle wäre das Erfordernis gewerbsmäßigen Handelns durch die privaten Investoren dann nur erfüllt, wenn sie mehr als 100 Einzeldarlehen oder ein Gesamtkreditvolumen von 500.000 Euro bei mindestens 20 Einzeldarlehen überschreiten. Andererseits könnte die ausschließlich private Vermögensverwaltung parallel zu § 14 BGB vom Gewerbebegriff ausgenommen werden.²⁹⁵ Diese Vorschläge fügen sich in allgemein in Diskussionen zum Merkmal der Gewerbsmäßigkeit ein, nach denen eine teleologische Reduzierung auf solche Fälle vorzunehmen ist, die bei objektiver Betrachtung eine „unternehmerische Qualität“ aufweisen, erkennbar auf eine dauerhafte Gewinnerzielung angelegt sind und unter Würdigung der Umstände des jeweiligen Einzelfalls Schutzzweckrelevanz entfalten können beziehungsweise „bankmäßigen Charakter“ aufweisen.²⁹⁶

An anderer Stelle wird eine solche schutzzweckbezogene Auslegung des Merkmals der Gewerbsmäßigkeit gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG abgelehnt.²⁹⁷ Es wird zunächst der behauptete Einfluss der ersten Wertpapierdienstleistungsrichtlinie auf den deutschen Gesetzgeber angezweifelt, da diese deutlich nach dem deutschen Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 93/22/EWG durch die Kommission angenommen wurde.²⁹⁸ Entscheidend dagegen spreche aber die teleologisch fehlgeleitete Argumentation, da sich die Gefahren des isoliert be-

²⁹² Schwennicke WM 2010, 542 (549).

²⁹³ Renner ZBB 2014, 261 (266).

²⁹⁴ Renner ZBB 2014, 261 (266); Schwennicke WM 2010, 542 (548); in dieser Hinsicht nicht eindeutig VGH Kassel, WM 2009, 1889 (1892).

²⁹⁵ Renner ZBB 2014, 261 (266f.); Schwennicke WM 2010, 542 (547f.). Vgl. dazu noch unten, § 4 C. IV.

²⁹⁶ Binder, in: ders./Glos/Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht, § 3 Rn. 62; Fischer/Müller, in: BFS-KWG, § 32 Rn. 9.

²⁹⁷ Polke, Crowdlending, S. 134 ff.

²⁹⁸ Das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 93/22/EWG wurde am 5.5.1997 vom Bundesrat beschlossen, während der Entwurf der Richtlinie durch die Kommission erst am 15.12.1997 angenommen wurde, vgl. Polke, Crowdlending, S. 134 f.

triebenen Kreditgeschäfts auch bei einer Kreditvergabe im Rahmen einer rein privaten Vermögensverwaltung realisieren können.²⁹⁹ Darüber hinaus wird argumentiert, dass im Falle des Crowdlendings selbst der gewerberechtliche Gewerbebegriff – trotz der privaten Vermögensverwaltung als negativem Tatbestandsmerkmal – anwendbar wäre: Der Investor ist hier im Internet und damit in der Öffentlichkeit tätig, und damit eben nicht bloß im privaten Bereich, so dass es sich nicht mehr um eine rein private Vermögensverwaltung handle.³⁰⁰ Darüber hinaus könne man auch den Gewerbebegriff im Verbraucherkreditrecht der §§ 491 ff. BGB nicht heranziehen, da der Gesetzgeber die private Kreditvergabe dort nur vom Anwendungsbereich ausgenommen hat, da er – zumindest außerhalb rein altruistischen Motiven – nicht von einer praktischer Relevanz ausging. Auch die verfassungsrechtlichen Einwände werden beiseitegeschoben, da mit der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft eben nicht vor Verlusten von Kreditinstituten, sondern vor dem unerwarteten Entzug von Kreditmitteln geschützt werden soll.³⁰¹ Schließlich führt die Beschränkung des § 1 Abs. 1 S. 1 KWG auf „Unternehmen“ entgegen seinem Wortlaut nicht dazu, dass der Erlaubnisvorbehalt nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG entfällt, wenn kein Unternehmen, sondern eine Privatperson handelt.³⁰²

Im Ergebnis sprechen bei der Beurteilung der Kreditvergabe durch private Investoren im Rahmen des echten Crowdlendings die besseren Argumente für eine schutzzweckbezogene Einschränkung des Merkmals der Gewerbsmäßigkeit. Die Stabilität des Finanzsystems – dessen Schutz Hauptzweck der staatlichen Aufsicht über die Finanzmärkte ist³⁰³ – wird durch die private Darlehensvergabe der Investoren regelmäßig nicht tangiert, jedenfalls soweit kein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb erforderlich ist. Die Ablehnung einer teleologischen Reduktion unter Verweis auf den mit der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft verfolgten Schutzzweck kann nicht überzeugen: Zunächst ist bei einer Abwägung zwischen den Interessen der Investoren und der Schutzwürdigkeit der Kreditnehmer zu beachten, dass sich Letztere regelmäßig gerade deshalb für eine Darlehensaufnahme über Crowdfunding-Plattformen und damit bei privaten Investoren entscheiden, um gegenüber Kreditinstituten bestehende Zinsvorteile auszunutzen. Es erscheint daher durchaus vertretbar, dem Kreditnehmer im Austausch für bessere Kreditkonditionen ein erhöhtes Risiko hinsichtlich des Entzugs der Darlehensvaluta zuzumuten. Will er diesbezüglich dagegen einen größtmöglichen Schutz erhalten,

²⁹⁹ Polke, Crowdfunding, S. 135. Vgl. zum Schutzzweck der Aufsicht über das Kreditgeschäft schon oben, § 4 C. I. 1. a).

³⁰⁰ Polke, Crowdfunding, S. 135.

³⁰¹ Vgl. Polke, Crowdfunding, S. 136.

³⁰² VGH Kassel, NJW-RR 2008, 1011 (1012); BVerwG, BVerwGE 122, 29 (47f.); Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 4; Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 18.

³⁰³ Vgl. oben, § 2 C. I. 2.

kann er sich immer noch zu schlechteren Konditionen an lizenzierte Kreditinstitute wenden. Darüber hinaus ist nicht ersichtlich, in welchem Zusammenhang der Schutz vor dem Entzug der Darlehensvaluta mit dem für die Gewerbsmäßigkeit entscheidenden Merkmal der Gewinnerzielungsabsicht steht. Letztlich dürfte eine solche Absicht für die Schutzzweckrelevanz der Kreditvergabe keine Bedeutung haben, da die Gefahr eines unrechtmäßigen Entzugs der Darlehensvaluta genauso gut bei einem zinslos und damit ohne Absicht einer Gewinnerzielung gewährten Darlehen bestehen kann. Ein solches wird durch die staatliche Aufsicht allerdings innerhalb gewisser Grenzen – namentlich dem Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs – nicht erfasst. Es kann daher kein direkter Zusammenhang zwischen einer Gewerbsmäßigkeit und dem Schutzzweck der Aufsicht über das isoliert betriebene Kreditgeschäft festgestellt werden. Stattdessen ist darauf abzustellen, ob die Tätigkeit des Investors unter Würdigung des Einzelfalls Relevanz für den Schutz der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems aufweist. Dies wird regelmäßig nicht der Fall sein, wenn der Investor lediglich kleinere Beträge als Darlehen über die Crowdlending-Plattform ausreicht. Allerdings spricht dies ebenso gegen den gänzlichen Ausschluss der privaten Vermögensverwaltung aus dem Anwendungsbereich bankaufsichtsrechtlicher Regulierung, da eine solche möglicherweise schutzzweckrelevante Ausmaße annehmen kann. Stattdessen wird die BaFin für den Einzelfall prüfen müssen, ob die Kreditvergabe durch den Investor konkret den mit der staatliche Finanzaufsicht verfolgten Schutzzweck tangiert. Als Orientierung könnten dabei die für das Kreditgeschäft zum Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs entwickelten Richtwerte dienen, wobei dort die dargestellten Besonderheiten von Crowdlending-Plattformen zu berücksichtigen sind. Diese Richtwerte werden die Investoren regelmäßig nicht erreichen, so dass eine Gewerbsmäßigkeit und in der Folge eine Erlaubnispflicht im Grundsatz zu verneinen sein dürfte.

e) Zwischenergebnis

Nach den nationalen Vorschriften betreiben die Investoren im Ergebnis regelmäßig kein erlaubnispflichtiges Kreditgeschäft nach §§ 32 Abs. 1 S. 1 in Verbindung mit § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG. Im Rahmen von Abtretungs- und Anleihemodell erfüllen die Investoren schon nicht den gesetzlichen Tatbestand des Kreditgeschäfts, da sie keine Gelddarlehen „gewähren“. Investoren, die Darlehensverträge im Rahmen des Rangrücktrittsmodells abschließen und damit Gelddarlehen gewähren, sind aufgrund der in der Aufsichtspraxis für qualifizierte Nachrangdarlehen anerkannte Ausnahme nicht vom Tatbestand erfasst. Beim echten Crowdlending wird die Tätigkeit der Investoren dagegen unproblematisch vom Tatbestand erfasst; eine Ausnahme greift hier nicht. Diese unterschiedliche Behandlung von Rangrücktrittsmodell und echtem Crowdlending

erschließt sich allerdings nicht und ist zu kritisieren. Dennoch betreiben die Investoren auch beim echten Crowdlending das Kreditgeschäft regelmäßig nicht in einem erlaubnispflichtigen Umfang, da das Merkmal der Gewerbsmäßigkeit teleologisch zu reduzieren ist. Die ECSP-VO hat hier aufgrund der Begrenzung des Anwendungsbereichs auf Unternehmer als Projektträger nur im Geschäftsmodell von LendingCrowd Auswirkungen, sodass hier schon wegen Art. 1 Abs. 3 lit. b) ECSP-VO keine Erlaubnispflicht der Investoren nach den nationalen Vorschriften besteht.

2. Einlagengeschäft des Kreditnehmers gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG

Nach Ansicht der BaFin und anderen Stimmen in der Literatur können die Kreditnehmer durch die Darlehensaufnahme über eine Crowdlending-Plattform ein erlaubnispflichtiges Bankgeschäft in Form des Einlagengeschäfts betreiben.³⁰⁴ Sowohl im Rahmen des Abtretungs- und Anleihenmodells erhält der Kreditnehmer das Darlehensvaluta von einer lizenzierten Kooperationsbank. Da sich die Rechtsbeziehungen des Kreditnehmers daher nicht voneinander unterscheiden, kann die Frage nach dem Einlagengeschäft für beide Geschäftsmodelle gleichzeitig behandelt werden. Abweichungen ergeben sich jedoch beim echten Crowdlending, in dessen Rahmen der Kreditnehmer das Darlehensvaluta direkt von den Investoren erhält.³⁰⁵

a) Keine Erlaubnispflicht wegen Art. 1 Abs. 3 lit. a) ECSP-VO

Art. 1 Abs. 3 lit. a) ECSP-VO sieht vor, dass die Mitgliedsstaaten sicherstellen müssen, dass für Projektträger, die in Bezug auf die vom Schwarmfinanzierungsdienstleister vermittelten Kredite Mittel von Anlegern annehmen, keine Zulassung als Kreditinstitut vorliegen muss und diese auch sonst nicht über eine Zulassung, Ausnahme oder Befreiung verfügen müssen. Vordergründig ist für Projektträger an eine Erlaubnispflicht wegen des Einlagengeschäfts zu denken. Allerdings konnte schon oben gezeigt werden, dass der Anwendungsbereich der ECSP-VO einerseits in sachlicher, andererseits in persönlicher Hinsicht nur für eines der hier analysierten Crowdlending-Modelle eröffnet ist.³⁰⁶ Entsprechend lässt sich für die anderen Geschäftsmodelle aus Art. 1 Abs. 3 lit. a) ECSP-VO nicht herleiten, dass die Kreditnehmer keine Erlaubnispflichten aus dem KWG treffen; dies ist somit zu überprüfen.

³⁰⁴ BaFin, Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen, Punkt 1; *Veith* BKR 2016, 184 (186f.); *Renner* ZBB 2014, 261.

³⁰⁵ Wie bereits dargestellt wirkt es sich nicht aus, dass die Gelder der Investoren zunächst auf einem Konto der Plattformbetreibgesellschaft gesammelt werden und von dieser an die Kreditnehmer weitergeleitet werden. Die Plattformbetreibgesellschaft erbringt insoweit nur einen Zahlungsdienst in Form des Finanztransfersgeschäfts, vgl. unten, § 4 C. II. 1.

³⁰⁶ Vgl. oben, § 4 C. I. 1. a).

b) Tatbestandsmäßigkeit anhand des Wortlauts

Der § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG definiert das Einlagengeschäft als die Annahme fremder Gelder als Einlagen oder anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder, sofern der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen verbrieft wird, ohne Rücksicht darauf, ob Zinsen vergütet werden. Nachdem lange Zeit umstritten war, wann Gelder „als Einlage“ entgegengenommen werden,³⁰⁷ findet sich sowohl in der Rechtsprechung als auch in der herrschenden Literatur folgende Definition: Als Einlage sind Gelder dann angenommen, wenn sie aus der Sicht des Annehmenden der Ansammlung und Bereithaltung flüssiger Mittel für die Durchführung eigener Geschäfte dienen beziehungsweise wenn sie für bankmäßiges Aktivgeschäft angenommen werden, um mit ihnen unter Ausnutzung der Zinsspanne gewinnbringend zu arbeiten.³⁰⁸ Die Kreditnehmer nehmen die Darlehen über die Crowdlending-Plattformen in aller Regel zur Finanzierung privater Vorhaben (zum Beispiel Autokauf, Weiterbildung) oder zur Umschuldung bestehender Kredite auf.³⁰⁹ Die Absicht, das Kapital anderweitig zur Ausnutzung von Zinsvorteilen zu verwenden, ist damit jedenfalls nicht die primäre wirtschaftliche Motivation der Kreditnehmer.

Für die Verwirklichung der zweiten Tatbestandsalternative fehlt es im Rahmen des Abtretungs- und des Anleihemodells schon daran, dass die Gelder gerade nicht vom Publikum stammen. Die Darlehensvaluta erhalten die Kreditnehmer vielmehr von Kreditinstituten mit einer für das Inland gültigen Erlaubnis. Diese fallen nicht unter den Begriff des Publikums.³¹⁰ Im Rahmen des echten Crowdlending – sowohl bei der Ausgestaltung als normales Darlehen als auch als Nachrangdarlehen – nimmt der Kreditnehmer dagegen Gelder von einer Vielzahl verschiedener Investoren an. Da unter den Begriff des Publikums auch jede natürliche Person fällt³¹¹ und für Anleger auf Crowdlending-Plattformen keine Ausnahmen greifen, gehören diese zum Publikum. Die Gelder sind aufgrund des vertraglichen Rückzahlungsanspruchs des Investors – soweit dieser nicht durch eine vereinbarte Verlustteilnahme oder wie im Ran-

³⁰⁷ Vgl. die ausführliche Streitdarstellung bei *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 15 ff.

³⁰⁸ *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 18 m. w. N.

³⁰⁹ Bei Auxmoney werden die Kredite beispielsweise in 11,35 % der Fälle für die Ablösung anderer Kredite, zu 5,56 % zur Ausbildungsfinanzierung, zu 14,65 % für Möbel oder Umzug, zu 4,23 % für Urlaube, zu 13,25 % für Autokredite, zu 11,82 % zur Existenzgründung, zu 11,55 % für den Ausgleich von Girokonto oder Dispo, zu 1,54 % für Unterhaltungselektronik und 26,05 % für sonstige Zwecke aufgenommen, vgl. die von der Auxmoney GmbH zur Verfügung gestellten Statistiken, abrufbar unter: www.auxmoney.com/infos/statistiken (letzter Aufruf: 7.4.2021).

³¹⁰ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 3; *Hartmann* BKR 2017, 321 (323); *Veith* BKR 2016, 184 (188); *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 28; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 46.

³¹¹ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 3.

grücktrittsmodell durch einen qualifizierten Rangrücktritt ausgeschlossen ist³¹² – auch unbedingt rückzahlbar.³¹³ Gemessen am gesetzlichen Wortlaut ist damit zumindest im Rahmen des echten Crowdfunding der Tatbestand des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG erfüllt.

c) Teleologische Reduktion

Es ist aber über eine teleologische Reduzierung des Tatbestands nachzudenken, da die Kreditnehmer das Kapital auf Crowdfunding-Plattformen nicht zur Weiterreichung als Kredit, sondern regelmäßig zur Finanzierung privater Vorhaben aufnehmen. Sie betreiben daher regelmäßig das isolierte Einlagengeschäft ohne Kreditgeschäft. Dieses soll nach dem gesetzgeberischen Willen zwar unter staatlicher Aufsicht stehen.³¹⁴ Diese Aufsicht verfolgt aber einen bestimmten Schutzzweck, der durch das Crowdfunding – unabhängig davon, ob eine Kooperationsbank zwischengeschaltet ist – nicht berührt sein dürfte: Bezweckt werden soll der Schutz des Einlegers vor dem Verlust seiner Einlage sowie die Stärkung des Vertrauens in die Kreditinstitute.³¹⁵ Mit der Sicherheit seiner Einlage darf und kann der Investor im Rahmen des Crowdlendings aber nicht rechnen, da er sich das zu finanzierende Kreditprojekt regelmäßig selbst aussucht. Im Gegensatz zum Regelfall des Einlagengeschäfts, in dem das annehmende Institut die Sicherheit der Einlage gewährleistet³¹⁶, muss er das Risiko dieser Entscheidung auch tragen. Der Investor begibt sich somit freiwillig aus dem Schutzzweck der Aufsicht, indem er die weniger sichere, aber potentiell rentablere Möglichkeit des Crowdlendings einer sicheren, dabei aber niedriger verzinsten Bankeinlage vorzieht. Mit dieser Bewertung konsistent ist auch die Feststellung, dass der Investor das Crowdfunding nutzt, um sein Kapital möglichst gewinnbringend anzulegen und es damit als neue Form der Vermögensanlage nutzt.³¹⁷ Diese Besonderheiten führen dazu, dass die Entgegennahme der Darlehenssumme durch den Kreditnehmer schon nicht den Schutzzweck einer Aufsicht über das Einlagengeschäft tangiert. Der Tatbestand des Einlagengeschäfts ist dementsprechend teleologisch zu reduzieren.

³¹² BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 5. a) aa); *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 27; *Klesen* BKR 2021, 32 (34); vgl. zu den Anforderungen an den qualifizierte Rangrücktritt oben, § 4 C. I. 1. c) cc).

³¹³ *Veith* BKR 2016, 184 (186); vgl. auch BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 4.; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 27.

³¹⁴ Vgl. *Polke*, Crowdfunding, S. 101 m. w. N.

³¹⁵ Entwurf eines Gesetzes über das Kreditwesen, BT-Drucks. 3/1114 vom 25.5.1959, S. 20f.; BGH, Urteil v. 15.2.1979 – III ZR 108/76 – BGHZ 74, 144 (147f.) = NJW 1979, 1354; *Polke*, Crowdfunding, S. 102 m. w. N.

³¹⁶ Vgl. *Polke*, Crowdfunding, S. 155; *Horn* ZGR 1976, 435 (441).

³¹⁷ *Polke*, Crowdfunding, S. 155. Zur Einordnung der Darlehensansprüche im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB als Vermögensanlage im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG vgl. unten, § 4 C. III. 2. a) aa).

d) Erlaubnispflichtiger Umfang

Will man dennoch von der Tatbestandsmäßigkeit ausgehen, besteht dadurch noch nicht automatisch eine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG. Eine solche entsteht erst dann, wenn der Kreditnehmer das Einlagengeschäft in einem erlaubnispflichtigen Umfang betreibt.³¹⁸

aa) Gewerbsmäßiges Handeln

Gewerbsmäßig betreibt der Kreditnehmer das Einlagengeschäft schon dann, wenn der Betrieb auf gewisse Dauer angelegt ist und der Betreiber ihn mit der Absicht der Gewinnerzielung verfolgt. Nach der Verwaltungspraxis der BaFin reicht es schon aus, wenn ein einziges Geschäft mit Absicht auf – auch unregelmäßige – Wiederholung getätigt wird.³¹⁹ Wann eine Wiederholungsabsicht vorliegt, ist allerdings nicht geklärt. Dem Begriff der „Absicht“ kommt insbesondere im Strafrecht eine hohe Bedeutung zu: Ein Täter handelt dort absichtlich, wenn es ihm gerade darauf ankommt, den Tatbestand oder einzelne Tatbestandsmerkmale einer Strafnorm zu verwirklichen.³²⁰ Dem folgend und auch nach dem Wortsinn müsste der Kreditnehmer also im Zeitpunkt der Annahme des Geldes bereits fest entschlossen sein, ein vergleichbares Geschäft mindestens noch ein weiteres Mal abzuschließen. Ein so starker Wille dürfte in der Regel aber nicht festzustellen sein, da der typische Kreditnehmer nicht schon im Moment des ersten Kreditgeschäfts fest mit einem weiteren rechnet. Stattdessen wird er ein zweites Geschäft – wenn überhaupt – erst dann abschließen wollen, wenn er mit dem ersten Geschäft gute Erfahrungen gemacht hat. Zudem erscheint es schon aus praktischer Sicht kaum möglich, das Vorliegen einer Wiederholungsabsicht durch die BaFin bei jedem einzelnen Kreditnehmer zu überprüfen, gerade weil es sich dabei um etwas höchst Subjektives handelt. Um hier rechtssicher agieren zu können, müsste seitens der BaFin eine solche Wiederholungsabsicht vermutet werden; dies stände aber im Gegensatz zum Vorgehen eines durchschnittlichen Kreditnehmers.

Weiterhin ist zweifelhaft, ob die Kreditnehmer überhaupt mit Gewinnerzielungsabsicht handeln. Diese kann nach der Verwaltungspraxis der BaFin schon vorliegen, wenn durch das Geschäft höhere Zinsen bei Kreditinstituten erspart werden sollen.³²¹ An dieser Sichtweise lässt sich vor dem eigentlichen Wortsinn zweifeln, da der Kreditnehmer durch das Crowdfunding weniger einen Gewinn erzielt als vielmehr nur geringere Kosten hat. Auch hier übersteigt der insgesamt rückzahlbare Betrag aufgrund der geschuldeten Zinsen letztendlich die

³¹⁸ Vgl. zu diesen Merkmalen schon oben, § 2 C. II. 2. a) aa) (2).

³¹⁹ BaFin, Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen, Punkt 1; vgl. auch *Hartmann* BKR 2017, 321 (324).

³²⁰ *Joecks*, in: MüKoStGB, § 16 Rn. 22 m. w. N.

³²¹ BaFin, Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen, Punkt 1; vgl. auch *Hartmann* BKR 2017, 321 (324).

ursprünglich an den Kreditnehmer ausgezahlte Darlehensvaluta. Die Vermutung, dass er dadurch Ersparnisse gegenüber einem gewöhnlichen Bankdarlehen hat, bedeutet daher nicht gleichzeitig einen Gewinn. Eine solche Sichtweise würde auch zu einer massiven Ausweitung der beaufsichtigten Geschäfte führen: Bankgeschäfte werden in der Regel nicht aus altruistischen Motiven, sondern von beiden Seiten in der Hoffnung getätigt, im Vergleich zu einem bloßen „Liegenlassen“ des Kapitals oder gegenüber anderen Bankgeschäften Vorteile für sich zu generieren. Würde man diese Sichtweise konsequent zu Ende denken, dann müsste man auch all denjenigen eine Gewinnerzielungsabsicht unterstellen, die ihr Geldvermögen nicht als Bargeld im heimischen Safe, sondern auf verzinslichen Konten bei einer Bank verwahren.³²² Dies würde jedoch die durch die Schutzzwecke abgesteckten Grenzen des Bankaufsichtsrechts sprengen. Damit kann weder – von Einzelfällen abgesehen – von einer Wiederholungsabsicht noch von einer Gewinnerzielungsabsicht der Kreditnehmer im Rahmen des Crowdlendings ausgegangen werden. Ein gewerbsmäßiges Handeln ist damit zu verneinen.

bb) Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert

Eine Erlaubnispflicht entsteht jedoch auch dann, wenn Bankgeschäfte in einem Umfang betrieben werden, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Wie für das Kreditgeschäft hat die BaFin für das Einlagengeschäft einen Richtwert festgelegt, bei dessen Vorliegen sie von einem derartigen Geschäftsumfang ausgeht. Dieser Richtwert ist einerseits erreicht, wenn der Einlagenbestand bei mehr als fünf Einzelanlagen die Summe von 12.500 Euro überschreitet, andererseits wenn ein Einlagenbestand unabhängig von der Summe aus mehr als 25 Einzelanlagen besteht.³²³ Im Umkehrschluss darf ein Einlagenvolumen von 12.500 Euro dann erlaubnisfrei überschritten werden, wenn es sich aus weniger als sechs Einzelanlagen zusammensetzt.³²⁴

Im Rahmen des echten Crowdfunding erhält der Kreditnehmer den Geldbetrag von den einzelnen Investoren entsprechend des Anteils an dem Kreditprojekt, an dem sich regelmäßig mehrere Investoren beteiligen. Auf die Höhe des Einlagenbestands kommt es nach den Richtwerten der BaFin dann nicht mehr an, wenn sich mehr als 25 Investoren beteiligen, da dies in jedem Falle die Einrichtung eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetriebs erfor-

³²² Im Kontext des Kreditgeschäfts in eine ähnliche Richtung denkend *Quarch*, Europäische Regulierung des Crowdlendings, S. 349f.

³²³ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt V.

³²⁴ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt V. Sowohl beim Abtretungs- als auch beim Anleihemodell erhält der Kreditnehmer das Darlehensvaluta aber komplett von der Kooperationsbank und damit nur eine einzige Anlage. Diese erfordert unabhängig von ihrer Höhe keinen in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb.

dert. Fraglich ist aber, ob dieser Richtwert im Rahmen von Crowdlending-Geschäftsmodellen überhaupt Sinn ergibt. Eine Begründung für dessen Festsetzung liefert die BaFin nicht; es steht aber zu vermuten, dass der Richtwert den gesteigerten Anforderungen an die Verwaltung der Rückzahlungen geschuldet ist: Je mehr Einzelanlagen eine Person oder ein Unternehmen von verschiedenen Investoren annimmt, desto genauer muss darauf geachtet werden, die Übersicht zu behalten, um den Rückzahlungsverpflichtungen gegenüber den einzelnen Einlegern ordnungsgemäß nachzukommen. Die Zopa Ltd. hatte das echte Crowdlending jedoch derart organisiert, dass für den Kreditnehmer nur eine einzelne Rückzahlungsverpflichtung bestand, nämlich an die Plattformbetriebersgesellschaft selbst. Diese übernahm es für die Kreditnehmer, die Rückzahlungen an die Investoren entsprechend ihrer Beteiligung am Kreditprojekt zu verteilen. Die Gefahr, dass der Kreditnehmer mit der Anzahl der Rückzahlungsverpflichtungen an die einzelnen Investoren überfordert sein könnte, besteht damit nicht. Ein Abweichen vom Richtwert der 25 Einzelanlagen ist damit – solange der Einlagenbestand 12.500 Euro nicht überschreitet – durchaus angebracht. Übersteigt der Wert der Einlagen jedoch den Wert von 12.500 Euro, muss nach den Richtwerten der BaFin von einem Umfang des Geschäfts ausgegangen werden, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

e) Abgrenzung Einlagengeschäft und passives Kreditgeschäft

Schließlich ist noch zu beachten, dass eine Abgrenzung zwischen dem Einlagengeschäft und der passiven Seite des Kreditgeschäfts notwendig ist: Ein Geschäft, das aufsichtsrechtlich den Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllt, kann nicht gleichzeitig ein Einlagengeschäft durch den Kreditnehmer sein.³²⁵ Andernfalls wäre annähernd die gesamte kreditnehmende Wirtschaft als Betreiber des Einlagengeschäfts einzuordnen; die vom KWG durch die enumerative Aufzählung der Bankgeschäfte vorgesehene Unterscheidung zwischen Einlagen- und Kreditgeschäft würde dadurch gänzlich unterlaufen.³²⁶ Für das Crowdlending hat das ganz erhebliche Auswirkungen: Im Rahmen des Abtretungs- und Anleihemodells betreibt jedenfalls die Kooperationsbank durch den Abschluss der Darlehensverträge das Kreditgeschäft, so dass die Kreditnehmer nicht gleichzeitig als Betreiber des Einlagengeschäfts qualifiziert werden können.³²⁷ Beim echten Crowdlending kommt es entscheidend darauf an, wie die Tätigkeit des Investors aufsichtsrechtlich eingeordnet wird; nach der hier ver-

³²⁵ *Canaris* BB 1978, 227 (228); *Polke*, Crowdlending, S. 153.

³²⁶ *Canaris* BB 1978, 227 (228); *Horn* ZGR 1976, 435 (437 ff.); vgl. auch *Polke*, Crowdlending, S. 153.

³²⁷ So im Ergebnis auch *Polke*, Crowdlending, S. 153 ff. Wie oben bereits dargestellt erhalten die Kreditnehmer die Darlehensvaluta im Rahmen des Abtretungs- und des Anleihemodells auch nicht vom „Publikum“.

tretenen Ansicht erfüllt er den Tatbestand des Kreditgeschäfts, regelmäßig aber nicht in einem erlaubnispflichtigen Umfang. Wird der Tatbestand des (erlaubnispflichtigen) Kreditgeschäfts jedoch bejaht, muss abgegrenzt werden, ob in dem Geschäft zwischen dem Investor und dem Kreditnehmer vordergründig ein Kredit- oder ein Einlagengeschäft gesehen werden muss. Auf die Abgrenzung kommt es hier aber im Ergebnis nicht an, da eine Erlaubnispflicht schon aus anderen Gründen wegfällt.

f) Zwischenergebnis

Ob ein Kreditnehmer ein erlaubnispflichtiges Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG betreibt, hängt somit zunächst von der Ausgestaltung des Crowdfunding-Geschäftsmodells ab. Sowohl beim Abtretungs- als auch beim Anleihenmodell kann man dies aus mehreren Gründen verneinen: Zunächst wird man schon die Tatbestandsmäßigkeit verneinen müssen; weiterhin sprechen gute Gründe gegen die Gewerbsmäßigkeit der Tätigkeit sowie einen Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb erfordert. Auch die Unterscheidung zwischen Einlagengeschäft und passivem Kreditgeschäft spricht dagegen. Im Rahmen des Rangrücktrittmodells schließt die Vereinbarung eines qualifizierten Rangrücktritts nach ständiger Verwaltungspraxis der BaFin den Betrieb des Einlagengeschäfts aufgrund der fehlenden Unbedingtheit der Rückzahlungsverpflichtung aus.

Schwerer zu beantworten ist die Frage dagegen für das echte Crowdfunding. Der Tatbestand des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 Alt. 2 KWG ist hier seinem Wortlaut nach wohl erfüllt. Bei einem Darlehensbetrag von über 12.500 Euro ist auch von einem erlaubnispflichtigen Umfang auszugehen, da ein Kreditprojekt – sofern es komplett finanziert wird – aus Gründen der Risikodiversifikation grundsätzlich aus mindestens fünfzig Einzelanlagen bestehen muss. Es lassen sich aber gute Argumente für eine schutzzweckorientierte teleologische Reduzierung des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG finden, durch die das Crowdfunding als moderne Form der Vermögensanlage vom Anwendungsbereich der Norm nicht erfasst werden würde. Weiterhin ist zu beachten, dass ein erlaubnispflichtiges Einlagengeschäft dann nicht vorliegen kann, wenn schon der Kreditnehmer das Kreditgeschäft betreibt und eine Abgrenzung ergibt, dass der Schwerpunkt des Geschäfts darauf liegt.

3. Erlaubnispflichten der Plattformbetreibergesellschaften

Ist das Geschäftsmodell der Plattformbetreibergesellschaft nicht schon durch die ECSP-VO erfasst und steht somit schon deshalb unter einem Erlaubnisvorbehalt nach europäischem Recht, könnte deren Tätigkeit eine Vielzahl von Tatbeständen aus dem KWG erfüllen. Neben dem Einlagen- und Kreditgeschäft ist zu prüfen, ob sie durch ihre Beteiligung an den Crowdfunding-Geschäftsmodellen

in den verschiedenen Ausgestaltungen das Emissionsgeschäft, die Anlage- oder Abschlussvermittlung oder den Betrieb eines multilateralen Handelssystems erbringen. Wirken Plattformbetreibergesellschaften mit einer Partner- beziehungsweise Tochtergesellschaft zusammen, wird deren Tätigkeit im Folgenden für die Zwecke besserer Übersichtlichkeit der Plattformbetreibergesellschaft zugerechnet.

a) Erlaubnispflicht nach der ECSP-VO

Nach der oben getroffenen Feststellung, dass nur das analysierten Crowdfunding-Geschäftsmodell von LendingCrowd in den Anwendungsbereich der ECSP-VO fällt,³²⁸ kommen aufsichtsrechtlichen Pflichten nach ECSP-VO ausschließlich für diese Plattformbetreibergesellschaft in Betracht. In der Verordnung werden diese in Art. 2 Abs. 1 lit. e) als Schwarmfinanzierungsdienstleister bezeichnet; gemeint sind damit juristische Personen, die Schwarmfinanzierungsdienstleistungen erbringen. Schwarmfinanzierungsdienstleistungen sind gem. Art. 2 Abs. 1 lit. e) ECSP-VO die Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen von Anlegern und Projektträgern mithilfe einer Schwarmfinanzierungsplattform, zum Beispiel durch die Vermittlung von Krediten. Gem. Art. 3 Abs. 1 ECSP-VO dürfen solche Schwarmfinanzierungsdienstleistungen nur von juristischen Personen erbracht werden, die in der Union niedergelassen und als Schwarmfinanzierungsdienstleister zugelassen sind; damit formuliert die Verordnung ausdrücklich ein Verbot der Geschäftstätigkeit mit präventivem Erlaubnisvorbehalt. Die Plattformbetreibergesellschaft LendingCrowd fällt wie dargestellt in den Anwendungsbereich der ECSP-VO, sodass sie bei einer Geschäftstätigkeit im räumlichen Geltungsbereich der Verordnung entsprechend über eine Erlaubnis nach dieser Verordnung verfügen müsste.

Für die Erlaubniserteilung ist gem. Art. 12 Abs. 1 ECSP-VO die zuständige Behörde des Mitgliedsstaats, in dem die Plattformbetreibergesellschaft niedergelassen ist, zuständig.³²⁹ Das angestrebte Ziel, Unternehmen den grenzüberschreitenden Zugang zu Kapital über Schwarmfinanzierungsplattformen zu eröffnen beziehungsweise zu erleichtern,³³⁰ soll durch die Möglichkeit eines „Europäische Passes“ nach Art. 18 ECSP-VO erreicht werden. Hiernach hat die Plattformbetreibergesellschaft die Absicht, Schwarmfinanzierungsdienstleistungen in einem anderen Mitgliedsstaat zu erbringen, der zuständigen Behörde in dem Mitgliedsstaat, in dem die Erlaubnis ursprünglich erteilt wurde, mitzuteilen. Diese informiert daraufhin die zuständige Behörde des Mitgliedsstaats, in dem die Dienstleistungen zukünftig angeboten werden sollen. Bemerkens-

³²⁸ Vgl. oben, § 4 C. I. 1. a).

³²⁹ Vgl. zum Ablauf des Erlaubnisverfahrens *Rennig* ZBB 2020, 385 (388 f.).

³³⁰ Erwägungsgrund 6 der ECSP-VO.

wert ist hier, dass der ursprüngliche Vorschlag einer ECSP-VO³³¹ hier noch eine andere Regelung vorsah, da die einmal erteilte Erlaubnis gem. Art. 10 Abs. 8 des Vorschlags ohne Weiteres im gesamten Gebiet der Union wirksam und gültig sein sollte. Die insoweit festzustellende „Entschärfung“ der Rechtswirkungen der erteilten Erlaubnis führt einerseits zu der Frage, wo genau der Mehrwert der Einschaltung der nationalen Behörde liegt, da für diese in Art. 18 ECSP-VO keine Ermächtigung zu einer weiteren inhaltlichen Prüfung enthalten ist; insofern führt die in Kraft getretene Norm zu erhöhtem Verwaltungsaufwand ohne Mehrwert.³³² Davon abgesehen bleibt unklar, ob es die im Vergleich zur nationalen Regelung in § 24a KWG festzustellenden Abweichungen im Verfahren zur Erteilung eines „Europäischen Passes“ letztlich rechtfertigen, dieses im Wege einer Verordnung festzulegen. Möglicherweise hätte eine durch die Mitgliedsstaaten umzusetzende Richtlinie hier auch ausgereicht, um insofern einer Zersplitterung des Aufsichtsmaßstabs vorzubeugen.

Sollte eine in den sachlichen Anwendungsbereich der Verordnung fallende Crowdfunding-Plattform Schwarmfinanzierungsdienstleistungen für Unternehmer und Verbraucher erbringen, so enthält die ECSP-VO keine Regelung hierzu. Insbesondere wird deshalb nicht anzunehmen sein, dass die Erlaubnis nach der ECSP-VO gleichermaßen Schwarmfinanzierungsdienstleistungen für Verbraucher als Projektträger abdeckt. Letztlich müsste eine derartige Plattform so wohl sowohl über eine Erlaubnis nach der ECSP-VO als auch – sofern sich hieraus Erlaubnispflichten ergeben – nach den nationalen Vorschriften verfügen.

b) Erlaubnispflichten nach dem KWG

Aufgrund der dargestellten Beschränkungen des Anwendungsbereichs der ECSP-VO verbleibt es für die übrigen Plattformbetreibergesellschaften in den dargestellten Crowdfunding-Modellen bei der Frage, ob sie eine der durch das KWG erfassten Tätigkeiten erbringen.

aa) Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG

Nach Ansicht der BaFin kann der Tatbestand des Einlagengeschäfts nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG durch die Plattformbetreibergesellschaften unter anderem dann erfüllt sein, wenn potentielle Investoren bereits vor Abschluss konkreter Darlehensverträge (zum Beispiel bereits im Rahmen der Registrierung) die Geldbeträge einzahlen müssen, die sie als Nutzer der Plattform als Darlehen

³³¹ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, COM (2018) 113 final, 8.3.2018, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=CELEX%3A52018PC0113> (letzter Abruf: 17.4.2021).

³³² So schon *Rennig* ZBB 2020, 385 (390).

an Kreditnehmer auszureichen beabsichtigen.³³³ Im Rahmen des Abtretungsmodells wird der Kapitalfluss von Kapitalnehmern und Investoren allerdings über die Kooperationsbank abgewickelt, so dass die Plattformbetreibergesellschaft selbst zu keinem Zeitpunkt Gelder der Investoren annimmt; der Tatbestand des Einlagengeschäfts bleibt somit jedenfalls hier außer Betracht.³³⁴ Anders ist dies sowohl beim echten Crowdlending als auch beim Anleihemodell, da die Investoren die Gelder dort zunächst bei der Plattformbetreibergesellschaft einzahlen müssen, um sich an Kreditprojekten beteiligen zu können. Damit wäre nach Ansicht der BaFin der Tatbestand des Einlagengeschäfts erfüllt. Allerdings lässt die Auslegungsentscheidung der BaFin zum Crowdlending eine inhaltliche Auseinandersetzung mit dem in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG definierten gesetzlichen Tatbestand vermissen. Es ist daher sowohl für das echte Crowdlending als auch für das Anleihemodell anhand des gesetzlichen Wortlauts zu überprüfen, ob die Plattformbetreibergesellschaften das Einlagengeschäft dort tatsächlich erbringen.

(1) Echtes Crowdlending

Im Rahmen des echten Crowdlendings müssen die Investoren zunächst den Betrag, den sie als Kredit gewähren wollen, auf ein Konto der Plattformbetreibergesellschaft überweisen, das diese bei einem lizenzierten Kreditinstitut führt (sogenannter *Zopa customers' account*³³⁵). Bei Zustandekommen eines Kreditprojekts wird der eingezahlte Betrag von diesem Konto an den Kreditnehmer weitergeleitet.

Unter dem Begriff „Geld“ ist Bargeld in Form der gesetzlichen Zahlungsmittel sowie Buchgeld zu verstehen.³³⁶ Der Investor im echten Crowdlending kann den Betrag per Überweisung, Lastschrift oder über eine Debitkarte, die mit seinem Benutzerkonto verbunden ist, auf dem Konto der Plattformbetreibergesellschaft bei einem lizenzierten Kreditinstitut einzahlen.³³⁷ Dabei handelt es sich um Buchgeld, so dass „Gelder“ im Sinne des Einlagengeschäfts vorliegen. Durch die Gutschrift auf dem *Zopa customers' account* nimmt jedoch nicht die Plattformbetreibergesellschaft, sondern die kontoführende Bank diese Gelder an.³³⁸ Dies schließt indes nicht aus, die Plattformbetreibergesellschaft als Betreiber des Einlagengeschäfts anzusehen: Fallen die Stelle, die das Geld an-

³³³ BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdlending, Punkt 2.2.2.4.

³³⁴ Für das Abtretungsmodell so auch *Polke*, Crowdlending, S. 151.

³³⁵ „Any segregated bank account we maintain with Royal Bank of Scotland (or such other UK bank as we may choose from time to time) for the sole purpose of holding funds to which Zopa Customers are beneficially entitled in accordance with these Principles and/or any Loan Contract.“ Vgl. *Zopa*, Principle 20.

³³⁶ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 1; *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, § 1 Rn. 37; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 12.

³³⁷ Vgl. *Zopa*, Principle 4.1.

³³⁸ Vgl. *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, § 1 Rn. 39; BaFin,

nimmt, und die Stelle, die eine Rückzahlung schuldet, auseinander, so ist derjenige Betreiber des Einlagengeschäfts, der vertraglich die Rückzahlung der angenommenen Gelder schuldet.³³⁹

Problematisch ist allerdings, ob die Plattformbetreibergesellschaft diese Gelder als unbedingt rückzahlbare Gelder des Publikums annimmt.³⁴⁰ Entscheidend ist hier die Antwort auf die Frage, ob die angenommenen Gelder unbedingt rückzahlbar sind. Rückzahlbar sind Gelder, wenn ein zivilrechtlicher Anspruch auf ihre Rückzahlung besteht oder bei dem Geldgeber jedenfalls der Anschein eines solchen Anspruchs erweckt wird.³⁴¹ Nach den Zopa-Geschäftsbedingungen kann der Kreditgeber grundsätzlich jederzeit die Rückführung des eingezahlten Geldes auf sein Konto verfügen.³⁴² Dieser vertraglich vermittelte Rückzahlungsanspruch könnte schon ausreichen, damit die Gelder im Sinne des Einlagengeschäfts als rückzahlbar anzusehen sind. Dagegen ließe sich jedoch anführen, dass die Gelder primär zu dem Zweck eingezahlt werden, sie zu einem späteren Zeitpunkt an künftige Kreditnehmer weiterleiten zu können; andererseits wird der Rückzahlungsforderung seitens der Zopa Ltd. nur dann Folge geleistet, soweit die eingezahlten Gelder noch nicht zur Annahme eines *market offers* eingesetzt wurden oder nicht zur Deckung entstandener, aber noch nicht eingezogener Gebühren zurückbehalten werden.³⁴³

Es lässt sich daher daran zweifeln, ob die Gelder unbedingt rückzahlbar sind. Ohne genaue Definition dieses Merkmals sind unter Berücksichtigung der bankwirtschaftlichen Verkehrsauffassung insbesondere die dem Kunden angebotenen Bedingungen der Geldüberlassung, der sich hieraus ergebende Gehalt der Geldüberlassung sowie das werbende Auftreten des Geldannehmenden und die hierdurch beim Geldgeber bezweckte Vorstellung von der getätigten Geldanlage zu berücksichtigen.³⁴⁴ Gerade die beim Geldgeber bezweckte Vorstellung von der getätigten Geldanlage spricht hier gegen eine unbedingte Rück-

Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 2; vgl. dazu auch *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 14.

³³⁹ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt IV.

³⁴⁰ Vgl. zum Inhalt der Begriffe oben, § 4 C. I. 2. b). Die Zopa Ltd. beabsichtigte nicht, mit den angenommenen Geldern eigene Geschäfte auszuführen oder diese gewinnbringend anzulegen, sondern nahm die Gelder ausschließlich zur Weiterleitung an die Kreditnehmer an. Da die Gelder somit nicht „als Einlage“ angenommen wurden, kommt lediglich der Auffangtatbestand der „anderen unbedingt rückzahlbaren Gelder des Publikums“ in Betracht. Hier kommt es nicht darauf an, ob die Gelder mit dem Ziel angenommen wurden, um durch die Ausnutzung der Zinsspanne Gewinne zu erzielen, vgl. BT-Drucks. 13/7142, S. 62; BGH, WM 2011, 20 (21); *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 24.

³⁴¹ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 4.

³⁴² Vgl. Zopa, Principle 7.4.

³⁴³ Vgl. Zopa, Principle 7.4.

³⁴⁴ BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt I. 5; vgl. auch Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2002/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.12.2002 (Finanzkonglomeraterichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 12.8.2004, BT-Drucks. 15/3641, S. 36.

zahlbarkeit der angenommenen Gelder: Für einen verständigen Anleger ist ersichtlich, dass die Einzahlung der Gelder auf das Konto der Plattformbetreibergesellschaft im – vom Anleger grundsätzlich angestrebten – Erfolgsfall zur Weiterleitung an den Kreditnehmer führen wird. Damit ist er sich schon im Moment der Einzahlung im Klaren darüber, dass die Rückzahlung nicht von der Plattformbetreibergesellschaft, sondern allenfalls durch den Kreditnehmer erfolgt. Darüber hinaus muss im Rahmen einer Gesamtbetrachtung des Geschäftsmodells davon auszugehen sein, dass sich der Kapitalgeber des Risikos bewusst ist, das eingesetzte Kapital im Falle einer Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers zu verlieren. Dies wird durch einen Blick in die Zopa-Geschäftsbedingungen bestätigt: Es stand bei einem Ausfall des Kredits im alleinigen Ermessen einer von Zopa Ltd. kontrollierten Partnergesellschaft, ob der Kreditgeber eine Rückzahlung aus dem *Zopa Safeguard Trust*, der als eine Art Rettungsschirm für notleidende Zopa-Kredite fungiert, erhält.³⁴⁵ Dies ließe sich möglicherweise als Argument gegen die unbedingte Rückzahlbarkeit der Gelder anführen.

Allerdings ist hierbei weiterhin nicht von der Hand zu weisen, dass nach Einzahlung des Geldes bis zu dessen Bindung durch Abgabe eines *market offers* die Rückzahlung durchaus ohne Angabe von Gründen und Kündigung verlangt werden konnte,³⁴⁶ wobei es insbesondere nicht im Ermessen der Plattformbetreibergesellschaft stand, ob diese dem Verlangen nachkommt. Letztlich wird dieses Zwischenstadium für die Einordnung als Einlagegeschäft ausreichen. Es sprechen somit die besseren Argumente für eine unbedingte Rückzahlbarkeit der von der Plattformbetreibergesellschaft angenommenen Gelder. Der Tatbestand des Einlagegeschäfts nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG ist durch die Plattformbetreibergesellschaften im Rahmen des echten Crowdlending mit der Ansicht der BaFin somit im Grundsatz erfüllt.³⁴⁷ Ein Ausschluss des Merkmals der „Annahme“ der Gelder aufgrund einer unverzüglichen Weiterleitung der Gelder auf eine vor Überlassung durch den Geldgeber erfolgte Weisung hin,³⁴⁸ kommt nicht in Betracht: Zunächst sahen die Geschäftsbedingungen ein derartiges Vorgehen nicht vor, zum anderen wäre ein solches ohnehin risikobehaftet und unpraktikabel.³⁴⁹

Geht man von der Tatbestandmäßigkeit aus, betreibt die Plattformbetreibergesellschaft jedoch dann aus Rechtsgründen nicht das Einlagegeschäft, wenn eine Ausnahmeregelung eingreift. Hier wäre an § 3 Abs. 3 S. 3 ZAG zu denken, gemäß dessen Wortlaut Gelder, die ein Institut von den Zahlungsdienstent-

³⁴⁵ Zopa, Principle 6.8.1.

³⁴⁶ Eberle, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 155.

³⁴⁷ So auch Eberle, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 154 ff.; ohne weitere Begründung Hartmann BKR 2017, 321 (322).

³⁴⁸ Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 39, 43 m. w. N.

³⁴⁹ Eberle, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 155 f.

zern ausschließlich für die Durchführung von Zahlungsvorgängen entgegennimmt, nicht als Einlagen oder andere unbedingt rückzahlbare Gelder im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG gelten. Allerdings ist diese Ausnahmenvorschrift nur dann anwendbar, wenn die Plattformbetreibergesellschaft Zahlungskonten im Sinne des § 1 Abs. 17 ZAG für den Investor einrichtet.³⁵⁰ Die Plattformbetreibergesellschaft betreibt hier aber gerade das Finanztransfergeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG, in dessen Rahmen gerade kein Zahlungskonto eingerichtet wird.³⁵¹ Damit ist die Ausnahme des § 3 Abs. 3 S. 3 ZAG hier nicht anwendbar. Damit erbringt die Plattformbetreibergesellschaft im echten Crowdfunding das Einlagengeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG. An einem erlaubnispflichtigen Umfang dürften keine Zweifel bestehen, sodass sie hier die Erlaubnispflicht aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG trifft.

(2) Anleihenmodell

Im Anleihenmodell müssen die Investoren die Gelder ebenfalls zunächst auf ein Konto der Plattformbetreibergesellschaft bei einem lizenzierten Kreditinstitut einzahlen, bevor sie sich an Kreditprojekten beteiligen können. Im Gegensatz zum echten Crowdfunding wird der eingezahlte Betrag dann aber nicht an die Kreditnehmer weitergeleitet, sondern fungiert letztlich als Kaufpreis für die Prosper-Notes. Die Plattformbetreibergesellschaft verwendet diesen Kaufpreis zum Erwerb der Darlehen von der Kooperationsbank; die daraus resultierenden Zahlungsflüsse werden an die Investoren zur Erfüllung der Ansprüche aus den *borrower payment dependent notes* weitergeleitet.

Die Annahme der Gelder schließt die Qualifikation der Plattformbetreibergesellschaft als Betreiber des Einlagengeschäfts nicht aus, wenn diese vertraglich die Rückzahlung der angenommenen Gelder schuldet. Die Annahme der Gelder erfüllt im Anleihenmodell dennoch nicht den Tatbestand des Einlagengeschäfts: Zum einen sollen die Gelder nicht weitergeleitet werden, sondern dienen letztlich der Erfüllung eines Rechtsgeschäfts in Form des (durch das Zustandekommen des Kreditprojekts aufschiebend bedingten) Kaufvertrags über die Prosper-Notes. Bei vertragskonformer Abwicklung dieses Vertrags können die Gelder nicht zurückgefordert werden; insofern liegt kein unbedingter Rückzahlungsanspruch vor.³⁵² Die gesetzliche Ausnahme, nach der Sachverhalte nicht vom Tatbestand erfasst werden, wenn der Rückzahlungsanspruch in Inhaberschuldverschreibungen verbrieft wird, greift hier nicht: Die *borrower payment dependent notes* sind zwar als Inhaberschuldverschreibungen zu qualifizieren,³⁵³ verbrieften aber nicht den Rückzahlungsanspruch der Investoren gegen die Plattformbetreibergesellschaft, sondern deren Ansprüche gegen den

³⁵⁰ Terlau, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 3 Rn. 49, 56.

³⁵¹ Vgl. dazu unten, § 4 C. II. 1.

³⁵² Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 46.

³⁵³ Vgl. dazu unten, § 4 C. III. 1. a) aa) (1).

Kreditnehmer. Im Ergebnis erbringt die Plattformbetreibergesellschaft mangels unbedingter Rückzahlbarkeit dennoch kein Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG.

bb) Kreditgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG

Unter dem Kreditgeschäft versteht man gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG die Gewährung von Gelddarlehen und Akzeptkrediten. Da die Kreditvergabe im Mittelpunkt des Crowdlendings steht, ist für sämtliche Geschäftsmodelle zu überprüfen, ob die Plattformbetreibergesellschaft durch ihre Tätigkeit den Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllt.

(1) Abtretungsmodell

Im Rahmen des Abtretungsmodells stellt die Plattformbetreibergesellschaft lediglich die Crowdlending-Plattform zur Verfügung und vermittelt bei ausreichenden Finanzierungszusagen der Investoren den Abschluss des Darlehensvertrags zwischen der Kooperationsbank und dem Kreditnehmer. Die eigentliche Kreditvergabe, das heißt der Abschluss des Darlehensvertrags und die anschließende Auszahlung der Darlehensvaluta an den Kreditnehmer, wird also sowohl in rechtlicher als auch in wirtschaftlicher Hinsicht von einem lizenzierten Kreditinstitut übernommen. Durch den Abschluss des Darlehensvertrags und die Auszahlung der Valuta erfüllt das Kooperationskreditinstitut den gesetzlichen Tatbestand des Kreditgeschäfts;³⁵⁴ dafür besitzt sie eine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG.

Nach Abschluss des Darlehensvertrages übernimmt jedoch nicht das Kooperationskreditinstitut selbst, sondern eine Partnergesellschaft der Plattformbetreibergesellschaft die weitere Forderungsverwaltung und den Forderungseinzug für den Kreditnehmer. *Polke* stellt die Frage in den Raum, ob neben der Bank auch die Plattformbetreibergesellschaft (der die Tätigkeit der Partnergesellschaft hier zugerechnet wird) durch ihre Stellung im Rahmen des Abtretungsmodells Kreditgeschäfte betreibt und damit unter eine staatliche Aufsicht zu stellen ist.³⁵⁵ Er stützt diese Überlegung auf teleologische Gesichtspunkte: Zum einen nehme die Plattformbetreibergesellschaft maßgeblichen Einfluss auf den Inhalt der Darlehensverträge, weiterhin übernehme sie (beziehungsweise die Partnergesellschaft) nach Vertragsschluss die Forderungsverwaltung für die Kreditgeber und könne somit unter anderem die Entscheidung über den Entzug des Darlehens treffen.³⁵⁶

³⁵⁴ Vgl. auch BaFin, Crowdlending, im Internet abrufbar unter: www.bafn.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html (letzter Abruf: 6.4.2021).

³⁵⁵ *Polke*, Crowdlending, S. 149 ff.

³⁵⁶ *Polke*, Crowdlending, S. 149.

Einer solchen Sichtweise ist im Ergebnis aber nicht zuzustimmen, da die Plattformbetreibergesellschaft das Gelddarlehen im Sinne des § 488 BGB nicht gewährt. In der Verwaltungspraxis der BaFin gewährt ein Darlehen nur, wer einen privatrechtlichen Darlehensvertrag im Sinne von § 488 BGB oder einen vergleichbaren Vertrag unter ausländischem Recht als Darlehensgeber schließt, während andere Stimmen auf die erstmalige Hingabe der Darlehensvaluta abstellen.³⁵⁷ Die Plattformbetreibergesellschaft wird jedoch weder Vertragspartei des Darlehensvertrages noch reicht sie die Darlehensvaluta erstmals an den Kreditnehmer aus.

Die von *Polke* vertretene schutzzweckbezogene Auslegung des Tatbestandsmerkmals knüpft dagegen nicht alleine am Vertragsschluss oder an der Valutierung des Darlehens an, sondern erkennt das „Gewähren“ eines Darlehens auch bei einer Berechtigung und Befähigung zum Entzug der Darlehensvaluta. Zur Kündigung des Darlehensvertrages ist aber nach dem Verkauf und der Abtretung der Teilforderungen an die Investoren weiterhin die Kooperationsbank als Darlehensgeber berechtigt und befähigt.³⁵⁸ In dieser Funktion hat die Bank auch dafür Sorge zu tragen, dass im Rahmen von Kündigungen die gesetzlichen Vorgaben eingehalten werden und insbesondere die Tatbestandsvoraussetzungen der gesetzlichen Kündigungsgründe vorliegen. Dass die Kooperationsbanken Mahnungen gegenüber dem Kreditnehmer im Falle des Zahlungsverzugs im Auftrag der Partnergesellschaft aussprechen,³⁵⁹ ist mangels rechtsgestaltender Auswirkung der Mahnung auf die Darlehensvaluta unerheblich. Eine Berechtigung und Befähigung zum Entzug der Darlehensvaluta haben daher weder die Plattformbetreibergesellschaft noch deren für die Forderungsverwaltung und den Forderungseinzug zuständige Partnergesellschaft. An diesem Ergebnis würde sich auch dann nichts ändern, wenn die Gesellschaften durch die Investoren bevollmächtigt wären, die Krediten zu entziehen, ohne dass dies in letzter Instanz durch die Bank überwacht werden würde.³⁶⁰ Eine Bevollmächtigung alleine wäre vom Wortlaut des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG nicht umfasst,³⁶¹ und auch dessen analoge Anwendung ist aufgrund des mit der enumerativen Aufzählung der Bankgeschäfte zum Ausdruck gebrachten Analogiever-

³⁵⁷ Vgl. zu den verschiedenen Begriffsbestimmungen des Tatbestandsmerkmals „gewähren“ oben, § 4 C. I. 1. c) aa) (2).

³⁵⁸ Auxmoney, Muster-Vertrag über den Verkauf und die Abtretung einer zukünftigen Verbraucherdarlehensforderung, § 6 (1). Der Übergang der forderungsbezogenen Gestaltungsrechte analog § 401 BGB mit dem Anspruch auf Darlehensrückzahlung wird wirksam abbedungen, vgl. oben, § 4 C. I. 1. c) aa) (4).

³⁵⁹ Vgl. Muster-Servicingvertrag zwischen CreditConnect GmbH und Investor, § 4 (9), abrufbar unter: www.auxmoney.com/contact/dokumente/lender/AnlageD.pdf (letzter Abruf: 7.4.2021).

³⁶⁰ Vgl. *Polke*, Crowdfunding, S. 150.

³⁶¹ *Polke*, Crowdfunding, S. 150.

bots ausgeschlossen.³⁶² Plattformbetreiber- und Partnergesellschaften gewähren damit auch nach der schutzzweckbezogenen Auslegung keine Gelddarlehen im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG.

Aus anderen Gründen ergibt sich ebenfalls keine Notwendigkeit einer staatlichen Aufsicht über die Plattformbetreiber- und deren Partnergesellschaften wegen des Betriebens des Kreditgeschäfts. So ist bei Vertragsschluss eine ausreichende Kontrolle der Vertragsinhalte dadurch gesichert, dass der Darlehensvertrag zwischen dem Kreditnehmer und einem staatlich beaufsichtigten Kreditinstitut zustande kommt.³⁶³ Das Institut ist darüber hinaus gem. § 25b Abs. 1 S. 1 KWG verpflichtet, bei der Auslagerung von Tätigkeiten, die für die Durchführung von Bankgeschäften, Finanzdienstleistungen oder sonstigen instituts-typischen Dienstleistungen wesentlich sind, Vorkehrungen zu treffen, um übermäßige zusätzliche Risiken zu vermeiden. Die Tätigkeit der Plattformbetreibergesellschaft und der Partnergesellschaft im Rahmen des Abtretungsmodells – so im Ergebnis auch *Polke* – erfüllen damit im Ergebnis den Tatbestand des Kreditgeschäfts nicht.

(2) Anleihemodell

Wie beim Abtretungsmodell kommt der Darlehensvertrag im Sinne der §§ 488 ff. BGB auch im Rahmen des Anleihemodells zwischen dem Kreditnehmer und der Kooperationsbank zustande. Die Beteiligung der Investoren an den Zahlungsflüssen der Kreditbeziehung unterscheidet sich dann aber erheblich von der beim Abtretungsmodell gewählten Lösung. Aus diesem Grund könnte die Frage, ob die Plattformbetreibergesellschaft das Kreditgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG betreibt, für das Anleihemodell anders als beim Abtretungsmodell zu beantworten sein. Fest steht schon an dieser Stelle, dass die Plattformbetreibergesellschaft weder am Abschluss des schuldrechtlichen Vertrages³⁶⁴ noch an der Auszahlung der Darlehensvaluta unmittelbar mitwirkt und so nach der Verwaltungspraxis der BaFin sowie der in der Literatur und Rechtsprechung vorherrschenden Ansicht nicht den Tatbestand des Kreditgeschäfts erfüllen würde. Unter Berücksichtigung der mit der Aufsicht über das (isoliert betriebene) Kreditgeschäft verfolgten Ziele werden Gelddarlehen aber auch von demjenigen gewährt, der berechtigt und befähigt ist, die Darlehensvaluta wieder zu entziehen. Ob die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Anleihemodells in eine derartige Position gelangt, bedarf der weiteren Klärung.

Nach Zustandekommen eines Kreditprojekts und Abschluss des korrespondierenden Darlehensvertrages erwirbt die Plattformbetreibergesellschaft das

³⁶² *Polke*, Crowdfunding, S. 150; vgl. auch *Canaris* BB 1978, 227 (228).

³⁶³ *Polke*, Crowdfunding, S. 150.

³⁶⁴ Anders versteht das Geschäftsmodell wohl *Eberle*, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 157, wenn er davon ausgeht, dass die Plattform selbst die Darlehen vergibt.

Darlehen von der Kooperationsbank. Aus den einsehbaren Dokumenten geht nicht klar hervor, wie sich dieser Erwerb dinglich vollzieht. Der Wortlaut weist aber auf eine Abtretung hin,³⁶⁵ die unter deutschem Recht nach den §§ 398 ff. BGB zu beurteilen wäre. Auch die zwischen den Parteien bestehende Interessenlage spricht gegen eine Vertragsübernahme, deren Wirksamkeit im Gegensatz zu einer Abtretung von der Zustimmung des Kreditnehmers abhängt. Die Plattformbetreibergesellschaft gelangt schon durch die Abtretung der Ansprüche auf Rück- und Zinszahlung in die wirtschaftliche Stellung, in der sie das Geschäftsmodell durch die Weiterleitung der Zahlungen an die Investoren weiterführen kann. Ein Interesse an einer noch stärkeren Beteiligung an dem Kreditverhältnis seitens der Plattformbetreibergesellschaft besteht daher nicht. Es ist daher von der Abtretung als Verfügungsgeschäft zur Erfüllung des Kaufvertrages zwischen Plattformbetreibergesellschaft und Kooperationsbank auszugehen.

Bei einer Abtretung gehen wie oben dargelegt die forderungsbezogenen Gestaltungsrechte analog § 401 BGB kraft Gesetzes auf den Zessionar über.³⁶⁶ Zu diesen Rechten gehören bei Darlehensrückzahlungsansprüchen jedenfalls die gesetzlich niedergelegten Rechte zur Kündigung und Fälligestellung des Darlehens. Regelungen zwischen den Parteien, die einen solchen Übergang und damit die Rechtswirkung des § 401 BGB im konkreten Fall abbedingen sollen, sind hier nicht ersichtlich. Es ist stattdessen ausdrücklich vorgesehen, dass die Plattformbetreibergesellschaft die Verwaltung der Kreditprojekte übernimmt und in diesem Zuge bei einem Zahlungsverzug des Kreditnehmers Maßnahmen zum Inkasso der ausstehenden Forderungen einleitet.³⁶⁷ Dafür muss sie aber auch Inhaberin entsprechender Kündigungsrechte sein. Es ist daher davon auszugehen, dass der Plattformbetreibergesellschaft im Zuge der Abtretung mit der Forderung auch die forderungsbezogenen Gestaltungsrechte übertragen werden und sie dementsprechend berechtigt und befähigt ist, dem Kreditnehmer das Darlehensvaluta zu entziehen. Nach der schutzzweckbezogenen Auslegung gewährt sie damit ein Gelddarlehen, womit ihre Tätigkeit im Rahmen des Anleihemodells unter den Tatbestand des Kreditgeschäfts fällt.

Da die Plattformbetreibergesellschaft unmittelbar nach dem Erwerb der Darlehen berechtigt und befähigt ist, die Darlehensvaluta bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen zu entziehen, kann an einem erlaubnispflichtigen Umfang im Sinne des § 32 Abs. 1 S. 1 KWG angesichts des Volumens der über die Crowdfunding-Plattform vermittelten Darlehen keine Zweifel bestehen: Die Schwelle von 500.000 Euro Gesamtkreditvolumen bei mehr als 20 Einzeldarle-

³⁶⁵ „After originating a Borrower Loan, WebBank [*Anm. d. Verf.: Kooperationsbank der Prosper Inc.*] sells and assigns such Borrower Loans to PFL [*Anm. d. Verf.: Prosper Funding LLC, Tochtergesellschaft der Prosper Inc.*], [...]“ vgl. Prosper, Prospekt, S. 6.

³⁶⁶ Vgl. oben, § 4 C. I. 1. c) aa) (2) (c).

³⁶⁷ Prosper, Prospekt, S. 8.

hen oder alternativ mehr als 100 Einzeldarlehen wird überschritten, so dass vom Erfordernis der Einrichtung eines in kaufmännischer Weise geführten Geschäftsbetriebs auszugehen ist. Die Plattformbetreibergesellschaft lässt sich für die Verwaltung der Darlehen auch durch eine Verwaltungsgebühr entlohnen,³⁶⁸ so dass sie insofern auch mit einer Gewinnerzielungsabsicht und somit gewerbsmäßig handelt. Im Ergebnis bedarf die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Anleihemodells damit einer Erlaubnis für das Kreditgeschäft.

(3) *Echtes Crowdlending*

Im Rahmen des echten Crowdlendings wird der Darlehensvertrag bei Zustandekommen des Kreditprojekts unmittelbar zwischen Investoren und Kreditnehmern geschlossen. Die Tätigkeit der Plattformbetreibergesellschaft Zopa Ltd. beschränkt sich in dieser Phase auf die Bereitstellung der Crowdlending-Plattform. Mangels Beteiligung am Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts und aufgrund der lediglich weiterleitenden Funktion beim Kapitalfluss von den Investoren zum Kreditnehmer gewährt die Plattformbetreibergesellschaft jedenfalls in dieser Phase kein Gelddarlehen im Sinne des gesetzlichen Wortlauts.

Zu einem anderen Ergebnis könnte man wiederum kommen, wenn man auf die Berechtigung und Befähigung zum Entzug der Darlehensvaluta abstellt.³⁶⁹ Grundsätzlich verbleiben die Darlehenskündigungsrechte als forderungsbezogene Gestaltungsrechte beim Investor als Darlehensgeber. Eine Abtretung dieser Rechte an die Zopa Ltd. bei Abschluss des Darlehensvertrags war aus den Geschäftsbedingungen nicht ersichtlich. Der Investor behielt somit bei einem normalen Verlauf des Kreditprojekts die Gestaltungsrechte aus dem Darlehensvertrag in seiner Hand. Für den Fall, dass der Kreditnehmer aber beispielsweise in Zahlungsschwierigkeiten geriet oder insolvent wurde, vereinbarten die Parteien eine aufschiebend bedingte Abtretung aller aus dem Darlehensvertrag resultierenden Ansprüche, Rechte und Zinsforderungen an die Plattformbetreibergesellschaft.³⁷⁰ Während sich die Investoren zur Befriedigung ihrer ausstehenden Forderungen aus dem Darlehensvertrag an den *Zopa Safeguard Trust* – eine Art Rettungsschirm für Gläubiger notleidender Kredite – wenden mussten, war die Plattformbetreibergesellschaft nach der Abtretung für das Inkasso beim Schuldner zuständig. Dazu leitet sie Maßnahmen ein, um die ausstehenden Forderungen einzutreiben.³⁷¹ Unter Zugrundelegung deutschen Rechts gehört dazu sicherlich die Kündigung des Darlehensvertrags oder die – falls die Voraussetzungen eines Verbraucherdarlehensvertrags im Sinne der §§ 491 ff. BGB vorliegen sollten – Gesamtfälligkeitstellung des Teilzahlungsdarlehens gem.

³⁶⁸ Prosper, Prospekt, S. 7.

³⁶⁹ Vgl. zur schutzzweckbezogenen Auslegung des Tatbestandsmerkmals „gewähren“ oben, § 4 C. I. 1. c) aa) (2) (c).

³⁷⁰ Zopa, Principles 6.7, 6.8.

³⁷¹ Zopa, Principle 6.10.

§ 498 BGB. Die Plattformbetreibergesellschaft war also bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen zum Entzug der Darlehensvaluta berechtigt und befähigt. Damit gewährte sie Gelddarlehen im Sinne des gesetzlichen Tatbestands.

Dieses Ergebnis lässt sich mit dem Schutzzweck der Aufsicht über das sowohl isoliert als auch in Verbindung mit dem Einlagengeschäft betriebene Kreditgeschäft begründen: Bezweckt werden soll (bei Kreditgeschäften in Verbindung mit dem Einlagengeschäft unter anderem) der Schutz des Kreditnehmers vor einem unerwarteten Entzug der Darlehensvaluta. Dabei soll durch die Aufsicht nicht nur verhindert werden, dass eine Darlehenskündigung unrechtmäßig, das heißt trotz des Fehlens der gesetzlichen Voraussetzungen, ausgesprochen wird. Der Kreditnehmer soll auch vor in diesem Sinne rechtmäßigen Kündigungen geschützt werden, wenn diese wirtschaftlich nicht sinnvoll oder vermeidbar sind.³⁷² Im Rahmen eines Antrags auf eine Erlaubnis gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG sind unter anderem Zuverlässigkeit und fachliche Expertise der verantwortlichen Personen nachzuweisen.³⁷³ Dadurch sollen diese in die Lage versetzt werden, wirtschaftlich weitsichtige Entscheidungen treffen zu können. Hierzu gehört unter anderem die Erkenntnis, dass ein Zuwarten statt sofortiger Kündigung des Darlehens trotz momentaner Zahlungsschwierigkeiten des Kreditnehmers eine erhöhte Wahrscheinlichkeit einer vollständigen Rückzahlung bietet, etwa weil in Zukunft eine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage des Kreditnehmers zu erwarten ist.³⁷⁴ Die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des echten Crowdfunding war in Folge ihrer Berechtigung und Befähigung zum Entzug der Valuta damit nicht nur dafür verantwortlich, dass Kündigungen rechtmäßig ausgesprochen werden. Daneben musste sie auch sicherstellen, dass rechtmäßige Kündigungen wirtschaftlich sinnvoll sind. So lässt sich das oben gefundene Ergebnis mit dem Schutzzweck der Aufsicht rechtfertigen.

Die Plattformbetreibergesellschaft müsste auch in einem nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG erlaubnispflichtigen Umfang handeln. Die Gesellschaft erwarb hier durch die aufschiebend bedingte Übertragung ein Anwartschaftsrecht an jedem Darlehensrückzahlungs- und Zinsanspruch. Ein solches entsteht unter anderem, wenn nach der Vornahme eines bedingten Rechtsgeschäfts die endgültige Rechtslage vom Eintritt der Bedingung abhängt, wobei der Bedingungseintritt nicht von einem Verhalten des Veräußerers abhängig sein darf.³⁷⁵ Im vorliegenden Fall hing der Eintritt der aufschiebenden Bedingung, das heißt eines der in den Zopa-Geschäftsbedingungen niedergelegten tatsächlichen Ereignisse, weder von einem Verhalten des Investors noch der Plattformbetreibergesellschaft ab. Dadurch erhielt die Plattformbetreibergesellschaft eine gesicherte Rechts-

³⁷² Polke, Crowdfunding, S. 105; vgl. zur Möglichkeit einer teleologischen Reduktion des Tatbestands des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG auch schon oben, § 4 C. I. 1. b).

³⁷³ Vgl. oben, § 2 C. II. 2. a) bb) (1).

³⁷⁴ So auch Polke, Crowdfunding, S. 106.

³⁷⁵ Vgl. Bork, in: Staudinger-BGB, Vorbemerkung zu § 158 ff. Rn. 53 f.

position hinsichtlich der Forderungsinhaberschaft und der dazugehörigen Gestaltungsrechte. Durch diese gefestigte Position sollte aus aufsichtsrechtlicher Perspektive gewährleistet sein, dass im Extremfall auch alle Darlehensverträge gleichzeitig bearbeitet werden könnten. Dies erfordert bei dem Geschäftsvolumen einer Crowdlending-Plattform – das derzeit jedenfalls ein Gesamtkreditvolumen von 500.000 Euro beziehungsweise 100 Einzeldarlehen übersteigt – die Einrichtung eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetriebs. Darüber hinaus ist die zweite Tatbestandsalternative eines gewerbsmäßigen Handels ebenfalls erfüllt, da die Gesellschaft im Rahmen ihrer unternehmerischen Tätigkeit handelte und hierbei Gewinnerzielungsabsicht hatte. Damit bestand für die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des echten Crowdlending wegen des Betriebens von Kreditgeschäften eine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 in Verbindung mit § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG.

cc) *Factoring gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG*

Das Factoring im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG bezeichnet den laufenden Ankauf von Forderungen auf der Grundlage von Rahmenverträgen mit oder ohne Rückgriff. Allgemein wird der gesetzliche Tatbestand des Factorings in drei Tatbestandsmerkmale untergliedert: Den Ankauf von Forderungen, der laufend und auf Grundlage von Rahmenverträgen erfolgen soll und dabei eine Finanzierungsfunktion erfüllen muss. Da die Gesellschaften im Rahmen des echten Crowdlending und des Abtretungsmodells die Forderungen aus dem Darlehensvertrag nicht selbst erwerben, kommt die Verwirklichung des Tatbestands alleine für die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Anleihe-modells in Betracht.

Bei im Rahmen von Factoringgeschäften gehandelten Forderungen handelt es sich typischerweise um Geldforderungen,³⁷⁶ so dass auch die aus den zwischen Kooperationsbank und Kreditnehmern geschlossenen Darlehensverträgen entstehenden Rückzahlungs- und Zinszahlungsansprüche unproblematisch erfasst sind. Unter Ankauf fällt jeder schuldrechtliche Vertrag, der auf den Erwerb der Forderung gerichtet ist.³⁷⁷ Die zwischen der Plattformbetreibergesellschaft und dem Kooperationskreditinstitut bestehende Rechtsbeziehung ist – abhängig vom Bestehen eines Weisungsrechts – entweder als Forderungskaufvertrag oder als Kommissionsvertrag einzuordnen. In beiden Fällen ist jeweils ein auf den Erwerb einer Forderung gerichteter schuldrechtlicher Vertrag zu erblicken. Weiterhin müsste zwischen der Gesellschaft und der Bank eine laufende Geschäftsbeziehung bestehen, in deren Rahmen die Gesellschaft immer wieder Forde-

³⁷⁶ BaFin, Merkblatt Factoring, Punkt III. 1.; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 140; *Reschke* BKR 2009, 141 (143).

³⁷⁷ BaFin, Merkblatt Factoring, Punkt III. 1.; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 141; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 184; *Reschke* BKR 2009, 141 (143).

rungen erwirbt.³⁷⁸ Das Geschäftsmodell von Prosper sieht gerade vor, dass die Plattformbetreibergesellschaft von dem Kooperationskreditinstitut sämtliche Forderungen aus Darlehensverträgen erwirbt, die über die Crowdfunding-Plattform vermittelt wurden. Es ist weiterhin davon auszugehen, dass in einer zwischen der Plattformbetreibergesellschaft und dem Kooperationskreditinstitut geschlossenen Kooperationsvereinbarung Regelungen zum fortlaufenden Erwerb der Darlehensforderungen enthalten sind. Die Veräußerung dieser Forderungen hat für die Kooperationsbank aber keine Finanzierungsfunktion, die nach dem Sinn und Zweck der Regelung für eine Aufsicht zwingend wäre.³⁷⁹ Sie begibt das Darlehen nur, weil sich die Plattformbetreibergesellschaft im Vorhinein dazu verpflichtet hat, die daraus resultierenden Forderungen umgehend zu erwerben.³⁸⁰ Da das Kreditinstitut so – wie im Rahmen des Abtretungsmodells – zu keinem Zeitpunkt ein Liquiditätsrisiko trägt, gibt es schon keinen Ansatzpunkt für die Finanzierungsfunktion.³⁸¹ Damit stellt der Erwerb der Darlehensforderungen durch die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Anleihe-modells kein Factoring im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG dar.

dd) Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG

Das Emissionsgeschäft ist gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien. Das Betreiben des Emissionsgeschäfts kommt für die Plattformbetreibergesellschaften im Rahmen des Abtretungs- und Anleihe-modells in Betracht, da dort Darlehensforderungen entweder unmittelbar oder mittelbar an die Investoren weitergeleitet werden.

(1) Abtretungsmodell

Fraglich ist für das Abtretungsmodell zunächst, ob der Tatbestand des Emissionsgeschäfts durch die an die Investoren verkauften und abgetretenen Darle-

³⁷⁸ BaFin, Merkblatt Factoring, Punkt III. 2.; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 142; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 183;

³⁷⁹ BT-Drucks. 16/11108, S. 55; vgl. auch BaFin, Merkblatt Factoring, Punkt III. 3.; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 143; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 185.

³⁸⁰ Vgl. für das Abtretungsmodell schon oben, § 4 C. I. 1. c) aa) (1) sowie *Polke*, Crowdfunding, S. 107.

³⁸¹ Der Vollständigkeit halber sei noch angemerkt, dass die Erfüllung des Tatbestands des Factorings nicht dazu führen würde, dass der Tatbestand des Kreditgeschäfts im Verhältnis der Plattformbetreibergesellschaft zum Kreditnehmer ausgeschlossen wird. Die vom Gesetzgeber angeordnete Subsidiarität des Kreditgeschäfts gegenüber dem Factoring wirkt sich nämlich einerseits alleine bei einem unechten Factoring aus (d. h. Factor übernimmt nicht das Delkredere- oder Forderungsausfallrisiko); zweitens betrifft es dort lediglich das Verhältnis zwischen dem Factor und dem Anschlusskunden, auf das nach Ansicht der BaFin und der h. M. mit den §§ 488 ff. BGB Darlehensrecht angewendet wird. Dann soll der Tatbestand des Factorings dem Kreditgeschäft nach dem Willen des Gesetzgebers vorgehen, vgl. BT-Drucks. 16/11108, S. 55.

hensforderungen überhaupt tangiert wird, da dessen Gegenstand nach dem gesetzlichen Wortlaut nur ein Finanzinstrument im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 KWG sein kann.³⁸² Die in Frage stehenden Darlehensforderungen könnten gem. § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 2 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG als Anlage, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewährt oder in Aussicht stellt, ein Finanzinstrument sein.³⁸³ Darauf kommt es letztlich aber nicht an, wenn die vom Tatbestand vorausgesetzte Übernahme der Finanzinstrumente für eigenes Risiko fehlt. Eine solche Übernahme läge insbesondere dann vor, wenn sich die Gesellschaft verpflichten würde, die Emission zu einem festgelegten Preis in den eigenen Bestand zu übernehmen und sich damit verpflichtet, das Absatzrisiko zu tragen (sogenannte feste Übernahmeverpflichtung).³⁸⁴ Die Gesellschaft ist im Rahmen des Abtretungsmodells an dem Verkauf und der anschließenden Abtretung der Darlehensforderungen nicht beteiligt; vielmehr findet dieser Prozess unmittelbar zwischen der Kooperationsbank und den Investoren statt. Die Gesellschaft kommt zu keinem Zeitpunkt in direkten Kontakt mit den Forderungen und kann sie daher auch nicht in den eigenen Bestand übernehmen. Darüber hinaus ist nicht ersichtlich, dass sich die Plattformbetreibergesellschaft für den (unwahrscheinlichen) Fall, dass der Verkauf an die Investoren scheitert, verpflichtet, die Darlehensforderungen von der Kooperationsbank zu erwerben und damit in den eigenen Bestand zu übernehmen. Sie übernimmt damit keinerlei eigenes Risiko aus der Emission. Damit erfüllt die Gesellschaft den Tatbestand des Emissionsgeschäfts im Rahmen des Abtretungsmodells – unabhängig von der Qualifikation der Darlehensforderungen als Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 KWG – nicht.³⁸⁵

(2) Anleihenmodell

Beim Anleihenmodell ist der Tatbestand unabhängig von der Qualifikation der *borrower payment dependent notes* als Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 KWG ebenfalls nicht erfüllt: Der Tatbestand erfasst lediglich sogenannte Fremdemissionen, also die erstmalige Ausgabe einer bestimmten Anzahl von Finanzinstrumenten durch ein Unternehmen (Emittent) unter Einschaltung von Dritten.³⁸⁶ Aufgrund der gesetzlich verlangten Übernahme von

³⁸² Vgl. auch BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, Punkt 1. a); Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 72.

³⁸³ Vgl. dazu Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 1 VermAnlG Rn. 83 und unten, § 4 C. III. 2. a) aa) (1).

³⁸⁴ Vgl. BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, Punkt 1. b) bb).

³⁸⁵ So im Ergebnis auch BaFin, Crowdfunding, im Internet abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdfunding/crowdfunding_artikel.html (letzter Abruf: 6.4.2021).

³⁸⁶ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 69; vgl. auch BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, Punkt 1. a).

Finanzinstrumenten sind dagegen solche Fälle nicht erfasst, in denen der Emittent der Mitwirkung Dritter zur Platzierung der von ihm emittierten Finanzinstrumente nicht bedarf (sogenannte Eigen- oder Selbstemission).³⁸⁷ Der Tatbestand kann damit nur in solchen Konstellationen zur Anwendung kommen, in denen (mindestens) ein Dreipersonenverhältnis mit Beteiligung von Emittenten, dem Kreis potentieller Erwerber und mindestens einem sogenannten Emissionsbegleiter vorliegt. Das Geschäftsmodell von Prosper sieht aber ausdrücklich vor, dass die Prosper-Notes von der Plattformbetreibergesellschaft selbst ausgegeben und den Investoren ohne Hinzuziehung eines Dritten zum Erwerb angeboten werden.³⁸⁸ Die Plattformbetreibergesellschaft ist somit selbst Emittentin der Finanzinstrumente, so dass mangels Übernahme von Finanzinstrumenten eine vom Tatbestand des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG nicht erfasste Eigenemission vorliegt. Der Tatbestand des Emissionsgeschäfts ist durch die Tätigkeit der Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Anleihemodells somit nicht erfüllt.

ee) Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG

Die Plattformbetreibergesellschaften könnten in sämtlichen Ausgestaltungen des Crowdlendings den Tatbestand der Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG erfüllen. Dies ist die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten. Die BaFin hält es insbesondere für möglich, dass die Plattformbetreibergesellschaften Willenserklärungen von Kreditnehmern und Investoren, die auf die Anschaffung oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtet sind, an diejenigen, mit dem der Anleger ein solches Geschäft abschließen will, als Bote weiterleitet.³⁸⁹

(1) Abtretungsmodell

Nach *Polke* ermöglicht die Tätigkeit der Plattformbetreibergesellschaft den Investoren im Abtretungsmodell einen Vertragsschluss über den Erwerb einer Vermögensanlage,³⁹⁰ wodurch sie den Tatbestand der Anlagevermittlung erfüllt.³⁹¹ Fraglich ist, ob dieses Ergebnis einer Überprüfung standhält. Als problematisch erweisen sich insofern zwei Punkte: Da sich eine Anlagevermittlung nach dem gesetzlichen Wortlaut ausschließlich auf Finanzinstrumente beziehen kann, muss es sich bei den durch die Bank an die Investoren abgetretenen Ansprüchen im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB zunächst um Finanzinstrumente

³⁸⁷ BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, Punkt 1. a); vgl. auch BGH, WM 2011, 255; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 69; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 113, 116; *du Buisson* WM 2003, 1401; *Weber* MMR 1999, 385 (389).

³⁸⁸ Vgl. Prosper, Prospekt, S. 7.

³⁸⁹ BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdfunding, Punkt 2.2.2.1.

³⁹⁰ *Polke*, Crowdfunding, S. 151.

³⁹¹ *Polke*, Crowdfunding, S. 151; vgl. auch allgemein *Begner* BaFin Journal 9/2012, 11 (13); vgl. für das Crowdfunding *Nietsch/Eberle* DB 2014, 1788 (1790).

handeln. Die in Frage stehenden Ansprüche könnten von § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 2 KWG erfasst sein, da sie als Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG einzustufen sind.³⁹² Damit könnten sie zeitgleich als Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 2 KWG Gegenstand einer Anlagevermittlung sein. Darauf kommt es allerdings nur an, wenn die Plattformbetreibergesellschaft die Geschäfte über deren Anschaffung oder Veräußerung durch ihre Tätigkeit vermittelt und andererseits keine Ausnahmvorschrift zugunsten der Plattformbetreibergesellschaft eingreift.

(a) Vermittlung durch Plattformbetreibergesellschaft

Eine Vermittlung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG erbringt zunächst, wer als Bote die Willenserklärung des Anlegers, die auf die Anschaffung oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtet ist, an denjenigen, mit dem der Anleger ein solches Geschäft abschließen will, weiterleitet.³⁹³ Soweit ersichtlich muss der Investor die Willenserklärungen zum Abschluss des Forderungskaufs- und Abtretungsvertrags bezüglich der Darlehensforderungen aber persönlich abgeben; die Auxmoney GmbH wird insofern nicht als Überbringerin der Willenserklärung der Anleger und damit nicht als deren Botin tätig. Die Vermittlung im Sinne der Anlagevermittlung erfasst jedoch darüber hinaus – inhaltsgleich mit dem Begriffsverständnis in § 34c GewO – das zielgerichtete Fördern der Abschlussbereitschaft des Anlegers, damit dieser ein Geschäft über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten mit einem Dritten abschließt.³⁹⁴ Eine Anlagevermittlung kann daher auch vorliegen, wenn die Gesellschaft bewusst und final auf den Investor einwirkt, damit dieser in Gestalt des Forderungskaufs- und Abtretungsvertrags ein Geschäft über die Anschaffung von Finanzinstrumenten abschließt.³⁹⁵ Eine bewusste und finale Förderung der Abschlussbereitschaft kann man hier darin erkennen, dass die Plattformbetreibergesellschaft betont, dass der Erfolg des gesamten Crowdfunding-Prozesses unter anderem vom Zustandekommen des Forderungskaufs- und Abtretungsvertrags zwischen der Kooperationsbank und dem Investor abhängt.³⁹⁶ Darin ist insbesondere nicht lediglich ein einfacher Hinweis auf ein bestimmtes Geschäft über die Anschaffung und Veräußerung eines Finanzinstruments zu erkennen.³⁹⁷ Die Plattformbetreibergesellschaft will die Investoren – schon aus eigenem wirtschaftlichem Interesse – vielmehr zum Abschluss des Vertrages bewegen. Die Plattformbetreibergesellschaft fördert damit be-

³⁹² Vgl. dazu unten, § 4 C. III. 2. a) aa) (1).

³⁹³ BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 1. a).

³⁹⁴ BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 1.a).

³⁹⁵ BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 1.a).

³⁹⁶ Beispielsweise in den Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 9 (3).

³⁹⁷ Ein solcher wäre als Nachweistätigkeit nicht vom Tatbestand der Anlagevermittlung umfasst, vgl. BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 1.a).

wusst und final die Abschlussbereitschaft der Investoren und erbringt damit eine Vermittlungsleistung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG.

(b) Tatbestandsmäßigkeit und Ausnahme von der Erlaubnispflicht

Die in Frage stehenden Ansprüche sind Gegenstand eines Forderungskaufs- und Abtretungsvertrags und somit von Geschäften über die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten. Die Plattformbetreibergesellschaft erfüllt den Tatbestand der Anlagevermittlung, indem sie bewusst und final auf die Investoren einwirkt, um diese zum Abschluss dieser Geschäfte zu bewegen. Für die Bestimmung eines erlaubnispflichtigen Umfangs der Anlagevermittlung enthält die Verwaltungspraxis der BaFin keine Richtwerte; es ist vielmehr eine Einzelfallbestimmung anhand der allgemeinen Kriterien des § 32 Abs. 1 S. 1 KWG vorzunehmen.³⁹⁸ Es ist aber davon auszugehen, dass die Anzahl der von der Gesellschaft vermittelten Geschäfte die Einrichtung eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs erforderlich macht, diese aber wenigstens gewerbsmäßig erbracht werden, so dass grundsätzlich vom Bestehen einer Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG auszugehen ist.

Für die Auxmoney GmbH greift jedoch jedenfalls die Ausnahmegvorschrift des § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG, wenn die Vermittlung von Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG die einzige von ihr erbrachte Finanzdienstleistung wäre und die weiteren Voraussetzungen der Ausnahmeregelung vorliegen.³⁹⁹ Dafür darf sie insbesondere nicht befugt sein, sich bei der Erbringung der Anlagevermittlung Eigentum oder Besitz an Geldern oder Anteilen von Kunden zu verschaffen. Wie bereits festgestellt, verschafft sich die Auxmoney GmbH gerade kein Eigentum oder Besitz an Geldern der Investoren. Insbesondere würden die Darlehensforderungen durch die Plattformbetreibergesellschaft – sollten sie als Vermögensanlagen zu qualifizieren sein – erstmals öffentlich angeboten werden. Rechtsfolge der Ausnahmeregelung nach § 2 Abs. 6 KWG wäre, dass das Unternehmen nicht als Finanzdienstleistungsinstitut gilt und damit keiner Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG bedarf.

(2) Echtes Crowdfunding

Im Rahmen des echten Crowdfunding leitet die Plattformbetreibergesellschaft als Botin des Kreditnehmers dessen Annahmeerklärung über den Abschluss eines Darlehensvertrages an potentielle Investoren weiter.⁴⁰⁰ Diese Botentätigkeit kann unproblematisch auf elektronischem Wege erfolgen, indem die Gesellschaft in Gestalt der Plattform ein EDV-System zur Verfügung stellt, über

³⁹⁸ BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 2.; vgl. auch *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 86.

³⁹⁹ *Polke*, Crowdfunding, S. 152; vgl. auch *Nastold* ZVertriebsR 2014, 366; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 139.

⁴⁰⁰ Vgl. beispielsweise Zopa, Principle 5.5.

das Willenserklärungen des Investors an potentielle Kreditnehmer weitergeleitet werden.⁴⁰¹ Damit erbringt die Plattformbetreibergesellschaft eine Vermittlungsleistung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG.

Gegenstand der Anlagevermittlung müssen aber Geschäfte über die Anschaffung und Veräußerung dieser Finanzinstrumente sein. Dies könnte für die Tätigkeit der Plattformbetreibergesellschaft zweifelhaft sein, da der Darlehensvertrag und damit die Ansprüche im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB durch die Weiterleitung der Willenserklärung des Anlegers erst entstehen. Eine weitere Übertragung der Rückzahlungs- und Zinsansprüche findet dann nicht mehr statt. Damit die Anlagevermittlung hier vorliegen kann, müsste also das Entstehen der Finanzinstrumente durch den Abschluss eines Rechtsgeschäfts unter die Begriffe der Anschaffung und Veräußerung subsumiert werden können. Als Anschaffung von Finanzinstrumenten ist insbesondere deren Kauf oder der Abschluss kaufähnlicher Verträge anzusehen, während eine Veräußerung vorliegt, wenn die Inhaberschaft an den Finanzinstrumenten durch Rechtsgeschäft unter Lebenden auf einen anderen übertragen wird.⁴⁰² Beide Alternativen haben gemein, dass in irgendeiner Form bereits bestehende Finanzinstrumente übergehen. Damit wäre das Entstehen der Darlehensforderungen nicht umfasst. Für dieses Ergebnis streiten systematische Überlegungen: Gewerbemäßige Darlehensvermittler benötigen schon nach § 34c Abs. 1 S. 1 Nr. 2 GewO einer gewerberechtiglichen Erlaubnis der zuständigen Behörde. Erfasst ist davon nach dem ausdrücklichen Wortlaut die Vermittlung des Abschlusses von Darlehensverträgen. Sollte die Plattformbetreibergesellschaft dagegen als Anlagevermittler eine bankaufsichtsrechtliche Erlaubnis benötigen, würde der Regelung des § 34c Abs. 1 S. 1 Nr. 2 GewO keine eigenständige Bedeutung mehr zukommen. Dies zeigt sich deutlich an § 34c Abs. 5 Nr. 1 GewO, nach dem Unternehmen, denen bereits eine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG erteilt wurde, keiner zusätzlichen gewerberechtiglichen Erlaubnis bedürfen. Es ist nicht davon auszugehen, dass der Gesetzgeber die gewerberechtigliche Erlaubnis obsolet machen wollte, zumal die Norm zuletzt zum Januar 2020 geändert und weiterhin im Gesetz belassen wurde.⁴⁰³ Die Entstehung der Darlehensansprüche aus § 488 Abs. 1 S. 2 BGB durch den Abschluss des Darlehensvertrags ist daher jedenfalls nicht als Anschaffung oder Veräußerung eines Finanzinstrumentes im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG anzusehen. Es kommt daher nicht darauf an, ob die Darlehensforderungen überhaupt Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 KWG sind; der Tatbestand der Anlagevermittlung ist unabhängig davon nicht erfüllt.

⁴⁰¹ BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 1. a); BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdfunding, Punkt 2.2.2.1.

⁴⁰² BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 1. b).

⁴⁰³ Vgl. die Normentwicklung unter <https://www.buzer.de/gesetz/3982/a55261.htm> (letzter Abruf: 7.4.2021).

(3) Anleihemodell

Eine Anlagevermittlung der Plattformbetreibergesellschaft nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG ist im Anleihemodell schon deshalb ausgeschlossen, weil die Gesellschaft selbst Emittent der *borrower payment dependent notes* ist. Wie beim Emissionsgeschäft ist für die Tatbestandsmäßigkeit der Anlagevermittlung ein Dreipersonenverhältnis zwischen Erwerber, Veräußerer und Vermittler erforderlich.⁴⁰⁴ Im Anleihemodell wäre die Plattformbetreibergesellschaft aber gleichzeitig als Veräußerer und Vermittler zu qualifizieren. Eine Vermittlung kann aber nicht erbringen, wer das Finanzinstrument gleichzeitig veräußert. Für dieses Ergebnis spricht auch, dass dem Begriff der Vermittlung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG dieselbe Bedeutung zukommt, die ihm auch in § 34c GewO zukommt.⁴⁰⁵ Auch dort kommt die Vermittlung eines Darlehens durch denjenigen, der das Darlehen selbst gewährt, nicht in Betracht.⁴⁰⁶ Damit ist der Tatbestand der Anlagevermittlung durch die Plattformbetreibergesellschaft im Anleihemodell nicht erfüllt.

ff) Betrieb eines multilateralen Handelssystems gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG

Die Plattformbetreibergesellschaften könnten durch die Bereitstellung der plattformbasierten Kreditmarktplätze ein multilaterales Handelssystem im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG betreiben. Darunter versteht man den Betrieb eines multilateralen Systems, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt.

Im Rahmen des echten Crowdlendings wurden über die Crowdfunding-Plattform der Zopa Ltd. Darlehensverträge zwischen Investoren und Kreditnehmern abgeschlossen. Weitere Rechtsgeschäfte wurden darüber hinaus nicht abgeschlossen, insbesondere kommt es nicht zu einem Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Der Begriff „Interesse am Kauf und Verkauf“ ist zwar weit zu verstehen,⁴⁰⁷ der Abschluss eines Darlehensvertrags kann unter diesen eindeutig auf Kaufgeschäfte abzielenden Wortlaut jedoch nicht subsumiert werden. Damit betreibt die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des echten Crowdfunding kein multilaterales Handelssystem.

⁴⁰⁴ So wohl auch Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 134; vgl. zum Emissionsgeschäft oben, § 4 C. I. 3. b) dd).

⁴⁰⁵ BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, Punkt 1.a).

⁴⁰⁶ Marks, in: Landmann/Rohmer (Hrsg.), GewO, § 34c Rn. 25; Ennuschat, in: Tettinger/Wank/Ennuschat (Hrsg.), GewO, § 34c Rn. 16.

⁴⁰⁷ Vgl. Erwägungsgrund 6 zur MiFID I; vgl. auch. BT-Drucks. 16/4028 (zu § 2 Abs. 3 Nr. 8 WpHG a. F.); BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem, Punkt 1. b); Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 101.

Die Plattformbetreibergesellschaft im Anleihenmodell agiert ebenfalls nicht im Anwendungsbereich der Norm, da sie ein lediglich bilaterales System zur Verfügung stellt, in dem der Investor den Kaufvertrag über die Prosper-Notes mit der Gesellschaft als Betreiber des Systems selbst abschließt.⁴⁰⁸ Lediglich bilaterale Systeme werden vom Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG nicht erfasst.⁴⁰⁹

Im Rahmen des Abtretungsmodells bringt die Plattformbetreibergesellschaft dagegen die Kooperationsbank und die Investoren zum Abschluss von Forderungskauf- und Abtretungsverträgen zusammen. Gegenstand dieser Verträge könnten Ansprüche aus § 488 Abs. 1 S. 2 BGB und damit Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 2 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 2 Nr. 7 Verm-AnlG sein.⁴¹⁰ Voraussetzung für die Tatbestandmäßigkeit ist jedoch, dass es innerhalb des Systems zu einem Vertragsschluss kommen muss.⁴¹¹ Die Forderungskauf- und Abtretungsverträge werden jedoch nicht auf der Plattform selbst abgeschlossen, sondern werden außerhalb des Marktplatzes zwischen der Kooperationsbank und dem Investor geschlossen.⁴¹² Daher ist der Betrieb der Crowdlending-Plattform durch die Auxmoney GmbH nicht als der Betrieb eines multilateralen Handelssystems im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG einzuordnen.⁴¹³

gg) *Abschlussvermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 2 KWG*

Laut ihrem Auslegungsschreiben zum Crowdlending kommt nach der BaFin eine Abschlussvermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 2 KWG in Betracht, wenn die Plattformbetreibergesellschaften bei der Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten als Stellvertreter des Anlegers tätig werden.⁴¹⁴ Eine Abschlussvermittlung beschreibt die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung. Die Tatbestandmäßigkeit setzt damit eine offene Stellvertretung voraus.⁴¹⁵ Eine solche lässt sich

⁴⁰⁸ Vgl. Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 100.

⁴⁰⁹ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 100; Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, § 1 Rn. 151.

⁴¹⁰ Vgl. unten, § 4 C. III. 2. a) aa) (1).

⁴¹¹ BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem, Punkt 1. d).

⁴¹² Vgl. dazu auch die Nutzungsbedingungen der Auxmoney GmbH, nach denen der zur Erlangung der Ansprüche der Abschluss eines Vertrags über den Verkauf und die Abtretung einer zukünftigen Verbraucherdarlehensforderung zwischen Anleger und kreditgebender Bank *außerhalb des Marktplatzes* [Hervorhebung durch Bearbeiter] erforderlich ist, Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger, § 9 (3).

⁴¹³ Da der Vertragsschluss außerhalb des Systems zustande kommt, kann stattdessen der Tatbestand der Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG erfüllt sein, vgl. BaFin, Merkblatt multilaterale Handelssysteme, Punkt 1. d). Vgl. dazu aber oben, § 4 C. I. 3. b) ee) (1).

⁴¹⁴ BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdlending, Punkt 2.2.2.1.

⁴¹⁵ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 108; Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 157.

bei keinem der vorgestellten Geschäftsmodelle erkennen. Insbesondere beim echten Crowdfunding leitet die Plattformbetreibergesellschaft die Willenserklärung des Kreditnehmers zum Abschluss des Kreditnehmers durch die Abgabe einer *confirmed bid* als Botin – und damit eben nicht als Stellvertreterin – an die Investoren weiter. Den Tatbestand der Abschlussvermittlung erfüllen die Plattformbetreibergesellschaften damit in den vorgestellten Geschäftsmodellen nicht.

b) Platzierungsgeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1c KWG

Das Platzierungsgeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1c KWG setzt als Sonderfall der Abschlussvermittlung das Platzieren von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung und damit ebenfalls eine offene Stellvertretung voraus. Dafür müsste die Plattformbetreibergesellschaft eine eigene, auf den Erwerb oder die Veräußerung gerichtete Willenserklärung abgeben.⁴¹⁶ Dies kommt lediglich für die Gesellschaft im Rahmen des Anleihemodells in Betracht, da diese die aus dem Darlehen resultierenden Rückzahlungs- und Zinsansprüche von der Kooperationsbank erwirbt. Der Erwerb erfolgt aber nicht im Namen des Anlegers, sondern im eigenen Namen; darüber hinaus wird die Gesellschaft nicht im Rahmen einer erforderlichen Platzierungsabrede tätig.⁴¹⁷ Die erworbenen Forderungen sollen weder am Kapitalmarkt noch an einen begrenzten Personenkreis veräußert werden, sondern zur Finanzierung der Zahlungen aus den *borrower payment dependent notes* bei der Plattformbetreibergesellschaft verbleiben. Damit ist der Tatbestand des Platzierungsgeschäfts durch den Erwerb der Darlehensforderungen durch die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Anleihemodells nicht erfüllt.

c) Zwischenergebnis

In sämtlichen Crowdfunding-Modellen besteht somit zunächst keine Erlaubnispflicht der Investoren aufgrund des Betriebens des Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG. Im Rahmen des Anleihemodells kommt der Investor schon gar nicht in Kontakt mit dem schuldrechtlichen Darlehensvertrag. Obwohl den Investoren im Abtretungsmodell die Forderungen aus dem Darlehensvertrag abgetreten werden, gewähren sie in der konkreten Ausgestaltung der Auxmoney GmbH nach keiner der vertretenen Ansichten ein Gelddarlehen. Beim echten Crowdfunding gewähren die Investoren das Gelddarlehen nach dem Wortlaut der Norm dagegen und erfüllen so den Tatbestand des Kreditgeschäfts. Eine Erlaubnispflicht besteht regelmäßig dennoch nicht, da das Merkmal der Gewerbsmäßigkeit teleologisch zu reduzieren ist. Ob die BaFin solche

⁴¹⁶ BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdfunding, Punkt 2.2.2.2.

⁴¹⁷ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 106; am Erfordernis einer Platzierungsabrede zweifelnd Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 155.

teleologischen Gesichtspunkte im Rahmen ihrer Aufsichtspraxis berücksichtigt, kann jedoch nicht mit Sicherheit angenommen werden. Die speziell zum Crowdlending veröffentlichten Verlautbarungen lassen dies allerdings nicht vermuten, sodass die Gefahr der Durchsetzung einer Erlaubnispflicht gegenüber den Investoren im echten Crowdlending wie ein Damoklesschwert über dem in Deutschland betriebenen Geschäftsmodell schweben würde. Da es sich dabei größtenteils um Privatpersonen handelt, die die Voraussetzungen der Erlaubniserlangung und den Anforderungen an die organisatorische Struktur nicht erfüllen (können), wirkt schon die drohende Durchsetzung einer Erlaubnispflicht durch repressive Aufsichtsinstrumente prohibitiv und schließt so das echte Crowdlending in Deutschland faktisch aus. Dass allein die Vereinbarung eines qualifizierten Rangrücktritts und die damit verbundene Schlechterstellung der Investoren im Rahmen des Rangrücktrittsmodells zu einem anderen Ergebnis führt, weist eine wertungsmäßige Schiefe auf und ist deshalb zu kritisieren.

Die Kreditnehmer erfüllen den Tatbestand des Einlagengeschäfts nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG im Abtretungs- und Anleihemodell schon deshalb nicht, weil sie die Darlehensvaluta von einem Kreditinstitut und damit nicht vom Publikum erhalten. Im Rahmen des echten Crowdlendings ist der Tatbestand nach seinem Wortlaut wiederum erfüllt, allerdings ist dieser hier teleologisch zu reduzieren. Daneben bestehen unter einem Kreditvolumen von 12.500 Euro erhebliche Zweifel an einem erlaubnispflichten Umfang der Geschäftstätigkeit. Wie beim Kreditgeschäft vertritt die BaFin hier offenbar eine andere Rechtsauffassung. Es steht somit zu befürchten, dass sie gegenüber den privaten Kreditnehmern jeweils mit repressiven Mitteln eine Erlaubnispflicht durchsetzen würde. Auch dann wäre das echte Crowdlending letztlich nicht durchführbar.

Die Plattformbetreibergesellschaft trifft lediglich im Abtretungsmodell keine Erlaubnispflicht. Insbesondere nutzt sie die Ausnahme des § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG, so dass keine Erlaubnispflicht wegen einer Anlagevermittlung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG besteht. Sowohl im echten Crowdlending als auch im Anleihemodell treffen die Plattformbetreibergesellschaften dagegen eine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG. In beiden Fällen betreiben die Gesellschaften das Kreditgeschäft, da sie jeweils zum Entzug der Darlehen berechtigt und befähigt sind. Eine solche (finale) Berechtigung steht der Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Abtretungsmodells aufgrund der zwischen ihr und dem Kooperationskreditinstitut getroffenen Vereinbarung nicht zu. Im echten Crowdlending betreibt die Plattformbetreibergesellschaft zudem das Einlagengeschäft; insbesondere greift hier keine Ausnahmenvorschrift ein. Weitere erlaubnispflichtigen Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen nach dem KWG kommen jeweils nicht in Betracht.

Dies zeigt letztlich, dass die bankaufsichtsrechtliche Behandlung von Crowdlending-Geschäftsmodellen trotz des gleichen wirtschaftlichen Ziels und funk-

tionaler Vergleichbarkeit durch unterschiedliche Ausgestaltungen ganz maßgeblich beeinflusst wird. Es ist allerdings nicht ersichtlich, dass das Abtretungsmodell – bei dem Beteiligten durch die Einschaltung einer lizenzierten *fronting bank* nicht reguliert werden – gegenüber den anderen Ausgestaltungen entscheidende Vorteile aufweist, die eine derart unterschiedliche Regulierung rechtfertigen würden. Insbesondere die Tatsache, dass das Kooperationskreditinstitut die finale Berechtigung zum Entzug der Darlehensvaluta innehat, genügt hier nicht, steht doch in der Rechtswirklichkeit zu erwarten, dass dieses im Auftrag der Plattformbetreibergesellschaft tätig wird. Die Ausführungen zum Rangrücktrittsmodell zeigen im Vergleich zum echten Crowdlending weiterhin, dass nicht ohne Weiteres an althergebrachten Grundsätzen des Bankaufsichtsrechts festgehalten werden sollte, ohne diese angesichts der neuen Realität der FinTech 3.0-Phase einer kritischen Überprüfung zu unterziehen.

II. Erlaubnispflichten nach dem ZAG

Für die Plattformbetreibergesellschaften kommt neben einer Erlaubnispflicht nach dem KWG auch eine solche aus § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG in Betracht. Einer Erlaubnis bedarf hiernach, wer im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Zahlungsdienste als Zahlungsinstitut erbringen will. Aus Sicht der BaFin kommt insbesondere der Zahlungsdienst des Finanztransfersgeschäfts gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG in Betracht, wenn die Plattformbetreibergesellschaft Gelder von Investoren annimmt und diese an die Kreditnehmer weiterleitet.⁴¹⁸ Unter das Finanztransfersgeschäft fallen gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG solche Dienste, bei denen ohne Einrichtung eines Zahlungskontos auf den Namen des Zahlers oder eines Zahlungsempfängers ein Geldbetrag des Zahlers ausschließlich zur Übermittlung eines entsprechenden Betrags an den Zahlungsempfänger oder an einen anderen, im Namen des Zahlungsempfängers handelnden Zahlungsdienstleister entgegengenommen wird oder bei dem der Geldbetrag im Namen des Zahlungsempfängers entgegengenommen und diesem verfügbar gemacht wird.

Insofern scheidet eine Erlaubnispflicht nach dem ZAG für die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Abtretungsmodells schon an dieser Stelle aus, da sie zu keinem Zeitpunkt in den Besitz von Geldern der Investoren oder Kreditnehmer kommt.⁴¹⁹ Dagegen ist es sowohl beim echten Crowdlending als auch beim Anleihemodell vorgesehen, dass die Investoren zunächst Gelder bei

⁴¹⁸ BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdlending, Punkt 2.2.2.3; BaFin, Crowdlending, abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html (letzter Abruf: 7.4.2021); vgl. auch *Begner* BaFin Journal 9/2012, 11 (14).

⁴¹⁹ Vgl. auch *Polke*, Crowdlending, S. 167.

den Plattformbetreibergesellschaften einzahlen müssen, bevor sie an Kreditprojekten partizipieren können. Zu prüfen ist entsprechend, ob die Plattformbetreibergesellschaften dadurch das Finanztransfergeschäft erbringen und damit einer Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG unterliegen.

1. Echtes Crowdlending

Um sicherzustellen, dass die Darlehensvaluta bei Zustandekommen eines Kreditprojekts zeitnah an den Kreditnehmer ausgezahlt werden kann, mussten die Investoren die Gelder zunächst auf den sogenannten *Zopa customers' account* einzahlen.⁴²⁰ Dabei handelte es sich um ein abgesondertes, auf den Namen der Zopa Ltd. lautendes Konto bei einem lizenzierten Kreditinstitut, das einzig dem Zweck diente, Geldbeträge zu halten, an denen die Investoren materiell berechtigt sind.⁴²¹ Im auf der Plattform einsehbaren *Zopa wallet* wurde dem einzelnen Investor nebenbuchhalterisch angezeigt, welche Gelder ihm auf dem *Zopa customers' account* zustehen.⁴²² Bei Zustandekommen eines Kreditprojekts wurde die Darlehensvaluta durch die Plattformbetreibergesellschaft an den Kreditnehmer weitergeleitet; gleichzeitig wurde der als Darlehen gewährte Betrag vom *Zopa wallet* des Investors abgezogen.⁴²³ Fraglich ist nun, ob die Plattformbetreibergesellschaft dadurch den Tatbestand des Finanztransfergeschäfts gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KWG erfüllte. Dies wird teilweise unter dem Hinweis abgelehnt, dass eine Einordnung der Plattformbetreibergesellschaft selbst als Zahlungsdienstleister aufgrund der Beauftragung eines Kreditinstituts mit der treuhänderischen Verwahrung der Gelder ausscheidet.⁴²⁴

Kennzeichnendes Merkmal des Finanztransfergeschäfts ist, dass im Gegensatz zu anderen Zahlungsdiensten aus § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 ZAG kein Zahlungskonto im Sinne des § 1 Abs. 17 ZAG auf den Namen des Zahlers oder Zahlungsempfängers eingerichtet wird.⁴²⁵ Es werden jedoch nicht sämtliche Konstellationen, in denen ein Zahlungskonto eingesetzt wird, vom Tatbestand ausgeschlossen; entscheidend ist allein, dass ein solches nicht auf den Namen des Zahlers oder Zahlungsempfängers eingerichtet wird.⁴²⁶ Wären die *Zopa customers' accounts* Zahlungskonten im Sinne des § 1 Abs. 17 ZAG, würde dies ein Finanztransfergeschäft demnach nicht ausschließen, sind diese Konten doch

⁴²⁰ Zopa, Principle 4.1.

⁴²¹ „Any segregated bank account we maintain with Royal Bank of Scotland (or such other UK bank as we may choose from time to time) for the sole purpose of holding funds to which Zopa Customers are beneficially entitled in accordance with these Principles and/or any Loan Contract“, vgl. Zopa, Principle 20.

⁴²² Zopa, Principle 20.

⁴²³ Zopa, Principle 4.6.

⁴²⁴ So für das Crowdinvesting *Nietsch/Eberle* DB 2014, 1788 (1791).

⁴²⁵ Vgl. BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 2. e); *Danwerth*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 113; *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 6 Rn. 90.

⁴²⁶ *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 6 Rn. 91.

ausdrücklich nicht auf den Namen des Investors, sondern auf den der Plattformbetreibergesellschaft eingerichtet. Durch diese Differenzierung werden laut BaFin auch sogenannte Treuhandkonstellationen vom Tatbestand des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG erfasst, in denen der Transfer über Treuhandsammel- oder Poolkonten, die nicht auf den Namen des Zahlers oder Zahlungsempfängers lauten, abgewickelt wird.⁴²⁷ Die für den Kontoinhaber fremden Gelder werden durch diesen treuhänderisch verwaltet und weitergeleitet, wobei über eine Nebenbuchhaltung nachvollzogen werden kann, wem welche Gelder zustehen.⁴²⁸ Diese Konstellation entsprach der Situation beim echten Crowdfunding: Dort ist Kontoinhaberin die Plattformbetreibergesellschaft, während die Investoren an den auf den Konten liegenden Geldern materiell berechtigt sind. Die Gesellschaft verwaltete die Gelder treuhänderisch und leitete sie bei Zustandekommen eines Kreditprojekts über die Plattform an die Kreditnehmer weiter. Über eine im *Zopa wallet* dargestellte Nebenbuchhaltung konnten die Investoren nachvollziehen, welche Gelder ihnen jeweils zustehen. Daher liegt ohne ein auf den Namen des Investors eingerichtetes Zahlungskonto das wesentliche Merkmal des Finanztransfersgeschäfts im Fall des echten Crowdfunding vor.

Die Notwendigkeit einer staatlichen Aufsicht leuchtet in diesen Treuhandkonstellationen trotz Nutzung eines Zahlungskontos bei einem regulierten Kreditinstitut ein. Die Plattformbetreibergesellschaft ist als Treuhänderin rechtlich zwar nicht berechtigt, aber dennoch in der Lage, die Gelder beliebig zu transferieren – das rechtliche Können im Außenverhältnis überschreitet das rechtliche Dürfen im Innenverhältnis. Geschieht einer dieser Transfers pflichtwidrig, können aus dem Treuhandverhältnis zwar möglicherweise Ansprüche aus einer Pflichtverletzung entspringen. Dabei trägt der Investor jedoch das Insolvenzrisiko der Plattformbetreibergesellschaft. Eine staatliche Aufsicht wirkt demgegenüber präventiv, indem sie auch nach dem ZAG für eine Erlaubniserteilung gewisse Kenntnisse und Fähigkeiten der verantwortlichen Personen voraussetzt.⁴²⁹ Dadurch sollen Pflichtverletzungen durch den pflichtwidrigen Umgang mit Geldern von vornherein vermieden werden. Eine präventive staatliche Aufsicht bewirkt damit gegenüber einem rein repressiven Rechtsschutz in Gestalt von vertraglichen oder deliktischen Ansprüchen einen besseren und vorgelagerten Schutz der Investoren. Die weiteren Voraussetzungen eines Finanztransfersgeschäfts sind unproblematisch erfüllt: Es handelt sich bei den von den Investoren eingezahlten Mitteln um einen Geldbetrag, wobei im Prinzip jede Form von Geld erfasst wird.⁴³⁰ Die Plattformbetreibergesellschaft nimmt diese darüber hinaus zur Übermittlung an den Zahlungsempfänger oder an des-

⁴²⁷ BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 2. e); vgl. auch *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 6 Rn. 92.

⁴²⁸ *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 6 Rn. 92.

⁴²⁹ Vgl. dazu oben, § 2 C. II. 2. a) (1).

⁴³⁰ *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 6 Rn. 86.

sen Zahlungsdienstleister an, da die Gelder letztlich zum Kreditnehmer transferiert werden sollen. Der für eine Erlaubnispflicht erforderliche Geschäftsumfang kann für eine Crowdlending-Plattform angenommen werden. Damit besteht für die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des echten Crowdlendings eine Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 in Verbindung mit § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG.⁴³¹ Zu beachten ist aber, dass eine eigenständige Erlaubnispflicht nach dem ZAG entfällt, wenn die Plattformbetreibergesellschaft im Inland als CRR-Kreditinstitut im Sinne von § 1 Abs. 3d S. 1 KWG zugelassen ist. Dann gilt sie gem. § 1 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 ZAG auch ohne eigenständige ZAG-Erlaubnis als Zahlungsdienstleister.

2. Anleihemodell

Im Rahmen des Anleihemodells können sich Investoren wie dargestellt durch den Erwerb von *borrower payment dependent notes* mittelbar an einem Kreditprojekt beteiligen. Gebote zum Kauf solcher *borrower payment dependent notes* können sie erst dann abgeben, wenn sie den Betrag, den sie investieren wollen, auf den sogenannten *funding account* der Plattformbetreibergesellschaft eingezahlt haben. Dieser *funding account* ist ein im Namen der Gesellschaft und auf Rechnung der Investoren bei einem lizenzierten Kreditinstitut geführtes Sammelkonto, wobei durch eine Nebenbuchhaltung die eingezahlten Beträge eines jeden Investors nachvollzogen werden.⁴³² Insoweit ist der Ablauf mit dem echten Crowdlending durchaus vergleichbar.

Vom echten Crowdlending unterscheidet sich das Anleihemodell insbesondere durch die sich dem Zustandekommen des Kreditprojekts anschließende Verwendung der eingezahlten Beträge. Die Plattformbetreibergesellschaft leitet diese nicht als Darlehensvaluta an die Kreditnehmer weiter, da sie aus Sicht der Investoren stattdessen zur Erfüllung des Anspruchs auf Kaufpreiszahlung aus dem Kaufvertrag über den Erwerb der *borrower payment dependent notes* dienen. Im weiteren Ablauf nutzt die Plattformbetreibergesellschaft die Gelder dann, um die Darlehen von der Kooperationsbank zu erwerben. Fraglich ist, ob auch diese Verwendung der eingezahlten Gelder zu einer Erlaubnispflicht der Plattformbetreibergesellschaft gem. § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG führt. Dagegen spricht

⁴³¹ So auch *Scholz-Fröbling* BKR 2017, 133 (135). Dagegen gehen *Nietsch* und *Eberle* für Crowdinvesting-Geschäftsmodelle davon aus, dass eine Einordnung der Plattformbetreibergesellschaften als Zahlungsdienstleister ausscheidet, wenn sie ein Kreditinstitut mit der treuhänderischen Verwahrung der Gelder beauftragt, vgl. *Nietsch/Eberle* DB 2014, 1788 (1791).

⁴³² Auf Nachfrage bei der Prosper, wie der Transfer der Gelder durch die Investoren bei Prosper organisiert ist, erhielt der *Verfasser* am 11.1.2018 per E-Mail die folgende Antwort: "Investors transfer funds directly from their own bank account to the Prosper 'omnibus account' at Wells Fargo Bank. The omnibus account at Wells Fargo is titled under Prosper's name, but held for the benefit of the investors. Prosper maintains a ledger on its system of all the funds in the omnibus account, with sub-ledgers for each investor. Prosper does not hold any funds directly, as it is not licensed to hold deposits."

schon, dass Zahlungsdienste typischerweise in einer Dreiecksbeziehung zwischen Zahler, Zahlungsempfänger und Zahlungsdienstleister erbracht werden.⁴³³ Im Geschäftsmodell von Prosper ist die Plattformbetreibergesellschaft aber selbst Zahlungsempfänger, da das Valutaverhältnis in Form des Kaufvertrages über die *borrower payment dependent notes* rechtlich letztendlich zwischen ihr und den Investoren zustande kommt.

Nach dem Willen des Gesetzgebers sollen jedoch auch solche Konstellationen als Zahlungsdienste erfasst sein, wenn der Vorgang trotz der rechtlichen Gestaltung aus wirtschaftlicher Sicht eine Zahlungsabwicklung im Dreiecksverhältnis bezwecken soll.⁴³⁴ Eine solche Umgehung könnte darin zu sehen sein, dass die Plattformbetreibergesellschaft die Gelder zum Erwerb der Darlehensforderungen umgehend an das Kooperationskreditinstitut weiterleitet und sich die Konstellation so möglicherweise wirtschaftlich als Zahlung der Investoren an die Bank darstellt. Dagegen spricht aber die Zwischenschaltung der *borrower payment dependent notes*: Einerseits erfolgen die Zahlungen dadurch im Rahmen unterschiedlicher Schuldverhältnisse und nicht – wie in der vom Gesetzgeber erkannten Situation – im Rahmen einer an den Zahlungsdienstleister abgetretenen Forderung. Darüber hinaus kommen die Investoren mit den von der Kooperationsbank verkauften Darlehensforderungen nicht in unmittelbarem Kontakt. Dementsprechend geht der Gesetzgeber davon aus, dass die Qualifikation einer Leistung als Zahlungsdienst in einem scheinbaren Zahlungsdreieck dadurch verhindert werden kann, dass der Dienstleister von Anfang an mit allen Pflichten als Verkäufer in den Kaufvertrag eintritt.⁴³⁵ Für einen solchen Eintritt in den Kaufvertrag besteht hier schon keine Notwendigkeit, da die Plattformbetreibergesellschaft sogar selbst einen solchen mit den einzelnen Investoren abschließt. Damit ist die Plattformbetreibergesellschaft selbst als Zahlungsempfänger anzusehen. Das Erbringen eines Zahlungsdienstes und damit die Qualifikation als Zahlungsinstitut im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 ZAG bleibt damit außer Betracht. Eine Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG besteht für die Plattformbetreibergesellschaft im Anleihemodell somit nicht.

III. Exkurs: Kapitalmarktrechtliche Prospektpflichten

Außerhalb des Bankaufsichtsrechts im engeren Sinne ist für das Crowdfunding das Bestehen einer kapitalmarktrechtlichen Prospektpflicht von besonderem Interesse. Grund dafür ist, dass der deutsche Gesetzgeber mit dem Kleinanle-

⁴³³ BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 2.

⁴³⁴ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie, BT-Drucks. 18/11495, S. 104.

⁴³⁵ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie, BT-Drucks. 18/11495, S. 104.

gerschutzgesetz mit § 2a VermAnlG eine spezielle Regelung betreffend die Prospektpflicht bei Schwarmfinanzierungen geschaffen hat, zu denen das Crowdfunding begrifflich zweifelsohne gehört. Wie oben bereits angedeutet, handelt es sich dabei um den ersten und zunächst einzigartigen Versuch des deutschen Gesetzgebers, das Spannungsverhältnis zwischen der Rechtsordnung und einer FinTech-Innovation für ein Teilgebiet des Finanzmarktrechts aufzulösen.⁴³⁶ Ob dies der Regelung gelingt, soll im Folgenden anhand der praktischen Anwendung geprüft werden.

Gesetzlich nicht definiert, versteht man unter einem Prospekt allgemein ein gesetzlich vorgeschriebenes Dokument, das Informationen über ein Unternehmen oder eine Anlagemöglichkeit enthält.⁴³⁷ Prospektpflichten werden an verschiedenen Stellen statuiert, jeweils abhängig von der konkreten Anlageform: Für Wertpapiere ergibt sich eine solche Pflicht seit Inkrafttreten der Prospekt-VO aus Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO, für offene Publikumsinvestmentvermögen aus § 164 Abs. 1 KAGB und schließlich für Vermögensanlagen aus § 6 VermAnlG. Daneben kommen weitere kapitalmarktrechtliche Pflichten in Betracht, zum Beispiel die Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts gem. § 13 VermAnlG. Ob solche Pflichten auch für die Beteiligten am Crowdfunding-Prozess bestehen, ist Gegenstand des folgenden Unterkapitels. Da Prospektpflichten aus dem KAGB hier nicht ernsthaft in Betracht kommen, beschränken sich die Ausführungen auf solche aus der Prospekt-VO und dem VermAnlG. Dabei werden aufgrund der Subsidiarität des VermAnlG gegenüber dem WpPG und damit letztlich der Prospekt-VO (§§ 1 Abs. 2; 6 VermAnlG) zunächst die Prospektpflicht aus der Prospekt-VO thematisiert. Im Anwendungsbereich der ECSP-VO kommt zudem die Pflicht der Schwarmfinanzierungsdienstleister zur Erstellung eines Anlagebasisinformationsblattes gem. Art. 23 ECSP-VO in Betracht. Da die vorliegend behandelten Crowdfunding-Geschäftsmodelle aber schwerpunktmäßig nicht durch den Anwendungsbereich der Verordnung erfasst werden, unterbleibt an dieser Stelle eine vertiefte Auseinandersetzung mit den Anforderungen an ein solches Anlagebasisinformationsblatt.

Würde man das Bestehen einer Prospektpflicht bei innovativen Crowdfunding-Geschäftsmodellen bejahen, könnte dies auf deren Durchführbarkeit erhebliche negative Auswirkungen haben. Die Erstellung eines Prospekts ist mit einem großen Zeitaufwand und hohen Kosten verbunden und kann daher gerade für kleinere Emissionen schnell zu deren Unwirtschaftlichkeit führen.⁴³⁸ Darüber hinaus besteht das Risiko, dass die Adressaten der Prospekt-

⁴³⁶ Vgl. oben, § 2 B. I.

⁴³⁷ Vgl. statt vieler *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 176.

⁴³⁸ Die Kosten für die Erstellung eines Verkaufsprospekts inklusive Folgekosten belaufen sich auf ca. 30.000 bis 50.000 Euro, vgl. BITKOM, Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, 1.9.2014, abrufbar unter: www.bitkom.org/Bitkom/Publications

pflicht bei Fehlern im Zusammenhang mit der Prospektpflicht gegenüber den Investoren zum Schadensersatz verpflichtet sind.⁴³⁹ Dies könnte im Ergebnis dazu führen, dass auf die Durchführung der Geschäftsmodelle ganz verzichtet wird, sodass Prospektpflichten eine erhebliche Innovationsrelevanz zukommen kann.

1. Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO

Gem. Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO werden Wertpapiere in der Europäischen Union nur nach vorheriger Veröffentlichung eines Prospekts öffentlich angeboten. Voraussetzung für das Vorliegen einer Prospektpflicht ist somit die Eigenschaft der Anlageform als Wertpapier im Sinne der Prospekt-VO sowie ein öffentliches Angebot. Indem die Prospekt-VO einerseits in den Mitgliedsstaaten unmittelbare Geltung entfaltet und andererseits in ihr und den auf ihrer Grundlage erlassenen delegierten Verordnungen⁴⁴⁰ detaillierte Vorgaben enthalten sind, verbleibt dem deutschen Gesetzgeber nur ein begrenzter Raum, um eigene Regelungen zu erlassen.⁴⁴¹ Diesen, zu großen Teilen auf Öffnungsklauseln in der Prospekt-VO basierenden Raum,⁴⁴² hat der deutsche Gesetzgeber durch die Anpassung des WpPG ausgefüllt, das ergänzend neben der Prospekt-VO gilt.⁴⁴³ Der Anwendungsbereich des Prospektrechts wird allerdings – insofern kann die Überschreibung des insofern ausschließlich deklaratorischen § 1 WpPG mit „Anwendungsbereich“ irreführend sein – abschließend durch die Prospekt-VO umgrenzt.⁴⁴⁴

kationen/Bitkom-Stellungnahme-zum-Referentenentwurf-des-Kleinanlegerschutzgesetzes.html (letzter Abruf: 7.4.2021).

⁴³⁹ Als Anspruchsgrundlagen kommen dafür insbesondere die §§ 9ff. WpPG bei einer Prospektpflicht nach der Prospekt-VO sowie die §§ 20ff. VermAnlG bei einer Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts oder zur Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts in Betracht.

⁴⁴⁰ Delegierte Verordnung, (EU) 2019/980 der Kommission vom 14.3.2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission, ABl. EG 2019 Nr. L 166 vom 21.6.2019, 26; Delegierte Verordnung (EU) 2019/979 der Kommission vom 14.3.2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für wesentliche Finanzinformationen in der Zusammenfassung des Prospekts, die Veröffentlichung und Klassifizierung von Prospekten, die Werbung für Wertpapiere, Nachträge zum Prospekt und das Notifizierungsportal und zur Aufhebung der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 382/2014 der Kommission und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/301 der Kommission, ABl. EG 2019 Nr. L 166 vom 21.6.2019, 1.

⁴⁴¹ *Groß*, in: *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 1 WpPG Rn. 1.

⁴⁴² Solche Öffnungsklauseln enthält die Prospekt-VO z.B. in Art. 3 Abs. 2 (nationale Kleinemission), Art. 11 (Prospekthaftung) und Art. 31 (zuständige nationale Behörde).

⁴⁴³ *Preuß*, in: *Schwark/Zimmer* (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 1 WpPG Rn. 26.

⁴⁴⁴ *Preuß*, in: *Schwark/Zimmer* (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 1 WpPG Rn. 27.

Im Rahmen der vorgestellten Crowdlending-Geschäftsmodelle kommen allenfalls die Prosper-Notes, die von den Investoren über die Crowdlending-Plattform erworben werden können, ernsthaft als Wertpapiere im Sinne der Prospekt-VO in Betracht. Zu prüfen ist daher, ob deren Angebot im Rahmen des Anleihe Modells in Deutschland gem. Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO die vorherige Erstellung und Veröffentlichung eines Prospekts erfordern würde.

a) Borrower payment dependent notes als Wertpapier im Sinne der Prospekt-VO

Im Rahmen des Anleihe Modells erwerben die Investoren sogenannte Prosper-Notes, die sich einerseits aus *borrower payment dependent notes* der Prosper Funding LLC und andererseits aus PMI Management Rights der Prosper Marketplace Inc. zusammensetzen. Die PMI Management Rights sollen es den Investoren ermöglichen, gegenüber der Prosper Marketplace Inc. die Wahrnehmung der Verpflichtungen aus dem Verwaltungsvertrag zwischen der Prosper Marketplace Inc. und der Prosper Funding LLC durchzusetzen.⁴⁴⁵ Als Wertpapiere im Sinne des Art. 2 lit. a) Prospekt-VO kommen aufgrund der aus ihnen resultierenden Zahlungsansprüche die *borrower payment dependent notes* in Betracht. Ist der Anwendungsbereich der Prospekt-VO und deshalb gleichermaßen des WpPG eröffnet, schließt dies wegen der in § 1 Abs. 2, 6 VermAnlG zum Ausdruck kommenden Subsidiarität des VermAnlG gegenüber der Prospekt-VO automatisch eine Prospektspflicht nach dem VermAnlG aus. Um die Einordnung der *borrower payment dependent notes* als Wertpapier beurteilen zu können, bedarf es zunächst der Bestimmung deren Rechtsnatur. Erst danach kann beantwortet werden, ob sie vom Anwendungsbereich der Prospekt-VO erfasst werden.

aa) Rechtsnatur der borrower payment dependent notes

Die Investoren haben die Möglichkeit, über die Crowdlending-Plattform von Prosper sogenannte *borrower payment dependent notes* zu erwerben. Die Plattformbetreibergesellschaft emittiert dafür für jeden über die Plattform zustande gekommenen Darlehensvertrag eine Serie von Schuldverschreibungen und verkauft diese an die Investoren, die an dem jeweiligen Kreditprojekt beteiligt sind.⁴⁴⁶ Die Höhe des Kaufpreises entspricht dabei jeweils der Höhe der Beteiligung des Investors an dem Kreditprojekt; diese muss mindestens 25 US-Dollar und darf bis zu 100 % der angefragten Kreditsumme betragen.⁴⁴⁷ Den Kaufpreis nutzt die Plattformbetreibergesellschaft, um ihrerseits die Darlehensforderungen von der Kooperationsbank zu erwerben. Während der Laufzeit der Schuldverschreibungen haben die Investoren aus den *borrower payment de-*

⁴⁴⁵ Vgl. Prosper, Prospekt, S. 7f., 16.

⁴⁴⁶ Prosper, Prospekt, S. 6f.

⁴⁴⁷ Vgl. Prosper, Prospekt, S. 6.

pendent notes einen Anspruch auf Rückzahlung und Verzinsung. Diesen Anspruch erfüllt die Plattformbetreibergesellschaft durch die Weiterleitung der monatlichen Rück- und Zinszahlungen der Kreditnehmer, abzüglich einer Verwaltungsgebühr (derzeit 1 %).⁴⁴⁸ Die Zahlungen der Plattformbetreibergesellschaft an die Investoren stehen dabei unter der Bedingung, dass die Gesellschaft die Zahlungen des Kreditnehmers erhält. Im Umkehrschluss bedeutet das: Bleiben die Zahlungen des Kreditnehmers aus, so erhalten auch die Investoren keine Zahlungen; insbesondere besteht dann kein Anspruch auf Zahlung gegen die Plattformbetreibergesellschaft aus anderweitigen Mitteln.

Die Struktur dieser von der Plattformbetreibergesellschaft ausgegebenen *borrower payment dependent notes* entspricht damit im Wesentlichen sogenannten *collateralised loan obligations* (CLOs), das heißt Wertpapiere, mit denen Forderungen aus Darlehen verbrieft werden.⁴⁴⁹ Der Ablauf einer solchen Verbriefung ist mit dem Ablauf im Anleihenmodell vergleichbar.⁴⁵⁰ Zur Verbriefung der Forderungen emittiert eine Zweckgesellschaft Anleihen oder anleiheähnliche Papiere, die durch ein Portfolio von Vermögenswerten besichert sind. Im Anleihenmodell gibt die Plattformbetreibergesellschaft *borrower payment dependent notes* an die Investoren aus, die durch die Darlehensforderungen gegen die Kreditnehmer besichert sind. Die Vermögenswerte werden von der Zweckgesellschaft erworben und beim Verkäufer ausgebucht. Die Gesellschaft erwirbt die Darlehen von der Kooperationsbank, die diese wiederum aus ihrer Bilanz nehmen kann. Die Zahlungen aus den verkauften Vermögenswerten bedienen die Zahlungsansprüche aus den Wertpapieren. Im Anleihenmodell werden die Rück- und Zinszahlungen der Kreditnehmer zur Erfüllung der Ansprüche aus den *borrower payment dependent notes* an die Investoren weitergeleitet; bleiben die Zahlungen der Kreditnehmer aus, erfolgt auch keine Zahlung an die Investoren. *Collateralised loan obligations* sind eine Sonderform der *asset backed securities*, deren Besonderheit darin besteht, dass sie ausschließlich durch Forderungen aus Darlehen unterlegt werden.⁴⁵¹ Die an die Anleger emittierten *asset backed securities* sind im deutschen Recht nach herrschender Meinung als Inhaberschuldverschreibungen im Sinne des § 793 BGB zu qualifizieren.⁴⁵² Aufgrund der vergleichbaren Struktur lassen sich die *borrower payment dependent notes* ebenfalls

⁴⁴⁸ Prosper, Prospekt, S. 6, 14.

⁴⁴⁹ Arlt, True Sale Securitisation, S. 365; Sethe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114a Rn. 17; vgl. auch Schürwer, in: Zerey (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 Rn. 42. Es handelt sich bei CLOs um eine Sonderform der *collateralised debt obligations* (CDOs), die unter anderem auch durch Anleihen unterlegt werden können (dann *collateralised bond obligations*, CBOs).

⁴⁵⁰ Arlt, True Sale Securitisation, S. 365 m. w. N.

⁴⁵¹ Sethe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114a Rn. 17.

⁴⁵² Möller, in: Meyer/Primožic (Hrsg.), Verbriefungstransaktion, 143; Sethe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114a Rn. 86; Zeising BKR 2007, 311 (314); vgl. auch Vogel, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.1.2021), § 793 Rn. 124.

als Inhaberschuldverschreibungen einordnen. Die *borrower payment dependent notes* werden in den USA ausschließlich in elektronischer Form begeben.⁴⁵³ War dies für das deutsche Recht wegen des Wortlauts des § 793 BGB bislang nicht möglich,⁴⁵⁴ könnte eine derartige Schuldverschreibung nach Inkrafttreten des eWpG am 10.6.2021 gemäß dessen §§ 1, 2 Abs. 1 auch im deutschen Recht elektronisch begeben werden.

bb) Exkurs: Borrower payment dependent notes im US-amerikanischen Wertpapierrecht

Für die *borrower payment dependent notes* von Prosper lässt sich schon aus der Veröffentlichung eines Anleiheprospekts in den USA herauslesen, dass für diese nach US-amerikanischem Recht eine Prospektpflicht besteht. Eine solche folgt für das US-amerikanische Recht aus der Einordnung als *security* im Sinne des Securities Act, der in 15 U.S.C.A. § 77b(a)(1) (2010) eine Legaldefinition dieses Begriffs enthält.⁴⁵⁵ Nach Ansicht der SEC sind die *borrower payment dependent notes* sogenannte *investment contracts*, was wiederum nach dem durch die Rechtsprechung des Supreme Courts entwickelten *Howey Test* zu beurteilen ist; danach ist ein *investment contract* „an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others.“⁴⁵⁶ Vorliegen müssen mithin drei kumulative Merkmale: Eine Investition von Geld, eine gemeinsame Unternehmung und die Abhängigkeit von den Anstrengungen Anderer.⁴⁵⁷ Diese Merkmale weisen die *borrower payment dependent notes* nach Ansicht der SEC auf.⁴⁵⁸ Die *borrower payment dependent notes* seien ferner auch nicht als eine Form der vom Anwendungsbereich der Norm ausgenommenen *notes* vom Tatbestand ausgeschlossen.⁴⁵⁹ Die – nicht ohne Kritik aufgenom-

⁴⁵³ Vgl. Prosper, Prospekt, S. 15.

⁴⁵⁴ Vgl. dazu BeckOGK-BGB/Vogel (Stand: 1.1.2021), § 793 Rn. 89 ff.

⁴⁵⁵ Die dort enthaltene Definition lautet folgendermaßen: „The term ‚security‘ means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‚security‘, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.“

⁴⁵⁶ SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

⁴⁵⁷ Eberle, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 55.

⁴⁵⁸ SEC, Unterlassungsanordnung gegenüber Prosper vom 24.11.2008, S. 4, abrufbar unter: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2008/33-8984.pdf> (letzter Abruf: 4.3.2021).

⁴⁵⁹ SEC, Unterlassungsanordnung gegenüber Prosper vom 24.11.2008, S. 5 (§ 5 Fn. 459); vgl. hierzu genauer Eberle, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 56 f.

mene⁴⁶⁰ – Einordnung der *borrower payment dependent notes* als *security* im Sinne der genannten Definition führt unter anderem gem. 15 U.S.C. § 77e(b) in Verbindung mit 15 U.S.C. § 77j zu einer Prospektpflicht.⁴⁶¹ Dies vorausgeschickt soll nun überprüft werden, ob auch im deutschen beziehungsweise europäischen Recht eine Einordnung als Wertpapier in Betracht kommt.

cc) Wertpapier im Sinne der Prospekt-VO

Wertpapiere im Sinne der Prospekt-VO sind gem. Art. 2 lit. a) Prospekt-VO übertragbare Wertpapiere im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 MiFID II mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten. Übertragbare Wertpapiere im Sinne der MiFID II sind die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten; aufgezählt sind hiernach noch idealtypische Wertpapiere wie zum Beispiel Aktien oder Schuldverschreibungen. Hieraus wird abgeleitet, dass sich der Wertpapierbegriff durch drei formelle Kriterien umschreiben lässt: Standardisierung, Übertragbarkeit und Handelbarkeit am Kapitalmarkt.⁴⁶² Hinzutreten muss eine Vergleichbarkeit mit den in der MiFID II (nicht abschließend⁴⁶³) aufgezählten idealtypischen Wertpapieren.

Das Erfordernis der Standardisierung erfordert, dass Wertpapiere anhand gemeinsamer standardisierter Ausstattungsmerkmale bestimmbar und damit austauschbar sind und für ihren Handel die Angabe von Art und Zahl der Stücke ausreicht.⁴⁶⁴ Hierfür reicht es aus, dass die wesentlichen Eigenschaften wie Verpflichteter, Laufzeit, Art und Umfang der Mitgliedschaft oder die versprochene Leistung übereinstimmen.⁴⁶⁵ Für das Vorliegen dieser Voraussetzung lässt sich vorliegend anführen, dass *borrower payment dependent notes* für jedes bewilligte Darlehen in Serie ausgegeben werden und sich insofern im Grundsatz nicht unterscheiden.⁴⁶⁶ Zu beachten ist allerdings, dass die *borrower payment dependent notes* jeweils die Beteiligung des Investors an dem Kreditprojekt abbilden und entsprechend je Investor einen anderen Betrag abbilden (können). Es fehlt für die *borrower payment dependent notes* – soweit ersichtlich – eine der Zopa-Plattform vergleichbaren Regelung, nach der Kreditverträ-

⁴⁶⁰ Vgl. Eberle, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 59 ff. m. w. N.

⁴⁶¹ Zu anderen Konsequenzen der Einordnung als *security* vgl. Eberle, Regulierung von Peer-to-Peer-Lending, S. 57 ff.

⁴⁶² Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (662).

⁴⁶³ Vgl. Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpHG Rn. 13; von Kopp-Colomb/Schneider, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 2 WpPG Rn. 16.

⁴⁶⁴ Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpHG Rn. 7; Ekkenga, in: MüKoHGB, Bd. 6, Kap. P. Effektengeschäft Rn. 20; Voß BKR 2007, 45 (50).

⁴⁶⁵ Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpHG Rn. 7.

⁴⁶⁶ Prosper, Prospekt, S. 6, 13.

ge jeweils auf eine Valuta von 10 Pfund beschränkt sind.⁴⁶⁷ Vielmehr werden die Notes zu dem Preis an die Investoren verkauft, die dessen Beteiligung an dem Kreditprojekt entsprechen.⁴⁶⁸ Schon durch diese Abweichungen hinsichtlich des Umfangs der versprochenen Leistung dürfte es an einer Austauschbarkeit der Schuldverschreibungen untereinander fehlen: Ein Investor, der mit 100 US-Dollar an einem Kreditprojekt beteiligt ist, wird sich nicht auf einen Austausch mit einem zu 50 US-Dollar beteiligten Investor einlassen.

Während an der Übertragbarkeit solcher Inhaberschuldverschreibungen nach den zivilrechtlichen Regeln des §§ 929 ff. BGB⁴⁶⁹ keine ernsthaften Bedenken entgegenstehen („das Recht aus dem Papier folgt dem Recht an dem Papier“), ist das hierüber hinausgehende Kriterium der Handelbarkeit dagegen problematisch. Hierfür wird vertreten, dass die *borrower payment dependent notes* jedenfalls dann, wenn durch Zulassung des Sekundärhandels deren Fungibilität hergestellt wird, der Anwendungsbereich des WpPG eröffnet sei.⁴⁷⁰ Dem ist im Grundsatz auch beizutreten. Für Prosper-Notes existiert allerdings gerade kein Sekundärmarkt, weshalb Investoren durch das Unternehmen auf das Risiko hingewiesen werden, die *notes* möglicherweise für die gesamte Dauer der Laufzeit halten zu müssen.⁴⁷¹ Wenn das Merkmal der Handelbarkeit nun aber gerade die Simplizität einer Übertragung am Kapitalmarkt zum Ausdruck bringen will,⁴⁷² liegt die Handelbarkeit auch bei einem weiten Verständnis⁴⁷³ dieses Merkmals aufgrund des fehlenden Sekundär- und damit eines Kapitalmarkts für die *borrower payment dependent notes* nicht vor. Veranschaulicht wird dadurch allerdings, dass die rechtliche Bewertung wiederum stark einzel-fallabhängig ist.

Somit lässt sich resümieren, dass die von Prosper ausgegebenen *borrower payment dependent notes* die Merkmale der Standardisierung und wohl auch der Handelbarkeit hier nicht erfüllen und entsprechend nicht als Wertpapiere

⁴⁶⁷ Vgl. dazu oben, § 4 A. I. 3. Auch im Prospekt der CrossLend Securities SA, die im Jahr 2017 in Europa ein dem Anleihemodell ähnliches Geschäftsmodell verfolgte, waren die dort ausgegebenen Schuldverschreibungen standardmäßig auf 25 Euro pro Stück festgelegt, vgl. Crosslend Securities SA, Base Prospectus, 21.7.2017, S. 3, abrufbar unter: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwi4zqOi75jvAhXCD2MBHQaiDQ0QFjAAegQIAhAD&url=https%3A%2F%2Fdl.bourse.lu%2Fdl%3Fv%3DFQ0MMJfkziprSXIPXLU2aBfeIUx9Yn9kXojZko0o%2FVO1RapZGcOEWA1KHu11KiAlxIycT30Y%2F5yc8EeHbhNTSBahmYLvwk4qABxJXcUyS%2BEz0wCPWC%2F3rvLkNklcZfdtB%2FHTfHSG5zkGyRKke%2F7hhVdc9N1sBVXM1YQl4N1opwk%3D&usg=AOvVaw3XrbZ1lZ9o_70GrNzUpxwr (letzter Abruf: 5.3.2021).

⁴⁶⁸ Prosper, Jahresbericht, S. 8.

⁴⁶⁹ Vgl. zur Übertragung von Inhaberschuldverschreibungen statt vieler BeckOGK-BGB/*Vogel* (Stand: 1.1.2021), § 793 Rn. 146 ff.

⁴⁷⁰ *Eberle*, Regulierung des Peer-to-Peer-Lending, S. 203 f.

⁴⁷¹ Prosper, Prospekt, S. 2, 11, 15.

⁴⁷² So *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (665).

⁴⁷³ Siehe zu den verschiedenen Begriffsverständnissen des Merkmals der Handelbarkeit *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpHG Rn. 8 ff.

im Sinne der MiFID II und in der Folge der Prospekt-VO eingeordnet werden können. *Borrower payment dependent notes* können damit allerdings weiterhin in den Anwendungsbereich des VermAnlG fallen.⁴⁷⁴

b) Öffentliches Angebot

Sollte man demgegenüber doch zu dem Ergebnis kommen, dass es sich bei den *borrower payment dependent notes* um Wertpapier im Sinne der MiFID II und damit der Prospekt-VO handelt – zum Beispiel, wenn zukünftig ein Sekundärmarkt für *borrower payment dependent notes* geschaffen werden sollte und die *notes* standardisiert ausgegeben werden würden –,⁴⁷⁵ entstünde ein Prospektpflicht gem. Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO allerdings nur dann, wenn die Wertpapiere in Form der *borrower payment dependent notes* öffentlich angeboten werden sollen. Ein öffentliches Angebot von Wertpapieren ist nach Art. 2 lit. d) Prospekt-VO eine 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. Auf der Crowdfunding-Plattform im Rahmen des Anleihe-modells kann sich jeder Investor umfassend über die Angebotsbedingungen informieren und kann bereits ein rechtsverbindliches Angebot zum Erwerb der Wertpapiere in Gestalt der *borrower payment dependent notes* abgeben. Damit werden die Wertpapiere im Sinne der Art. 2 lit. d), 3 Abs. 1 Prospekt-VO öffentlich angeboten.

c) Anbieter als Adressat der Prospektpflicht

Emittent ist gem. Art. 2 lit. h) Prospekt-VO, § 2 Nr. 5 WpPG eine Rechtspersönlichkeit, die Wertpapiere begibt oder zu begeben beabsichtigt. Auf die wirtschaftliche Zurechnung der Emission kommt es indes nicht an.⁴⁷⁶ Obwohl wirtschaftlich Forderungen gegen den Kreditnehmer abgebildet werden, ist daher die Plattformbetreibergesellschaft Emittent der *borrower payment dependent notes*. Adressat der Prospektpflicht ist gem. Art. 21 Abs. 1 Prospekt-VO allerdings nicht allein der Emittent, sondern daneben auch der Anbieter der Wertpapiere. Nach Art. 2 lit. i) Prospekt-VO, § 2 Nr. 6 WpPG ist dies die Rechtspersönlichkeit oder natürliche Person, die Wertpapiere öffentlich anbietet. Obwohl Emittent und Anbieter nicht zwingend identisch sein müssen,⁴⁷⁷ ist die Platt-

⁴⁷⁴ Vgl. dazu sogleich unten, § 5 C. III. 2. a) aa).

⁴⁷⁵ So offensichtlich Eberle, Regulierung des Peer-to-Peer-Lending, S. 204.

⁴⁷⁶ Von Kopp-Colomb/Schneider, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 2 WpPG Rn. 89.

⁴⁷⁷ Müller, WpPG, § 13 Rn. 2; Preuße, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rn. 35.

formbetreibergesellschaft hier im Ergebnis beides: Ihr kann das Angebot nach der sogenannten Zwei-Element-Lehre aufgrund des entsprechenden Außenauftritts im Internet sowie der Kontrolle über den Transaktionsablauf zugerechnet werden.⁴⁷⁸ Die Pflicht zur Erstellung des Prospekts trifft damit die Plattformbetreibergesellschaft.

d) Ausnahmen von der Prospektpflicht

Eine nach dem Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO grundsätzlich bestehende Prospektpflicht kann allerdings ausgeschlossen sein, wenn zugunsten des öffentlichen Angebots der *borrower payment dependent notes* eine Ausnahme besteht. Ausnahmen von dieser Pflicht sieht zunächst Art. 1 Abs. 4 Prospekt-VO vor. Darüber hat der deutsche Gesetzgeber die in Art. 3 Abs. 2 Prospekt-VO vorgesehene Öffnungsklausel genutzt und in § 3 WpPG weitere Ausnahmen von der Prospektpflicht vorgesehen.

aa) Art. 1 Abs. 4 Prospekt-VO

Eine Ausnahme von der Prospektpflicht basierend auf der Art des Angebots kommt für das Anleihemodell im Ergebnis nicht in Betracht. Insbesondere richtet sich das Angebot weder ausschließlich an qualifizierte Anleger im Sinne des Art. 3 lit. e) Prospekt-VO (Art. 1 Abs. 4 lit. a) Prospekt-VO) noch an weniger als 150 nicht qualifizierte Anleger (Art. 1 Abs. 4 lit. b) Prospekt-VO), da das Geschäftsmodell gerade auch Verbraucher anspricht. Die weiteren Alternativen kommen nicht ernsthaft in Betracht, so dass eine Ausnahme von der Prospektpflicht nach Art. 1 Abs. 4 Prospekt-VO nicht in Betracht kommt.

bb) § 3 WpPG

Gem. § 3 Nr. 1 WpPG gilt die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nicht für ein Angebot von Wertpapieren, die von Kreditinstituten oder von Emittenten, deren Aktien bereits zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ausgegeben werden, wenn der Gesamtgegenwert für alle im Europäischen Wirtschaftsraum angebotenen Wertpapiere nicht mehr als acht Millionen Euro, berechnet über einen Zeitraum von zwölf Monaten, beträgt. Diese Alternative setzt damit für die Plattformbetreibergesellschaften insbesondere voraus, dass deren Aktien bereits zum Handel zugelassen sind. Dies ist Frage des Einzelfalls. Nach § 3 Nr. 2 WpPG besteht weiterhin keine Prospektpflicht für ein Angebot von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum nicht mehr als acht Millionen Euro beträgt, berechnet über einen Zeitraum von zwölf Monaten. Letztlich wird davon auszugehen sein, dass die Plattformbetreibergesellschaft über die genannten Zeiträume Wertpapiere mit einem hö-

⁴⁷⁸ Vgl. zur Zurechnung nach der Zwei-Element-Lehre *Preußel*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rn. 34 m. w. N.

heren Gegenwert als acht Millionen Euro ausgeben würden, sodass auch die Ausnahmvorschrift des § 3 WpPG nicht ernsthaft in Betracht kommt.

cc) § 2a VermAnlG analog

Vor Inkrafttreten der Prospekt-VO richtete sich die Prospektpflicht nach dem WpPG. In diesem Zuge konnte überlegt werden, ob möglicherweise die durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingefügte Befreiungsregelung des § 2a VermAnlG im Rahmen des Anleihemodells analog anzuwenden sein könnte. Diese Norm schließt für Schwarmfinanzierungen unter bestimmten Voraussetzungen eine Prospektpflicht nach dem VermAnlG aus.⁴⁷⁹ Problematisch für eine analoge Anwendung war aber schon unter Geltung der alten Rechtslage vor Inkrafttreten der Prospekt-VO die Subsidiarität des VermAnlG im Verhältnis zum WpPG. Eine solche „Upstream“-Analogie wäre zwar ungewöhnlich, dem deutschen Recht aber nicht gänzlich unbekannt. So wird im Personengesellschaftsrecht beispielsweise der für die speziellere OHG geltende § 128 HGB nach ganz herrschender Meinung auf deren Grundform, die BGB-Gesellschaft, angewendet. Das Gesetzesverhältnis war daher für nicht schon Ausschlussgrund für eine Analogie, ihm konnte aber Indizwirkung zukommen. Dieses Problem hat sich nach Inkrafttreten der Prospekt-VO allerdings noch einmal verschärft, sodass der Analogieschluss von einer mitgliedstaatlichen Norm auf einen durch europäisches Sekundärrecht verbindlich geregelten Sachverhalt letztlich schon an diesem Stufenverhältnis scheitern wird. Eine Analogie kommt indes ohnehin nur dann in Betracht, wenn eine planwidrige Regelungslücke bei vergleichbarer Interessenlage vorliegen würde.

(1) Planwidrige Regelungslücke

Eine Regelungslücke besteht, wenn eine regelungsbedürftige Frage planwidrig nicht geregelt ist.⁴⁸⁰ Der Gesetzgeber hat weder in der Prospekt-VO noch im WpPG eine Ausnahmvorschrift für Schwarmfinanzierungen eingefügt, so dass eine Nichtregelung einer offenen Frage vorliegt. Es lässt sich zumindest vertreten, dass der Gesetzgeber bei Erlass der Prospekt-VO und des Kleinanlegerschutzgesetzes nicht damit gerechnet haben wird, dass Crowdfunding-Geschäftsmodelle in Deutschland auch im Anwendungsbereich der Prospekt-VO durchgeführt werden könnten. Danach könnte hier nicht von einem „beredeten Schweigen“ ausgegangen werden. Hätte er dies erkannt, hätte er entweder eine dem § 2a VermAnlG entsprechende Regelung auch in der Prospekt-VO erlassen oder aber ausdrücklich darauf verzichtet. Mit dieser Argumentation ließe sich daher möglicherweise noch eine planwidrige und regelungsbedürftige Regelungslücke konstruieren. Gleichermäßen ließe sich allerdings auch vertre-

⁴⁷⁹ Vgl. dazu noch unten, § 4 C. III. 2. b) cc).

⁴⁸⁰ Statt vieler *Reimer*, Juristische Methodenlehre, Rn. 568.

ten, dass der Gesetzgeber durch die Nichtaufnahme einer Ausnahmeregelung im Anwendungsbereich der Prospekt-VO gerade verhindern wollte, dass Crowdfunding-Geschäftsmodelle unter Einsatz von Wertpapieren durchgeführt werden. Dies kann allerdings dahinstehen, wenn es jedenfalls an einer vergleichbaren Interessenlage fehlt.

(2) Vergleichbare Interessenlage

Für eine vergleichbare Interessenlage zwischen der unregulierten Situation beim Anleihemodell und dem in § 2a VermAnlG geregelten Sachverhalt spricht zunächst das Vorliegen einer Schwarmfinanzierung: Der Kreditnehmer erhält durch die internetbasierte Vermittlung der Plattformbetreibergesellschaft die Darlehensvaluta von einer Vielzahl von Investoren, während diesen die Rück- und Zinszahlungen zustehen. Im Rahmen des Anleihemodells wird dies rechtlich lediglich anders umgesetzt als beim echten Crowdfunding und Abtretungsmodell.

Dennoch ist eine analoge Anwendung des § 2a VermAnlG auf das Anleihemodell zu verneinen: Zunächst handelt es sich dabei um ein Privileg des Vermittlers, nicht um ein solches des Emittenten.⁴⁸¹ Die Plattformbetreibergesellschaft nimmt im Rahmen des Anleihemodells aber nicht nur eine Vermittlerrolle ein, sondern fungiert darüber hinaus als Emittent der Wertpapiere. Damit erscheint es schon aus diesem Grund nicht passgenau, § 2a VermAnlG auf die Situation beim Anleihemodell anzuwenden. Dies wäre mit Blick auf die Rechtsnatur der *borrower payment dependent notes* auch verwunderlich: *Collateralised loan obligations* unterliegen als Unterfall der *asset backed securities* grundsätzlich einer Prospektpflicht.⁴⁸² Für gewöhnlich werden dort zur Risikodiversifikation mehrere Darlehen in einem Wertpapier verbrieft.⁴⁸³ Im Rahmen des Anleihemodells bilden die emittierten *borrower payment dependent notes* aber höchstens ein einziges Darlehen, in den meisten Fällen sogar nur Teile einer einzigen Darlehensforderung ab. Das Risiko, dass die *borrower payment dependent notes* nicht über die gesamte Dauer ihrer Laufzeit werthaltig sind, liegt damit schon aus diesem Grund wesentlich höher als bei gewöhnlichen *collateralised loan obligations*. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die Zahlungen der Kreditnehmer auf Forderungen der Plattformbetreibergesellschaft aus dem Darlehensvertrag erfolgen und damit möglicherweise bei einer Insolvenz der Gesellschaft auch in deren Insolvenzmasse fallen. Dies hätte die Folge, dass die Investoren nicht nur das Insolvenzrisiko der Kreditnehmer, sondern auch das der Plattformbetreibergesellschaft tragen müssten.

⁴⁸¹ Riethmüller DB 2015, 1451 (1454); Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 2a VermAnlG Rn. 17.

⁴⁸² Habersack, in: MüKoBGB, § 793 Rn. 39; Sethe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114a Rn. 87.

⁴⁸³ Arlt, True Sale Securitisation, S. 365 f.

Damit sprechen die besseren Argumente gegen das Vorliegen einer vergleichbaren Interessenlage. Die Vorschrift des § 2a VermAnlG einschließlich der dort in den Absätzen 1 und 2 statuierten Ausnahme von der Prospektpflicht kann damit nicht analog auf das Anleihemodell angewendet werden, sodass es auf das Stufenverhältnis zwischen Prospekt-VO und VermAnlG sowie das Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke im Ergebnis schon nicht ankommt.

e) Zwischenergebnis

Damit unterliegt die Plattformbetreibergesellschaft als Anbieter der *borrower payment dependent notes* derzeit keiner Prospektpflicht gem. Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO. Sie muss daher vor dem öffentlichen Angebot der Wertpapiere auf der Crowdfunding-Plattform kein Prospekt auf Grundlage dieses Rechtsakts erstellen. Insofern fallen der Wertpapierbegriff des europäischen Kapitalmarktrechts und der Begriff der *security* im US-amerikanischen Recht auseinander.

2. Prospektpflicht nach dem VermAnlG

Das Vermögensanlagegesetz ist gem. § 1 Abs. 1 VermAnlG auf Vermögensanlagen anzuwenden, die im Inland öffentlich angeboten werden. Eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts ergibt sich aus § 6 VermAnlG, sofern keine Ausnahme nach den §§ 2 ff. VermAnlG vorliegt.

a) Tatbestandsmäßigkeit des § 6 VermAnlG

Ein Anbieter, der im Inland Vermögensanlagen öffentlich anbietet, muss gem. § 6 WpPG einen Verkaufsprospekt veröffentlichen, sofern nicht bereits aus anderen Vorschriften eine Prospektpflicht besteht oder ein gültiger Verkaufsprospekt nach den Vorschriften des VermAnlG bereits veröffentlicht wurde. Zu prüfen ist daher, ob über die Crowdfunding-Plattformen Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG öffentlich angeboten werden.

aa) Vermögensanlage gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG

Der Begriff der Vermögensanlage wird in § 1 Abs. 2 VermAnlG gesetzlich durch die Bildung von Fallgruppen definiert, wobei § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG als Auffangtatbestand fungiert. Im Rahmen des Abtretungsmodells werden bereits entstandene Darlehensforderungen verkauft und abgetreten, während diese Ansprüche beim echten Crowdfunding erst durch den Vertragsschluss entstehen. Zu überprüfen ist, ob es sich dabei jeweils um Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG handelt.

(1) Abtretungsmodell

Als Vermögensanlage kommen im Rahmen des Abtretungsmodells die Teilbeträge der Darlehen und die daraus resultierenden Ansprüche im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB, die durch Forderungskaufverträge angeboten werden, in Betracht. Es handelt sich dabei jedenfalls nicht um partiarische Darlehen oder Nachrangdarlehen gem. § 1 Abs. 2 Nr. 3, 4 VermAnlG. Fraglich ist damit insbesondere, ob die Darlehensansprüche nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG als Vermögensanlage anzusehen sind. Darunter fallen sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen.

Eine Subsumtion der Darlehensforderungen unter § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG wird – jeweils unter Verweis auf die Gesetzgebungsmaterialien zum Kleinanlegerschutzgesetz – unterschiedlich gesehen.⁴⁸⁴ *Polke* bejaht die Eigenschaft der Ansprüche als Vermögensanlage und begründet dies über die Gesetzgebungsmaterialien hinaus mit teleologischen Überlegungen zu § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG: Die Norm sei als Auffangtatbestand eingeführt worden und solle in dieser Eigenschaft die den in § 1 Abs. 2 Nr. 3, 4 VermAnlG (partiarische und Nachrangdarlehen) vergleichbaren Vermögensanlagen erfassen und so mögliche Regelungslücken schließen.⁴⁸⁵

Gegen die Subsumtion der in Frage stehenden Ansprüche unter § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG sprechen jedoch systematische Erwägungen, da der Gesetzgeber mit partiarischen und Nachrangdarlehen bestimmte Darlehensformen ausdrücklich in § 1 Abs. 2 Nr. 3, 4 VermAnlG als Vermögensanlagen eingestuft hat. Deren ausdrückliche Regelung wäre dann nicht erforderlich gewesen, wenn Rückzahlungsansprüche aus Darlehensverträgen generell Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG wären.⁴⁸⁶ Alternativ hätte der Gesetzgeber ohne Weiteres sämtliche solcher Ansprüche als Vermögensanlage deklarieren können. Der Wortlaut der Norm, der Anlagen erfasst, die eine Verzinsung und Rückzahlung im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen, erfasst Ansprüche im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB dagegen. Die Gesetzgebungsmaterialien enthalten ferner den Hinweis, dass die von einem Kreditinstitut durch Forderungskaufverträge angebotenen Teilbeträge der Kreditforderungen grundsätzlich von § 1 Abs. 2 Nr. 7

⁴⁸⁴ Gegen eine Einstufung als Vermögensanlage *Marcks*, in: Landmann/Rohmer (Hrsg.), GewO, § 34c Rn. 25; *Ennuschat*, in: Tettinger/Wank/Ennuschat (Hrsg.), GewO, § 34c Rn. 16. Für die Einordnung unter § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG *Riethmüller* DB 2015, 1451 (1456); ohne nähere Begründung BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdlending, Nr. 2.1; ohne erkennbare Unterscheidung zwischen Crowdlending und Crowdinvesting *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 139.

⁴⁸⁵ *Polke*, Crowdlending, S. 169 ff.

⁴⁸⁶ Dies erkennend *Polke*, Crowdlending, S. 170.

VermAnlG erfasst werden.⁴⁸⁷ Wann eine Ausnahme von diesem Grundsatz vorliegen soll, spezifizieren die Materialien freilich nicht. Darüber hinaus ist auch der Charakter der Regelung als Auffangtatbestand zu beachten. Insgesamt sprechen daher die besseren Argumente – wenn auch mit systematischen Zweifeln, die der Gesetzgeber in Zukunft beseitigen sollte – für eine Einstufung der Rückzahlungs- und Zinszahlungsansprüche aus § 488 Abs. 1 S. 2 BGB als Vermögensanlage im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG.⁴⁸⁸

(2) Anleihemodell

Da die durch Investoren im Rahmen des Anleihemodells erworbenen *borrower payment dependent notes* nicht als Wertpapiere im Sinne der Prospekt-VO und des WpPG qualifiziert werden können,⁴⁸⁹ ist an eine Einstufung als Vermögensanlage zu denken. Nach dem Wortlaut ist recht unproblematisch der § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG einschlägig, da die Prosper-Notes eine Verzinsung und Rückzahlung im Austausch für die zeitweilige Überlassung von Geld in Aussicht stellen. Zu überlegen wäre allenfalls, ob die ausdrückliche Nennung von Namensschuldverschreibungen in § 1 Abs. 2 Nr. 6 VermAnlG zu dem systematischen Schluss zwingt, dass Inhaberschuldverschreibungen vom Anwendungsbereich des VermAnlG ausgeschlossen sind. Dies wird im Ergebnis aber zu verneinen sein, da schon nicht erklärbar wäre, aus welchen Gründen Inhaberschuldverschreibungen nicht auch Vermögensanlagen sein können. Wenn man sich bewusst macht, dass Investoren durch die nicht gegebene Handelbarkeit am Kapitalmarkt nur ganz eingeschränkt die Möglichkeit haben, die Prosper-Notes zu veräußern, gilt dies umso mehr. Daher sind die *borrower payment dependent notes* nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG als Vermögensanlagen einzuordnen.

(3) Echtes Crowdfunding

Beim echten Crowdfunding wird der Darlehensvertrag über die Crowdfunding-Plattform zwischen dem Investor und dem Kreditnehmer geschlossen. Die im Rahmen des Rangrücktrittmodells vereinbarten Nachrangdarlehen sind gem. § 1 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG ohne Weiteres Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG. Insbesondere fällt die Annahme der Gelder im Rahmen dieses Geschäftsmodells aufgrund der fehlenden unbedingten Rückzahlbarkeit und des damit einhergehenden – im Kontext der Verwaltungspraxis der BaFin zum Crowdfunding wenig einleuchtenden – Ausschlusses des Einlagengeschäfts nicht unter § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG.

⁴⁸⁷ Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 11.2.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 39.

⁴⁸⁸ So im Ergebnis auch *Möslein/Rennig*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 21 Rn. 60f.; *Renner*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 23 Rn. 48; *Veith* BKR 2016, 184 (188).

⁴⁸⁹ Vgl. oben, § 4 C. III. 1. a) cc).

Problematischer ist die Subsumtion unter das VermAnlG beim echten Crowdlending, wenn der Darlehensvertrag gerade keinen qualifizierten Rangrücktritt enthält. Wie soeben für das Abtretungsmodell festgestellt, sind jedenfalls die aus dem Darlehensvertrag entstehenden Ansprüche als Vermögensanlage zu qualifizieren. Dort werden jedoch bereits entstandene Ansprüche veräußert, während die Ansprüche beim echten Crowdlending erst durch den Vertragsschluss entstehen. Fraglich ist daher, ob auch die bloße Begründung solcher Ansprüche durch Abschluss des Darlehensvertrages eine Vermögensanlage im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG darstellt. Das wäre dann nicht der Fall, wenn eine „Veräußerung“ konstitutives Tatbestandsmerkmal des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG wäre. In diese Richtung könnte man die Regierungsbegründung zum Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes verstehen.⁴⁹⁰ Dort werden für den Crowdlending-Prozess beim Abtretungsmodell zwei Phasen erkannt, die aus vermögensanlagerechtlicher Perspektive unterschiedlich zu beurteilen seien. Zunächst vermittele die Plattformbetreibergesellschaft den Abschluss eines Darlehensvertrages zwischen der Kooperationsbank und dem Kreditnehmer; hier sei der § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG nicht einschlägig. Dagegen würden die anschließend von der Kooperationsbank durch Forderungskaufverträge angebotenen Teilbeträge der Darlehensforderungen grundsätzlich vom VermAnlG erfasst, da es sich dabei um ein öffentliches Anbieten von Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG handeln würde. Da der Ablauf beim echten Crowdlending schon mit dem Abschluss des Darlehensvertrages endet, könnte man davon ausgehen, dass § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG somit mangels sich anschließender Veräußerung der Forderungen nicht einschlägig ist.

Eine solche Sichtweise kann aber nicht überzeugen. Zunächst enthält die Regierungsbegründung bei genauerem Hinsehen lediglich die Aussage, dass jedenfalls die Veräußerung der Forderungen erfasst ist.⁴⁹¹ Eine über diese Feststellung hinausgehende Aussage, die auf eine „Veräußerung“ als konstitutives Tatbestandsmerkmal hindeutet, ist ihr jedoch nicht zu entnehmen.⁴⁹² Darüber hinaus macht der Gesetzgeber selbst widersprüchliche Angaben, da er einerseits den Abschluss des Darlehensvertrages vom Anwendungsbereich des VermAnlG ausnimmt, andererseits aber den Kreditnehmer zu einem späteren Zeitpunkt als Emittenten der Vermögensanlage bezeichnet.⁴⁹³ Die Stellung des Kreditnehmers als Emittent lässt sich aber – wie von *Polke* richtig erkannt – nicht mit der Veräußerung der Forderungen als konstitutives Element für die Einstu-

⁴⁹⁰ Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 11.2.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 39.

⁴⁹¹ Vgl. Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 11.2.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 39: „Insbesondere [Hervorhebung durch Verfasser] unterfällt die Veräußerung bestehender Darlehensforderungen dem neuen Auffangtatbestand der Nummer 7, [...]“

⁴⁹² So auch *Polke*, Crowdlending, S. 171 f.

⁴⁹³ Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drucks. 18/4708 vom 22.4.2015, S. 58; vgl. auch *Polke*, Crowdlending, S. 172.

fung als Vermögensanlage vereinbaren.⁴⁹⁴ Der Abschluss eines Darlehensvertrags ist darüber hinaus vom Wortlaut des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG umfasst, da der Darlehensgeber dadurch Ansprüche auf Rückzahlung und Verzinsung nach § 488 Abs. 1 S. 2 BGB erwirbt.⁴⁹⁵ Weiterhin macht es aus der Sicht eines Investors keinen Unterschied, ob er die Ansprüche durch Abschluss des Darlehensvertrages originär erwirbt oder die bereits entstandenen Forderungen rechtsgeschäftlich an ihn übertragen werden.⁴⁹⁶ Es ist daher davon auszugehen, dass es für die Einstufung als Vermögensanlage im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG nicht darauf ankommt, ob es zu einer Veräußerung gekommen ist.⁴⁹⁷

Dem steht auch nicht entgegen, dass die Annahme von Geldern, die als Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG zu qualifizieren ist, eine gleichzeitige Qualifikation als Vermögensanlage gem. § 1 Abs. 2 a. E. VermAnlG ausschließt. Wie bereits festgestellt, erfüllt die Annahme der Gelder durch die Kreditnehmer den Tatbestand des Einlagengeschäfts aufgrund teleologischer Erwägungen nicht.⁴⁹⁸ Damit wird letztlich dem Charakter des Crowdlendings als neuer Form der Vermögensanlage Rechnung getragen. Nur logisch ist demnach, die Ansprüche auch im rechtlichen Sinne als Vermögensanlage zu behandeln.

bb) Emittent und Anbieter der Vermögensanlage

Emittent der Vermögensanlage im Sinne des VermAnlG ist gem. § 1 Abs. 3 VermAnlG die Person oder die Gesellschaft, deren Vermögensanlagen auf Grund eines öffentlichen Angebots im Inland ausgegeben sind. Im Rahmen des echten Crowdlendings kann dies mangels Alternativen nur der Kreditnehmer sein. Dagegen führten widersprüchliche Aussagen des Gesetzgebers für das Abtretungsmodell zu Unklarheiten bei der Bestimmung des Emittenten. Zunächst plädierte er für die Anwendung des § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG auf das Crowdfunding;⁴⁹⁹ dieser könnte indes nur dann angewendet werden, wenn die Kooperationsbank die Stellung als Emittent innehatte.⁵⁰⁰ Später wird dann aber der Kreditnehmer als Emittent bezeichnet.⁵⁰¹ Zu diesem Ergebnis kommt man

⁴⁹⁴ Polke, Crowdfunding, S. 172.

⁴⁹⁵ Polke, Crowdfunding, S. 172 f.

⁴⁹⁶ Verdeutlicht wird dies noch dadurch, dass auch im Abtretungsmodell – trotz der Veräußerung durch die Kooperationsbank – durch die Vorausabtretung der Ansprüche an die Investoren quasi ein Direkterwerb wie beim echten Crowdfunding stattfindet, Polke, Crowdfunding, S. 173.

⁴⁹⁷ Polke, Crowdfunding, S. 173; so wohl auch Riethmüller DB 2015, 1451 (1456), der andernfalls von einem „kapitalmarktrechtlichen Novum“ spricht, das eines Niederschlags im Gesetzestext selbst und nicht lediglich in der Begründung bedürfte.

⁴⁹⁸ Vgl. oben, § 4 C. I. 2. c).

⁴⁹⁹ Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 11.2.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 39.

⁵⁰⁰ Polke, Crowdfunding, S. 173. Vgl. zur Anwendbarkeit des § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG auch unten, § 4 C. III. 2. b) aa).

⁵⁰¹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drucks. 18/4708 vom 22.4.2015, S. 58.

auch durch Anwendung der oben genannten Legaldefinition, da der Rückzahlungsanspruch gegen den Kreditnehmer die Vermögensanlage darstellt.⁵⁰²

Adressat der Pflichten zur Veröffentlichung eines Prospekts nach § 6 VermAnlG oder zur Erstellung und Hinterlegung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts nach § 13 Abs. 1 VermAnlG ist – wie dies beim WpPG der Fall war – der Anbieter der Vermögensanlagen. Anbieter ist diejenige Person oder Gesellschaft, die die Verantwortung für das öffentliche Angebot einer Emission innehat, wobei die Zuweisung anhand des Auftretens gegenüber dem Anlegerpublikum herzuleiten ist.⁵⁰³ Diese Stellung nimmt im Rahmen des Abtretungsmodells gewöhnlich das Kooperationskreditinstitut oder die Plattformbetreibergesellschaft beziehungsweise eine (hier gemeinsam mit der Plattformbetreibergesellschaft behandelte) Zweckgesellschaft ein.⁵⁰⁴ Im Rahmen des echten Crowdlendings wird der durchschnittliche Anleger das Angebot der Vermögensanlage ebenfalls regelmäßig der Plattformbetreibergesellschaft zurechnen, so dass diese als deren Anbieter anzusehen ist.

cc) Öffentliches Angebot gem. § 1 Abs. 1 VermAnlG

Gem. § 1 Abs. 1 VermAnlG ist der Anwendungsbereich des VermAnlG nur dann eröffnet, wenn die in Frage stehenden Vermögensanlagen öffentlich angeboten werden. Der Begriff des Angebots im VermAnlG ist dabei nicht mit dem zivilrechtlichen Begriffsverständnis im Sinne des § 145 BGB gleichzusetzen, sondern setzt schon vor einer rechtsverbindlichen Willenserklärung an.⁵⁰⁵ Hinreichend ist die konkrete Möglichkeit zum Erwerb der Vermögensanlage, das heißt der Investor muss in der Lage sein, einen rechtsverbindlichen Vertrag über den Erwerb der Vermögensanlage eingehen zu können.⁵⁰⁶ Im Rahmen des echten Crowdlending stellt wie oben festgestellt die Abgabe des *market offers* bereits ein rechtsverbindliches Angebot *ad incertas personas* dar;⁵⁰⁷ ein öffentliches Angebot ist demnach in der Veröffentlichung des *market offers* zu erblicken. Beim Abtretungsmodell ist der Zeitpunkt des Angebots schwieriger zu bestimmen. Der Beginn eines Angebots ist in dem Zeitpunkt zu erblicken, in dem die vom Anleger ergriffenen Maßnahmen ohne eine weitere notwendige

⁵⁰² Polke, Crowdlending, S. 173; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 1 VermAnlG Rn. 89.

⁵⁰³ Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BT-Drucks. 17/6051 vom 6.6.2011, S. 32; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 6 VermAnlG Rn. 3.

⁵⁰⁴ Renner, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 23 Rn. 48; ders. EuCML 2016, 224 (226); Veith BKR 2016, 184 (190).

⁵⁰⁵ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 42; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 1 VermAnlG Rn. 13.

⁵⁰⁶ Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 1 VermAnlG Rn. 14.

⁵⁰⁷ Vgl. oben, § 4 A. I. 3.

Handlung zu einem Erwerb der Beteiligung führen.⁵⁰⁸ Dies ist im Rahmen des Abtretungsmodells erst der Fall, wenn dem Investor der Forderungskauf- und Abtretungsvertrag seitens der Kooperationsbank zur Verfügung gestellt wird. Zu einem früheren Zeitpunkt kann der Investor ohne Weiteres von dem Projekt Abstand nehmen. In jedem Fall liegt bei allen Crowdfunding-Geschäftsmodellen ein Angebot im Sinne des § 1 Abs. 1 VermAnlG vor.

Ein Angebot ist öffentlich, wenn es sich über ein beliebiges Medium an einen unbestimmten Personenkreis wendet, um diesen zur Abgabe eines Kaufangebots zu bewegen.⁵⁰⁹ Dies wird bei Crowdfunding-Plattformen im Internet regelmäßig der Fall sein. Insbesondere wird der öffentliche Charakter des Angebots nicht dadurch ausgeschlossen, dass eine Investition über alle vorgestellten Crowdfunding-Plattformen eine Registrierung voraussetzt, da dort keine Beschränkungen gelten.⁵¹⁰ Damit werden die Vermögensanlagen bei allen Crowdfunding-Plattformen im Sinne des § 1 Abs. 1 VermAnlG öffentlich angeboten. Der Anwendungsbereich des VermAnlG ist damit eröffnet.

b) Ausnahmen von der Prospektpflicht

Ausnahmen von der Anwendung des § 6 VermAnlG enthalten die Regelungen in §§ 2 Abs. 1, 2a Abs. 1, 2b Abs. 1, 2c Abs. 1 VermAnlG. Für das Crowdfunding kommen insbesondere die Ausnahmen nach § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG und § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG sowie die Befreiung für Schwarmfinanzierungen nach § 2a VermAnlG in Betracht.

aa) § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG

Gem. § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG ist – unter anderem – der § 6 VermAnlG nicht anzuwenden für Vermögensanlagen, die von einem Kreditinstitut im Sinne des § 1 Abs. 1 KWG ausgegeben werden, sofern die Ausgabe dauerhaft oder wiederholt erfolgt. Eine wiederholte Ausgabe liegt vor, wenn in den zwölf Kalendermonaten vor dem öffentlichen Angebot mindestens eine Emission innerhalb der Europäischen Union oder innerhalb eines anderen Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum ausgegeben worden ist.

In den Gesetzesmaterialien zum Kleinanlegerschutzgesetz geht der Gesetzgeber davon aus, dass für die Veräußerung der Darlehensforderungen durch die Kooperationsbank im Rahmen des Abtretungsmodells die Ausnahmeregelung

⁵⁰⁸ *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 1 VermAnlG Rn. 15.

⁵⁰⁹ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 42; *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 1 VermAnlG Rn. 19.

⁵¹⁰ *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 1 VermAnlG Rn. 20.

des § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG anwendbar ist.⁵¹¹ Dies würde jedoch voraussetzen, dass die Kooperationsbank Emittent der Vermögensanlage sein müsste.⁵¹² Emittent der Vermögensanlage ist wie oben festgestellt aber der Kreditnehmer, so dass eine Anwendung des § 2 Abs. 1 Nr. 7d VermAnlG ausgeschlossen ist. Dem Gesetzgeber unterläuft damit ein Fehler bei der Subsumtion des Sachverhalts unter die Ausnahmeregelung; insofern bestehen keine Bedenken, den Willen des Gesetzgebers hier zu übergehen.⁵¹³ Für das echte Crowdlending kommt die Anwendung der Ausnahmeregelung mangels Beteiligung eines Kreditinstituts nicht in Betracht. Insbesondere bedürfen die Kreditnehmer wie oben festgestellt keiner Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG und sind daher keine Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitute.⁵¹⁴

bb) § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG

Von der Prospektpflicht befreit sind gem. § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG daneben Angebote, bei denen von derselben Vermögensanlage nicht mehr als zwanzig Anteile angeboten werden, Vermögensanlagen der im Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Anteile einer Vermögensanlage insgesamt 100.000 Euro nicht übersteigt oder der Preis jedes angebotenen Anteils einer Vermögensanlage mindestens 200.000 Euro je Anleger beträgt.

Die BaFin hält § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG im Abtretungsmodell für das Angebot von Kreditforderungen über Crowdlending-Plattformen bis zum Erreichen der in den einzelnen Tatbestandsalternativen genannten nominalen Schwellen anwendbar.⁵¹⁵ Dagegen wendet *Polke* ein, dass die aufgeführten Alternativen meist keine praktische Relevanz für das Crowdlending haben, jedenfalls aber teleologisch zu reduzieren sind.⁵¹⁶

§ 2 Abs. 1 Nr. 3c VermAnlG befreit Emissionen von der Prospektpflicht, bei denen die ausgegebenen Anteile jeweils mindestens 200.000 Euro kosten. Im Rahmen des Abtretungsmodells liegt die Mindestanlagesumme aber nur bei 25 Euro, im Rahmen des echten Crowdlending sogar nur bei 10 Pfund.⁵¹⁷ Damit findet diese Ausnahmeregelung keine Anwendung auf die vorgestellten Crowdlending-Modelle.

⁵¹¹ Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 11.2.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 39.

⁵¹² BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdlending, Nr. 2.1; *Polke*, Crowdlending, S. 183; *Riethmüller* DB 2015, 1451 (1456).

⁵¹³ *Polke*, Crowdlending, S. 184. Vgl. ebd. und S. 183 zu der Frage, inwieweit der in Gesetzesmaterialien zum Ausdruck gebrachte Wille Bindungswirkung entfaltet.

⁵¹⁴ Vgl. oben, § 4 C. I. 2.

⁵¹⁵ BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdlending, Nr. 2.1.

⁵¹⁶ *Polke*, Crowdlending, S. 184 ff.

⁵¹⁷ Für das Abtretungsmodell vgl. www.auxmoney.com/faq/anleger (letzter Abruf: 7.4.2021). Für das echte Crowdlending vgl. help.zopa.com/customer/en/portal/articles/2329337-what-is-the-minimum-amount-that-i-can-lend-in-each-product- (letzter Abruf: 25.1.2018).

Von § 2 Abs. 1 Nr. 3a VermAnlG werden Vermögensanlagen erfasst, bei denen nicht mehr als zwanzig Anteile angeboten werden. Bei entsprechender Multiplikation der genannten Mindestanlagesummen dürften die über die Plattform vergebenen Kredite demnach höchstens 500 Euro beziehungsweise 200 Pfund betragen. Auch die beim echten Crowdfunding zur Risikodiversifikation ausgesprochene Regelung, als einzelner Investor höchstens 2 % eines Kreditprojekts zu finanzieren, führt dazu, dass mindestens 50 Anteile der Vermögensanlage angeboten werden müssten, um das Kreditprojekt vollständig zu finanzieren. Darüber hinaus müsste die Norm selbst bei Einhaltung dieser Vorgabe für das Crowdfunding teleologisch reduziert werden, da das vom Gesetzgeber für die Anwendung der Norm implizierte besondere Näheverhältnis der Investoren und Emittenten nicht besteht.⁵¹⁸ Ein solches besonderes Näheverhältnis besteht zwischen den Investoren und den Kreditnehmern – unabhängig von der Zahl der emittierten Teilforderungen – jedoch nicht. Dies zeigt sich beim echten Crowdfunding alleine schon daran, dass die Investoren noch nicht einmal persönliche Daten wie die Namen der Kreditnehmer kennen.⁵¹⁹

Eine Befreiung von der Prospektpflicht kommt weiterhin aus § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG in Betracht. Danach sind Angebote befreit, bei denen der Verkaufspreis der im Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Anteile einer Vermögensanlage insgesamt 100.000 Euro nicht übersteigt. Übersteigt die Darlehensvaluta diesen Wert, kommt bis zu einem Wert von 2,5 Millionen Euro eine Befreiung aus § 2a Abs. 1, 2 VermAnlG in Betracht; dort ist die Befreiung von der Prospektpflicht aber an weitere Voraussetzungen geknüpft. Die Ausnahmeregelung des § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG ist jedoch nur anwendbar, wenn nicht § 2a VermAnlG eine abschließende Regelung für Vermögensanlagen trifft, die über Internet-Dienstleistungsplattformen emittiert werden. Die besseren Argumente sprechen letztendlich dafür, § 2a VermAnlG gegenüber § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG als *lex specialis* anzusehen: Zunächst liegt die vom Gesetzgeber für alle Alternativen des § 2 Abs. 1 Nr. 3a VermAnlG vorgesehene Grundkonstellation eines besonderen Näherverhältnisses beim Crowdfunding gerade nicht vor. Darüber hinaus kommt es auf die intendierte Wirkung dieser Ausnahnevorschrift⁵²⁰ wegen § 2a Verm-

⁵¹⁸ Polke, Crowdfunding, S. 185. Die Norm geht auf § 8f VerkProspG zurück, der solche Anlagen vom Anwendungsbereich des Gesetzes ausnehmen wollte, bei denen trotz öffentlichem Angebot kein Schutzbedürfnis der Erwerber besteht. Dies nahm der Gesetzgeber vor allem dann an, wenn die Erwerber die erforderlichen Informationen auch ohne Verkaufsprospekt erhalten, vgl. Polke, Crowdfunding, S. 185 m. w. N.

⁵¹⁹ Vgl. help.zopa.com/customer/en/portal/articles/1103751-will-i-know-who-my-borrowers-are- (letzter Abruf: 25.1.2018).

⁵²⁰ Diese soll die wirtschaftliche Unmöglichkeit geringvolumiger Emissionen verhindern, indem sie wie die vor Inkrafttreten der Prospekt-VO und der damit verbundenen Änderung des WpPG in § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG a. F. enthaltene Parallelvorschrift auf die Erstellung eines Prospekts verzichtet, vgl. Groß, Kapitalmarktrecht⁶, § 3 WpPG Rn. 9; Polke, Crowdfunding, S. 186.

AnlG beim Crowdlending regelmäßig nicht an.⁵²¹ Schließlich hat der Gesetzgeber ausdrücklich den Willen zum Ausdruck gebracht, den § 2a VermAnlG auf Crowdlending-Plattformen anzuwenden.⁵²² Bei den derzeitigen Ausgestaltungen von Crowdlending-Plattformen, insbesondere dem bei Normerlass am deutschen Markt tätigen Abtretungsmodell, wäre aber stets der § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG anwendbar, da dort nur Kredite bis 50.000 Euro vergeben werden.⁵²³ Die Neuregelung des Gesetzgebers hätte somit keine Auswirkungen, obwohl der Anwendungsbereich des § 2a VermAnlG im Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens bewusst auf das Crowdlending ausgeweitet wurde.⁵²⁴ § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG ist somit nicht auf Vermögensanlagen anwendbar, die im Sinne des § 2a VermAnlG über Internet-Dienstleistungsplattformen emittiert werden.

cc) § 2a Abs. 1, 2 VermAnlG

Der Gesetzgeber geht davon aus, dass zumindest für das Abtretungsmodell die Ausnahmeregelung des § 2a VermAnlG anwendbar ist.⁵²⁵ Nach dem ersten Absatz dieser Regelung sind Vermögensanlagen von wesentlichen Regelungen des VermAnlG⁵²⁶ befreit, wenn der Verkaufspreis sämtlicher angebotener Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Abs. 2 Nr. 3, 4, 7 VermAnlG desselben Emittenten 2,5 Millionen Euro nicht übersteigen. Die angebotenen Vermögensanlagen sind sowohl beim echten Crowdlending als auch beim Abtretungsmodell unter § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG zu subsumieren. Diese Voraussetzungen sind beim Crowdlending regelmäßig erfüllt: Zunächst sind die angebotenen Darlehensverträge beziehungsweise -forderungen unter § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG zu subsumieren. Als Emittenten sind jeweils die Kreditnehmer zu qualifizieren, die regelmäßig weniger als 2,5 Millionen Euro in Krediten aufnehmen können. Die Befreiung (unter anderem) von der Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG ist gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG jedoch nur auf Vermögensanlagen anwendbar, die ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von einem Anleger erworben werden können, bestimmte Beträge nicht übersteigt.⁵²⁷

⁵²¹ Polke, Crowdlending, S. 186f.

⁵²² Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drucks. 18/4708 vom 22.4.2015, S. 58.

⁵²³ Vgl. www.auxmoney.com/faq/kreditnehmer (letzter Abruf: 17.4.2021).

⁵²⁴ Polke, Crowdlending, S. 187f., dort insb. Fn. 711.

⁵²⁵ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drucks. 18/4708 vom 22.4.2015, S. 58.

⁵²⁶ §§ 5a, 6 bis 11a, 12 Abs. 1, 14 Abs. 1 S. 1 und Abs. 3 S. 1, 15a, 17, 18 Abs. 1 Nr. 2 bis 6, 19 Abs. 1 Nr. 2, 20, 21, 23 Abs. 2 Nr. 2 und 4, 24 Abs. 5 bis 8, 25 VermAnlG.

⁵²⁷ Diese Beträge sind gesetzlich festgelegt bei 1.000 Euro (§ 2a Abs. 3 Nr. 1 VermAnlG), 10.000 Euro, sofern der jeweilige Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft

(1) *Vertrieb in Form einer Anlageberatung oder -vermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform*

Um die Befreiung nach § 2a Abs. 3 VermAnlG in Anspruch nehmen zu können, muss der Vertrieb der Vermögensanlagen im Wege einer Anlageberatung oder Anlagevermittlung über Internet-Dienstleistungsplattformen erfolgen. Bei § 2a VermAnlG handelt es sich insofern um ein Privileg der Plattformbetreibergesellschaften als Anbieter der Vermögensanlagen, nicht der Kreditnehmer als deren Emittenten.⁵²⁸ Die Plattformbetreibergesellschaften sind als Unternehmen, die im Internet über eine entsprechende Präsenz die zulässigen Anteile an Vermögensanlagen anbieten und bestimmte Dienstleistungen übernehmen, Internet-Dienstleistungsplattformen im Sinne der Norm.⁵²⁹

Der Vertrieb der Vermögensanlagen erfolgt jedoch nicht bei allen Crowdfunding-Geschäftsmodellen im Wege einer Anlageberatung oder Anlagevermittlung. Beim Abtretungsmodell ist der Tatbestand der Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG erfüllt.⁵³⁰ Die Inanspruchnahme der in § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG enthaltenen Ausnahmeregelung von der bankaufsichtlichen Erlaubnispflicht hat allerdings keine Auswirkungen auf die Anwendbarkeit des § 2a VermAnlG; dessen Wortlaut enthält keinerlei Hinweis auf die Notwendigkeit einer hierfür erteilten Erlaubnis. Im echten Crowdfunding erfüllt die Plattformbetreibergesellschaft schon den Tatbestand der Anlagevermittlung mangels der Veräußerung von Finanzinstrumenten im bankaufsichtlichen Sinne nicht.⁵³¹ Damit fehlt es für das echte Crowdfunding an dieser Voraussetzung, so dass eine Privilegierung aus § 2a VermAnlG für dieses Geschäftsmodell nicht in Betracht kommt. Im Anleihemodell scheidet die Subsumtion unter den Tatbestand der Anlagevermittlung schon daran, dass die Gesellschaft selbst Emittentin der *borrower payment dependent notes* und damit eben nicht „nur“ Vermittlerin ist.⁵³²

(2) *Verpflichtung zur Prüfung der Zeichnungsgrenzen*

Für das Abtretungsmodell kommt die Anwendung des § 2a Abs. 1, 2 VermAnlG weiter nur in Betracht, wenn die Plattformbetreibergesellschaft als Vermittler

über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben oder Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 Euro verfügt (§ 2a Abs. 3 Nr. 2 VermAnlG), oder den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erbringenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10.000 Euro (§ 2a Abs. 3 Nr. 3 VermAnlG).

⁵²⁸ Riethmüller DB 2015, 1451 (1454); Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 2a VermAnlG Rn. 17.

⁵²⁹ Vgl. Danwerth ZBB 2016, 20 (29); Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 2a VermAnlG Rn. 18.

⁵³⁰ Vgl. oben, § 4 C. I. 3. b) ee) (1).

⁵³¹ Vgl. oben, § 4 C. I. 3. b) ee) (2).

⁵³² Vgl. oben, § 4 C. I. 3. b) ee) (3).

durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist, die Einhaltung der in § 2a Abs. 3 Nr. 1 bis 3 VermAnlG genannten Zeichnungsgrenzen zu überprüfen. Eine entsprechende gesetzliche Verpflichtung enthält der § 65 Abs. 1 S. 1 WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor der Vermittlung des Vertragsschlusses über eine Vermögensanlage im Sinne des § 2a VermAnlG. Die Plattformbetreibergesellschaft müsste für eine direkte Anwendbarkeit somit ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein. Darunter fallen gem. § 2 Abs. 10 WpHG Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsunternehmen und nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Abtretungsmodells ist aber weder Kreditinstitut noch Finanzdienstleistungsunternehmen im Sinne des KWG; sie macht insofern insbesondere von der Ausnahme aus § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG Gebrauch. Damit ist sie auch kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des WpHG, eine direkte Anwendung des § 65 Abs. 1 S. 1 WpHG scheidet.

Die Plattformbetreibergesellschaft kann aber nicht nur gesetzlich, sondern auch durch Verordnung zur Überprüfung der Zeichnungsgrenzen verpflichtet werden. Eine solche Verpflichtung hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie unter Ausnutzung der Kompetenz aus § 34g Abs. 2 Nr. 7 GewO zum 7.5.2016 durch Verordnung vom 28.4.2016 (BGBl. I S. 1046) in § 16 Abs. 3a FinVermV⁵³³ eingeführt. Die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Abtretungsmodells fällt als Finanzanlagevermittler im Sinne des § 34f Abs. 1 GewO⁵³⁴ in den Anwendungsbereich der FinVermV und ist daher gem. § 16 Abs. 3a FinVermV zur Überprüfung der Zeichnungsgrenzen verpflichtet.

(3) Zwischenergebnis

Trotz grundsätzlicher Eröffnung des Anwendungsbereichs des VermAnlG besteht damit im Abtretungsmodell keine Prospektspflicht nach § 6 VermAnlG. Im Rahmen des Abtretungsmodells ist die Ausnahmevorschrift des § 2a VermAnlG einschlägig, der die Anwendung von § 6 VermAnlG ausschließt.⁵³⁵ Für das echte Crowdfunding und das Anleihemodell greift § 2a VermAnlG dagegen mangels eines Vertriebs in Form einer Anlageberatung oder Anlagevermittlung nicht ein.

⁵³³ Finanzanlagevermittlungsverordnung vom 2.5.2012 (BGBl. I S. 1006).

⁵³⁴ Die Plattformbetreibergesellschaft betreibt im Umfang der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG gewerbsmäßig die Anlagevermittlung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG über Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG (§ 34f Abs. 1 S. 1 Nr. 3 GewO).

⁵³⁵ So im Ergebnis auch *Polke*, Crowdfunding, S. 200f. Er muss (vor Erlass des § 16 Abs. 3a FinVermV) allerdings noch die analoge Anwendbarkeit des § 31 Abs. 5a WpHG a.F. (§ 65 WpHG n.F.) herleiten, vgl. *Polke*, Crowdfunding, S. 190ff.

Dadurch ist jedoch die Anwendbarkeit des grundsätzlich subsidiären § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG nicht ausgeschlossen, so dass der § 6 VermAnlG auf Angebote, bei denen der Verkaufspreis der im Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Darlehensverträge insgesamt 100.000 Euro nicht übersteigt, ebenfalls nicht anwendbar sein könnte. Wie oben festgestellt kann § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG aber aufgrund teleologischer Erwägungen auf das Crowdfunding grundsätzlich nicht angewendet werden, da dort das durch die Ausnahmeregelung implizierte Näheverhältnis nicht besteht. Rechtsfolge wäre daher grundsätzlich das Bestehen einer Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG im Rahmen des echten Crowdfunding.

dd) § 2a VermAnlG analog bei echtem Crowdfunding und Anleihemodell

Zu denken wäre aber noch an eine analoge Anwendung des § 2a VermAnlG auf das echte Crowdfunding, einschließlich der in § 2a Abs. 1 VermAnlG enthaltenen Ausnahme von der Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG.

(1) Planwidrige Regelungslücke

Eine Regelungslücke besteht, da der Gesetzgeber bei Schaffung der Ausnahme für Schwarmfinanzierungen hinsichtlich der Crowdfunding-Geschäftsmodelle ausweislich der Gesetzesmaterialien nur von der Existenz des Abtretungsmodells ausgegangen ist,⁵³⁶ in der zumindest tatbestandsmäßig eine Anlagevermittlung seitens der Plattformbetreibergesellschaft betrieben wird. Er hat nicht mit Crowdfunding-Geschäftsmodellen gerechnet, in denen die Plattformbetreibergesellschaft aufgrund einer bankaufsichtsrechtlichen Besonderheit keine Anlagevermittlung erbringt.⁵³⁷ Hätte der Gesetzgeber dies erkannt, hätte er hier wohl eine – positive wie negative – Entscheidung hinsichtlich der Anwendbarkeit des § 2a VermAnlG auch auf solche Geschäftsmodelle treffen müssen. Insofern besteht eine planwidrige Regelungslücke.

(2) Vergleichbare Interessenlage

Für das Vorliegen einer vergleichbaren Regelungslücke spricht, dass die Investoren – im Gegensatz zum Anleihemodell – die Darlehensforderungen im Sinne des § 488 Abs. 1 S. 2 BGB erwerben. Es macht insofern keinen Unterschied, ob diese originär durch den Abschluss des Darlehensvertrags erworben werden oder durch den sekundären Erwerb von der Kooperationsbank erworben werden. Es schadet hier auch nicht, dass die Plattformbetreibergesellschaft rein rechtlich gesehen keine Anlagevermittlung erbringt, da keine Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG vor-

⁵³⁶ Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 11.2.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 39; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drucks. 18/4708 vom 22.4.2015, S. 58.

⁵³⁷ Vgl. dazu oben, § 4 C. I. 3. ee).

liegt. Faktisch vermittelt sie den Abschluss des Darlehensvertrages, so dass es sachgerecht erscheint, das Vermittlerprivileg des § 2a VermAnlG auch auf die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des echten Crowdlending anzuwenden. Zwingende Gründe, die gegen eine vergleichbare Interessenlage sprechen, sind nicht ersichtlich. Damit kann § 2a VermAnlG analog auf das echte Crowdlending angewendet werden. Anders ist dies – wie oben bereits dargestellt – aufgrund der Strukturierung des Anleihenmodells über *borrower payment dependent notes* zu beurteilen.⁵³⁸

(3) Voraussetzungen des § 2a VermAnlG beim echten Crowdlending

Die Ausnahme von der Prospektspflicht aus § 2a Abs. 1 VermAnlG besteht jedoch nur unter bestimmten Voraussetzungen. Zu denken ist insbesondere daran, dass die Plattformbetreibergesellschaft zur Überprüfung der in § 2a Abs. 3 VermAnlG genannten Zeichnungsgrenzen gesetzlich oder durch Verordnung verpflichtet sein muss. Für die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des Abtretungsmodells ergibt sich eine solche Verpflichtung aus § 16 Abs. 3a FinVermV.⁵³⁹ Da die Gesellschaft im Rahmen des echten Crowdlending aber keine erlaubnisfreie Anlagevermittlung unter Nutzung der Ausnahme des § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG betreibt, ist sie nicht als Finanzanlagevermittler im Sinne des § 34f Abs. 1 GewO einzustufen; § 16 Abs. 3a FinVermV ist damit nicht direkt auf sie anwendbar.⁵⁴⁰ Auch hier kommt aber eine analoge Anwendung in Betracht, sofern eine planwidrige Regelungslücke bei vergleichbarer Interessenlage vorliegt. Alternativ ist an eine analoge Anwendung des § 65 WpHG (vormals § 31 Abs. 5a WpHG) zu denken.⁵⁴¹

Die Begründung für das Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke hinsichtlich des § 2a VermAnlG kann für § 16 Abs. 3a FinVermV fast inhaltsgleich übernommen werden: Der Gesetzgeber rechnete nicht mit Geschäftsmodellen, bei denen aufgrund einer bankaufsichtsrechtlichen Besonderheit der Tatbestand der Anlagevermittlung nicht erfüllt sein würde. Daher spricht auch der § 34c GewO, der keine entsprechende Regelung für Darlehensvermittler enthält, nicht gegen eine Regelungslücke: Auch hier hat der Gesetzgeber nicht erkannt, dass Crowdlending-Geschäftsmodelle ohne Anlagevermittlung möglich sind. Hätte der Gesetzgeber dies erkannt, hätte er eine entsprechende Regelung in das Gesetz aufgenommen oder ausdrücklich auf eine solche verzichtet. Eine planwidrige Regelungslücke liegt vor.

Auch eine vergleichbare Interessenlage kann im Ergebnis bejaht werden. Die Plattformbetreibergesellschaft vermittelt faktisch den Abschluss von Darle-

⁵³⁸ Vgl. oben, § 4 III. 1. d) cc).

⁵³⁹ Vgl. dazu oben, § 5 C. III. 2. b) cc) (2).

⁵⁴⁰ Allgemein für die FinVermV *Nietsch/Eberle ZVglRWiss* 116 (2017), 205 (217).

⁵⁴¹ Vgl. noch zur analogen Anwendung des § 31 Abs. 5a WpHG auf das Abtretungsmodell *Polke, Crowdlending*, S. 190 ff.

hensverträgen, die wie festgestellt Vermögensanlagen darstellen. Es käme daher juristischer Haarspalterei gleich, die Pflicht aus § 16 Abs. 3a FinVermV nicht auf das echte Crowdfunding zu übertragen. Eine Schutzwürdigkeit der Investoren besteht beim echten Crowdfunding in gleichem Maße wie beim Abtretungsmodell. Daher ist auch das aus der analogen Anwendung des § 16 Abs. 3a FinVermV resultierende Ergebnis interessengerecht: Die Plattformbetreibergesellschaft unterliegt der Pflicht zur Überprüfung der Zeichnungsgrenzen, gleichzeitig besteht aber wegen § 2a VermAnlG keine Prospektpflicht. Der § 16 Abs. 3a VermAnlG ist somit analog auf die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des echten Crowdlendings anzuwenden. Da nicht damit zu rechnen ist, dass die Kreditnehmer Darlehen über 2,5 Millionen Euro aufnehmen werden, liegen damit die Voraussetzungen des § 2a VermAnlG auch für das echte Crowdfunding vor, so dass gem. § 2a Abs. 1 VermAnlG keine Prospektpflicht für die über die Plattform angebotenen Vermögensanlagen besteht.

c) Zwischenergebnis

Damit besteht weder im Rahmen des Abtretungsmodells noch des echten Crowdfunding eine Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG. Die Plattformbetreibergesellschaften sind aber nach § 16 FinVermV (analog) verpflichtet, die Einhaltung der in § 2a Abs. 3 VermAnlG niedergelegten Zeichnungsgrenzen durch die Investoren zu überprüfen. Nicht durch die Befreiung in § 2a Abs. 1 VermAnlG ausgeschlossen wird darüber hinaus die in § 13 Abs. 1 VermAnlG enthaltene Pflicht des Anbieters zur Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts. Formale und inhaltliche Anforderungen an das Vermögensanlagen-Informationsblatt sind in den §§ 13 Abs. 2–6 VermAnlG geregelt.⁵⁴² Im Vergleich zu Verkaufsprospekten im Sinne der §§ 6ff. VermAnlG haben Vermögensanlagen-Informationsblätter neben einem geringeren Umfang für Anbieter den Vorteil, dass sie nicht von der BaFin gebilligt werden müssen. Bei Bestehen einer Befreiung von der Prospektpflicht nach § 2a Abs. 1 VermAnlG ist daher gem. § 13 Abs. 3a VermAnlG in das Informationsblatt die Angabe aufzunehmen, dass für die angebotene Vermögensanlage kein von der BaFin gebilligtes Verkaufsprospekt erstellt wurde.

3. Zwischenergebnis

Die prospektrechtliche Regulierung der verschiedenen Crowdfunding-Geschäftsmodelle variiert damit abhängig von der Art der Beteiligung der Investoren an den Darlehensverträgen: Kommen diese, wie beim Abtretungsmodell

⁵⁴² Vgl. dazu auch *Assmann*, in: ders./Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG, § 13 VermAnlG Rn. 23ff.; *Riethmüller*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 22 Rn. 69ff.

und echten Crowdlending, in direkten Kontakt mit den Darlehensforderungen, besteht keine Prospektspflicht. Es müssen dann durch die Plattformbetreibergesellschaften lediglich weniger kostenintensive Pflichten wie die Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblattes beachtet werden. Im Anleihemodell kommen die Investoren dagegen nicht in direkten Kontakt mit den Darlehensforderungen, sondern nur in verbriefter Form. Dennoch entsteht keine Prospektspflicht nach der Prospekt-VO, da es den *borrower payment dependent notes* in ihrer konkreten Ausgestaltung an einer Standardisierung und wohl auch an einer Handelbarkeit fehlt. Keine der Plattformbetreibergesellschaften ist daher gem. Art. 3 Abs. 1 Prospekt-VO zur Erstellung eines Verkaufsprospekts verpflichtet, das noch vor dem öffentlichen Angebot der Wertpapiere durch die BaFin gebilligt werden müsste.

Allerdings fallen sämtliche Geschäftsmodelle in den Anwendungsbereich des subsidiären VermAnlG, aus dem sich gleichermaßen die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Prospekts ergeben kann. Das Abtretungsmodell kann allerdings innerhalb der von § 2a VermAnlG gesetzten Grenzen die dort enthaltene Ausnahmeregelung für sich geltend machen. Durch eine analoge Anwendung der Vorschrift gilt dies letztlich auch für das echte Crowdlending. Dadurch ändert sich allerdings nichts an der Pflicht zur Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblattes. Im Anleihemodell besteht dagegen eine Prospektspflicht gem. § 6 VermAnlG, insbesondere die für Schwarmfinanzierungen vorgesehene Ausnahmegesetz des § 2a VermAnlG kann hier weder direkt noch analog zur Anwendung gebracht werden. Dieses Ergebnis ist, wie oben bereits dargestellt, auch interessengerecht. Einerseits tragen die Investoren hier das Insolvenzrisiko sowohl des Kreditnehmers als auch der Plattformbetreibergesellschaft. Andererseits wird es einem durchschnittlichen Investor schwerer fallen, die rechtliche Ausgestaltung des Anleihemodells zu verstehen.

IV. Exkurs: Anwendbarkeit des Verbraucherdarlehensrechts

Im Bereich des Zivilrechts wird diskutiert, ob die über Crowdlending-Plattformen begebenen Kreditverträge als Verbraucherdarlehensverträge im Sinne des § 491 Abs. 2 BGB einzuordnen sind. Verbraucherdarlehensverträge sind entgeltliche Darlehensverträge zwischen einem Unternehmer als Darlehensgeber und einem Verbraucher als Darlehensnehmer. Im Rahmen der unechten Crowdlending-Geschäftsmodelle schließen die Kreditnehmer einen entgeltlichen Darlehensvertrag mit einer Geschäftsbank, die jedenfalls als Unternehmer im Sinne des § 14 BGB handelt. Sofern die Kreditnehmer Verbraucher im Sinne des § 13 BGB sind, handelt es sich um einen Verbraucherdarlehensvertrag. Problematischer ist die Frage beim echten Crowdlending, da dort die Verträge unmittelbar zwischen Investoren und Kreditnehmern zustande kommen. Sollte es sich bei

diesen um Verbraucherdarlehensverträge handeln, würden die Investoren aufwändige Informations- und Erläuterungspflichten treffen, deren Beachtung die Durchführbarkeit des echten Crowdfunding erheblich beeinträchtigen könnte.⁵⁴³

Es besteht im Rahmen des echten Crowdfunding insbesondere die Frage, ob die Investoren bei Abschluss des Darlehensvertrages in Ausübung ihrer gewerblichen Tätigkeit handeln und somit Unternehmer im Sinne von § 14 BGB sind.⁵⁴⁴ Hier wird vertreten, dass der Unternehmerbegriff im Bereich des Crowdlendings wie bei Verbrauchern einschränkend ausgelegt werden muss, da die ausschließlich der privaten Vermögensanlage dienende Darlehensvergabe nicht zur Einordnung des Investors als Unternehmer führen soll.⁵⁴⁵ Zum Unternehmer im Sinne des § 14 BGB wird der Investor erst dann, wenn seine Anlagetätigkeit einen Umfang erreicht, der die Einrichtung eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs erfordert.⁵⁴⁶ Um Wertungswidersprüche zwischen dem Verbraucherbegriff und dem Unternehmerbegriff zu vermeiden, wird dieser Ansicht an dieser Stelle zugestimmt, so dass grundsätzlich kein Verbraucherdarlehensvertrag im Sinne des § 491 BGB vorliegt.⁵⁴⁷ Da die Rechtslage diesbezüglich jedoch sehr unklar ist, erscheint neben den bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben auch aus diesem Grund die Delegation der Kreditvergabe und der damit möglicherweise einhergehenden Informations- und Erläuterungspflichten auf ein Kooperationskreditinstitut attraktiv. Die überwiegend vorvertraglichen Pflichten können aber nicht nur durch ein Kreditinstitut, sondern ebenso gut in standardisierter Form durch die Plattformbetreibergesellschaft erfüllt werden.⁵⁴⁸

⁵⁴³ Renner ZBB 2014, 261 (268). Informations- und Erläuterungspflichten bestehen auf mehreren Ebenen: Erstens wäre der Investor nach § 6a PAngV verpflichtet, in seiner Werbung wesentliche Angaben wie Sollzinssatz, Nettodarlehensbetrag und effektiven Jahreszins zu machen. Zweitens bestünde die Pflicht zur umfassenden vorvertraglichen Information und Erläuterung über die Kreditkonditionen aus § 491a Abs. 1 BGB in Verbindung mit Art. 247 EGBGB; § 491a Abs. 3 BGB. Drittens müssen die entsprechenden Informationen gem. § 492 Abs. 2 in Verbindung mit Art. 247 EGBGB in den Kreditvertrag aufgenommen werden. Zuletzt bestehen auch während der Vertragslaufzeit fortlaufende Informationspflichten aus §§ 493, 496 Abs. 2, 504 Abs. 1, 505 BGB. Vgl. dazu Renner ZBB 2014, 261 (268); zu den „vier Ebenen der Informationsversorgung“ vgl. Schürnbrand/Weber, in: MüKoBGB, Vor § 491 Rn. 4.

⁵⁴⁴ Eine gewerbliche Tätigkeit kann angenommen werden, wenn entgeltliche Leistungen am Markt angeboten oder nachgefragt werden, diese Tätigkeit planmäßig und auf Dauer angelegt ist und die Tätigkeit wirtschaftlichen Charakter hat und selbstständig erfolgt, vgl. Alexander, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.4.2021), § 14 Rn. 144.

⁵⁴⁵ Renner ZBB 2014, 261 (269); vgl. für Verbraucher Fritzsche, in: Staudinger-BGB, § 13 Rn. 51.

⁵⁴⁶ Renner ZBB 2014, 261 (269); vgl. für Verbraucher Fritzsche, in: Staudinger-BGB, § 13 Rn. 51.

⁵⁴⁷ Renner ZBB 2014, 261 (269); so wohl auch Nietsch/Eberle ZVglRWiss 116 (2017), 205 (217).

⁵⁴⁸ Vgl. Renner ZBB 2014, 261 (269).

D. Ergebnis

Das Crowdlending kann somit nach seinem Grundprinzip für den Bereich der Fremdkapitalfinanzierung nach der hier vorliegenden Analyse ein für das deutsche Finanzsystem neuartiges „Banking Without Banks“ ermöglichen, da es dort keiner Finanzintermediäre im engeren Sinn für eine Kreditvergabe bedarf. Entsprechend konnte gezeigt werden, dass es im Vergleich zu einer traditionellen Kreditvergabe durch Einlagenkreditinstitute zu einer Disintermediation kommt: Die traditionell durch diese Institute erbrachten Funktionen werden beim Crowdlending regelmäßig entweder gar nicht mehr benötigt – wie zum Beispiel die Fristentransformation – oder durch Kapitalnehmer und Investoren selbst erbracht. Das heißt allerdings nicht, dass auf eine Intermediation vollkommen verzichtet werden kann: Die Plattformbetreibergesellschaften erbringen gerade durch den Betrieb der Plattformen als Gatekeeper die Informationsfunktion sowie die Anreizfunktion, indem sie das Zusammenkommen von Investoren und Kapitalnehmern ermöglichen.

Dennoch sind Crowdlending-Geschäftsmodelle auf dem deutschen und amerikanischen Markt grundsätzlich „unecht“ ausgestaltet, indem dort entgegen der Grundidee des Crowdlendings anstatt der Investoren zwischengeschaltete Kooperationskreditinstitute die Kreditverträge mit den Kreditnehmern abschließen. Es konnte allerdings gezeigt werden, dass die Einbindung der Kreditinstitute nicht dazu führt, dass sich die Funktionswahrnehmung im Rahmen des unechten Crowdlendings im Vergleich zum echten Crowdlending wesentlich verändert. Im Gegenteil: Es lässt sich sogar feststellen, dass die bei einer traditionellen Kreditvergabe durch Einlagenkreditinstitute erbrachten Funktionen trotz Zwischenschaltung der Kreditinstitute im Rahmen des unechten Crowdlendings weiterhin von den Kreditnehmern und Investoren erbracht werden, so dass es ebenfalls zu einer Disintermediation kommt. Die Einbindung von lizenzierten Kreditinstituten bietet so in funktionaler Hinsicht keinen erkennbaren Mehrwert – auf dieser Erkenntnis basiert auch die Feststellung, dass sich die Kreditinstitute von Erfüllungsgehilfen des Finanzsystems zu Verrichtungshelfern der Plattformbetreibergesellschaften wandeln.

Die Gründe für eine Ausgestaltung der Geschäftsmodelle unter Einbeziehung lizenzierter Kreditinstitute können somit nicht in aus der Einschaltung der Kreditinstitute resultierenden wirtschaftlichen Vorteilen liegen. Stattdessen kommen als Beweggrund für eine derartige Ausgestaltung restriktive rechtliche Vorgaben in Betracht, insbesondere solche des Bankaufsichtsrechts. Die Anwendung dessen Aufsichtsmaßstabs auf verschiedene Crowdlending-Geschäftsmodelle zeigt unter Berücksichtigung der Aufsichtspraxis, dass das Abtretungsmodell im Vergleich zu echtem Crowdlending und Anleihenmodell der geringsten Regulierungsintensität ausgesetzt ist. Alleine das zwischengeschal-

tete Kooperationskreditinstitut ist Adressat bankaufsichtsrechtlicher Pflichten, während insbesondere die Investoren und Kreditnehmer keine vom Anwendungsbereich bankaufsichtsrechtlicher Regulierung erfasste Tätigkeit erbringen. Diese unterliegen so insbesondere keiner Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG. Solche Pflichten der Investoren und Kreditnehmer bestehen zwar nach hier vertretener Rechtsauffassung regelmäßig weder im Rahmen des Anleihemodells noch des echten Crowdlendings. Zumindest für Letzteres deutet allerdings vieles darauf hin, dass die BaFin dies in ihrer Aufsichtspraxis anders sieht und sowohl für Investoren als auch für Kreditnehmer den Anwendungsbereich bankaufsichtsrechtlicher Pflichten für eröffnet hält. Dagegen spricht aber, dass gerade die Tätigkeit der Investoren grundsätzlich weder die Stabilität des Finanzsystems noch andere Schutzzwecke des Bankaufsichtsrechts in einem regulierungsbedürftigen Maße gefährden – jedenfalls so lange, wie ein einzelner Investor nicht in einem Umfang tätig ist, der geeignet ist, diese Schutzzwecke zu gefährden. Entsprechend sind verschiedene Vorgaben des Aufsichtsmaßstabs, die nach ihrem Wortlaut grundsätzlich erfüllt sind, teleologisch zu reduzieren. Die Anwendung des Aufsichtsmaßstabs durch die BaFin ohne erkennbare Rücksichtnahme auf solche teleologischen Überlegungen führt im Ergebnis zu erheblichen Unterschieden in der rechtlichen Bewertung funktional vergleichbarer Crowdfunding-Geschäftsmodelle. Besonders deutlich lässt sich dies daran erkennen, dass echtes Crowdfunding in Deutschland in Gestalt des Rangrücktrittsmodells erlaubnisfrei betrieben werden darf – dass die offensichtliche Schlechterstellung einer Partei gleichermaßen den Anwendungsbereich des Bankaufsichtsrechts verschließt, ist schlicht nicht sinnvoll zu erklären. Dies gilt umso mehr, als dass beide Geschäftsmodelle gleichermaßen durch den Anwendungsbereich des Bankaufsichtsrechts erfasst werden und so noch nicht einmal damit argumentiert werden kann, dass die Investoren im Rangrücktrittsmodell in dieser Hinsicht stärkeren Schutz erfahren.

Neben solchen teleologischen Überlegungen besteht deshalb kein Grund zur eigenständigen Regulierung der Kreditnehmer und Investoren, weil die Plattformbetreibergesellschaft im Rahmen des echten Crowdlendings aufgrund des Einlagen- und Kreditgeschäfts gem. §§ 32 Abs. 1 S. 1, 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1, 2 KWG eine Erlaubnispflicht trifft. Dieses Ergebnis erscheint sachgerecht: Zum einen ist die Gesellschaft zumindest in der konkreten rechtlichen Ausgestaltung der Zopa-Plattform bei Zahlungsschwierigkeiten zum Entzug der Darlehensvaluta berechtigt und befähigt. Zum anderen übt sie entscheidenden Einfluss auf den Inhalt der zwischen Kreditnehmern und Investoren geschlossenen Darlehensverträge aus. Diese sind AGB-mäßig ausgestaltet und stehen Kreditnehmern und Investoren inhaltlich nicht zur Disposition. Darüber hinaus ist die Plattformbetreibergesellschaft entscheidend in die Verwaltung der Rückzahlungen eingebunden. Wird das Geschäftsmodell von einer als Start-Up-Unternehmen gegründeten Plattformbetreibergesellschaft betrieben, sind jedoch die oben be-

reits dargelegten Probleme hinsichtlich der Erlangung einer Erlaubnis und der erforderlichen Organisationsstruktur hinsichtlich einer Innovationsrelevanz zu beachten.⁵⁴⁹

Das Anleihemodell trifft im Vergleich zu den anderen Crowdlending-Ausgestaltungen die strikteste Regulierung. Zunächst besteht für die Plattformbetreibergesellschaft wegen des Betriebens des Kreditgeschäfts eine eigenständige Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, so dass die Einschaltung des Kooperationskreditinstituts zumindest nach deutschem Recht ihren Zweck verfehlen würde. Daneben tritt eine Prospektspflicht nach dem VermAnlG hinsichtlich der *borrower payment dependent notes*. Eine analoge Anwendung des auf Schwarmfinanzierungen zugeschnittenen § 2a VermAnlG scheitert am Fehlen einer vergleichbaren Interessenlage. Dieses Ergebnis kann in Anbetracht der rechtlichen Ausgestaltung allerdings überzeugen, da die Investoren hier im Gegensatz zum echten Crowdlending und Abtretungsmodell nicht direkt Inhaber der Darlehensforderungen werden, sondern lediglich mittelbar daran partizipieren. Damit sich die Investoren dessen bewusst werden, ist eine Prospektspflicht zumindest in der Theorie sinnvoll – ob die gewünschte Wirkung eines Prospekts bei den Investoren gerade im Vergleich zu einem Vermögensanlage-Informationsblatt in der Praxis eintritt, ist allerdings eher zweifelhaft.

Die rechtliche Analyse zeigt aber insgesamt, dass gerade die bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben den schmalen Grat zwischen einer Innovationsförderung und einer Risikobegrenzung für das Crowdlending verfehlen. Die eigentliche zu einem „Banking Without Banks“ führende Innovation – das entsprechend dem Grundprinzip ausgestaltete echte Crowdlending – wird durch die von der BaFin nach außen kommunizierte Handhabung des bankaufsichtsrechtlichen Aufsichtsmaßstabs für den deutschen Markt effektiv ausgeschlossen. Die sich daraus ergebenden Risiken rechtfertigen dies im Vergleich zum Abtretungsmodell indes nicht. Zu beachten ist allerdings, dass die Gründe für diesen Missstand nicht primär im Aufsichtsmaßstab selbst zu suchen sind. Wie im Rahmen dessen Analyse gezeigt werden konnte, ermöglicht dieser unter ausreichender Berücksichtigung teleologischer Gesichtspunkte eine risikoangemessene Regulierung von innovativen Crowdlending-Geschäftsmodellen. Problematisch ist vielmehr die Anwendung des Aufsichtsmaßstabs durch die BaFin als Aufsichtsbehörde, die im Bereich des Crowdlendings von der Möglichkeit teleologischer Abstufungen keinen erkennbaren Gebrauch macht. Dies lässt sich schon dadurch belegen, dass die englische Crowdlending-Plattform schon vor Erlangung einer eigenen Banklizenz und der damit verbundenen Änderung des Geschäftsmodells ohne Bankenkooperation auskam, obwohl der britische Aufsichtsmaßstab (jedenfalls bis zum Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union) größtenteils auf den gleichen europäischen Regeln basierte wie

⁵⁴⁹ Vgl. oben, § 3, C. II.

der deutsche. Unterschiedlich ist nur dessen Handhabung durch die zuständige Aufsichtsbehörde.

Wer sich von der europäischen ECSP-VO insofern Rechtsklarheit erhofft hat, wird zumindest im Bereich der Crowdlending-Geschäftsmodelle größtenteils enttäuscht. Zwar verfolgt die Verordnung den begrüßenswerten Ansatz, dass für die Investoren und die Projektträger keine individuelle Zulassung und damit insbesondere keine bankaufsichtsrechtliche Erlaubnis nach mitgliedsstaatlichem Recht vorliegen muss. Stattdessen werden die Plattformbetreibergesellschaften als Schwarmfinanzierungsdienstleister zu den Adressaten der Erlaubnispflichten. Dies entspricht in der Sache auch der funktionalen Analyse des Geschäftsmodells, da in der Bereitstellung der Plattform die Wahrnehmung sowohl der Informations- als auch der Anreizfunktion zu erkennen ist und lässt sich so schon *de lege lata* unter Berücksichtigung teleologischer Gesichtspunkte auch für das echte Crowdlending begründen. Das Potential dieses Ansatzes, eine die Belange von Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung berücksichtigende Regulierung zu schaffen, wird in der Praxis indes nicht erreicht. Dies liegt insbesondere an der engen Begrenzung des Anwendungsbereichs der ECSP-VO, sowohl in persönlicher als auch in sachlicher Hinsicht. So sind gerade solche Geschäftsmodelle nicht erfasst, bei denen Verbraucher als Projektträger zugelassen sind. So besteht die Gefahr, dass sich die intendierte Wirkung der ECSP-VO ins Gegenteil verkehrt und für Crowdfunding-Geschäftsmodelle ein regulatorischer Flickenteppich entsteht, der gerade nicht zur angestrebten Vereinheitlichung der Rechtslage führt.

§ 5 Fallstudie: Disintermediation des Zahlungsverkehrs

Die optimale Allokation wirtschaftlicher Ressourcen innerhalb eines Finanzsystems setzt zwingend voraus, dass diese zwischen Anbietenden und Nachfragenden übertragbar sind. Dies gilt in einer modernen Volkswirtschaft in besonderem Maße für Geld, da es den Teilnehmern eines Finanzsystems als Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel sowie als Recheneinheit (die sogenannten Geldfunktionen¹) den Erwerb von Waren und Dienstleistungen ermöglicht, ohne diese dabei gegen andere Waren und Dienstleistungen tauschen zu müssen;² hieraus resultierende Schwierigkeiten in der Beurteilung der Gleichwertigkeit der ausgetauschten Leistungen werden so minimiert. Was dabei als Geld gilt, kann einerseits anhand der genannten wirtschaftlichen Funktionen, andererseits im Rechtssinne bestimmt werden.³ Das europäische Zahlungsdiensteaufsichtsrecht definiert Geldbeträge in Art. 4 Nr. 25 PSD II beispielsweise als Banknoten und Münzen, Giralgeld und E-Geld im Sinne des Art. 2 Nr. 2 der Zweiten E-Geld-RL, sprich als Bar-, Buch- und E-Geld.⁴ Für die Zwecke dieser Arbeit werden als Geld jedoch gleichermaßen solche Erscheinungsformen verstanden, die von diesem Geldbegriff im Zahlungsdiensteauf-

¹ Vgl. zu den verschiedenen Geldfunktionen *Grundmann*, in: MüKoBGB, § 245 Rn. 1 ff.; *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 2 Rn. 4; *Freitag*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 15.3.2021), § 244 Rn. 11; *Omlor*, in: Staudinger-BGB, Vorbemerkungen zu §§ 244–248 BGB Rn. A33.

² Vgl. dazu auch *Omlor*, in: Staudinger-BGB, Vorbemerkungen zu §§ 244–248 BGB Rn. A4 ff.; *Bernholz*, in: Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, 38 (39 ff.).

³ *Grundmann*, in: MüKoBGB, § 245 Rn. 10 m. w. N.

⁴ Sowohl im Strafrecht als auch im Zivilrecht gilt als Geld jedes vom Staat oder einer durch ihn dazu ermächtigten Stelle als Wertträger beglaubigte, zum Umlauf im öffentlichen Verkehr bestimmte Zahlungsmittel ohne Rücksicht auf einen allgemeinen Annahmewang, vgl. für das Strafrecht statt vieler BGH, BGHSt 32, 198 (200 ff.) = NJW 1984, 1311 m. w. N.; für das Zivilrecht BGH, NJW 2013, 2888, Rn. 8. Von diesem Geldbegriff sind neben Bargeld auch das Buch- und E-Geld umfasst, vgl. *Freitag*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 15.3.2021), § 244 Rn. 25. Zu beachten ist jedoch, dass Buch- und E-Geld den gesetzlichen Zahlungsmitteln (das heißt Euro-Banknoten und Euro-Münzen, vgl. Art. 128 Abs. 1 S. 3 AEUV, Art. 10 Abs. 2 VO (EG) 974/98, § 14 Abs. 1 S. 2 BBankG) im Zivilrecht nicht gänzlich gleichstehen, da der Gläubiger einer Geldschuld gesetzlich lediglich zur Annahme gesetzlicher Zahlungsmittel verpflichtet ist. Dies wird für das deutsche Privatrecht der Geldschuld allerdings als „dispositive Residualbestimmung“ verstanden; der Gläubiger einer Geldschuld kann sich ohne weiteres verpflichten, Buch- oder E-Geld anzunehmen, vgl. *Freitag*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 15.3.2021), § 244 Rn. 32.

sichstrechtlichen Sinne bisher nicht erfasst werden, die oben genannten Geldfunktionen jedoch erfüllen.⁵

Aufgrund der besonderen Bedeutung von Geld müssen in einem Finanzsystem Mechanismen vorhanden sein, die eine schnelle und sichere Übertragung von Geld ermöglichen. Die Übertragung von Bargeld – der in Deutschland immer noch eine erhebliche, wenngleich sinkende Bedeutung zukommt⁶ – ist zwar durch die Übereignung von Banknoten und Münzen nach den allgemeinen sachenrechtlichen Prinzipien (§§ 929 ff. BGB) ohne Weiteres möglich, erfordert aber grundsätzlich die gleichzeitige körperliche Anwesenheit von Zahler und Zahlungsempfänger und kann daher mit erheblichen Transaktionskosten verbunden sein, die sich zum Beispiel aus der Lieferung, dem Transport und der Verwahrung des Bargelds ergeben.⁷ Innovationen innerhalb eines Finanzsystems zielen jedoch darauf ab, dessen Funktionen weitestgehend ohne Transaktionskosten zu erfüllen.⁸ So haben sich im Laufe der Zeit transaktionskostenärmere Bezahlverfahren und Zahlungssysteme entwickelt, in deren Rahmen Geldbeträge bargeldlos, das heißt in Form von Buch- oder E-Geld, übertragen werden können.

Im Folgenden wird gezeigt, dass Banken bei der Bereitstellung solcher Bezahlverfahren und Zahlungssysteme in der Europäischen Union bislang faktisch eine Monopolstellung innehatten, einerseits da Zahler ihr Geldvermögen typischerweise bei diesen auf einem Girokonto verwahren, andererseits aufgrund des Zugangs zu den Zahlungsverrechnungskonten der Zentralbanken, der in vielen Rechtsordnungen Banken im rechtlichen Sinne vorbehalten ist.⁹ Im Rahmen der FinTech 3.0-Phase haben sich allerdings bargeldlose Bezahlverfahren und Zahlungssysteme entwickelt, die auf den ersten Blick eine disruptive

⁵ Ein bekanntes Beispiel für solche Einheiten, die nicht von der Definition der PSD II erfasst werden, sind regionale Komplementärwährungen, vgl. zu rechtlichen Gesichtspunkten sogenannter Regionalwährungen ausführlich *Sademach*, Regionalwährungen in Deutschland.

⁶ Der Anteil von Barzahlung nach Transaktionsanzahl betrug im Jahr 2017 74,3 %, während der Anteil von Barzahlungen am Umsatz mit 47,6 % das erste Mal seit Beginn der statistischen Erhebung unter 50 % gefallen ist, vgl. Deutsche Bundesbank, Zahlungsverhalten in Deutschland 2017, S. 8, 24 f., abrufbar unter: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Studien/zahlungsverhalten_in_deutschland_2017.pdf?__blob=publicationFile (letzter Abruf: 9.4.2021). Im Jahr 2020 – unter dem Einfluss der Covid 19-Pandemie – betrug der Anteil der Barzahlungen an der Transaktionsanzahl nur noch 60 %, während der Anteil von Barzahlungen nur noch 32 % betrug, vgl. Deutsche Bundesbank, Zahlungsverhalten in Deutschland 2020, S. 18.

⁷ Vgl. *Schmieder*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 46 Rn. 1. Dies zeigt sich bei Beträgen ab 100 Euro auch statistisch, da Zahlungen in diesem Bereich sogar in Deutschland inzwischen vermehrt unbar getätigt werden, vgl. Deutsche Bundesbank, Zahlungsverhalten in Deutschland 2017, S. 28.

⁸ Vgl. dazu oben, § 3 A. I. 2.

⁹ *Humphrey*, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, 408 (409).

Wirkung entfalten und so die Monopolstellung traditioneller Zahlungsdienstleister in Frage stellen (A.). Auf den zweiten Blick zeigt sich allerdings, dass sich diese innovativen Verfahren und Systeme nur vereinzelt von traditionellen Zahlungsstrukturen lösen und es damit nur in Einzelfällen zu einer Disruption oder gar einer Disintermediation kommt. Das folgende Kapitel identifiziert solche Bezahlvorgänge und Zahlungssysteme (B.) und bewertet diese anschließend aus einer aufsichtsrechtlichen Perspektive (C.).

A. Disruption des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in der FinTech 3.0-Phase

Ob die im Bereich des bargeldlosen Zahlungsverkehrs entwickelten FinTech 3.0-Innovationen disruptiv wirken, kann man erst dann sicher beurteilen, wenn man sich die Strukturen vor Augen führt, die von einer solchen Disruption betroffen sein könnten. Erst danach kann analysiert werden, ob FinTech 3.0-Zahlungslösungen zu einer Disruption dieser Zahlungssysteme führen.

I. Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs bis zur FinTech 3.0-Phase

Die historische Entwicklung des heutigen bargeldlosen Zahlungsverkehrs fand ihre Anfänge im Aufblühen des städtischen Bankwesens seit Beginn des 15. Jahrhunderts.¹⁰ Weitere wesentliche Faktoren auf dem Weg zur heutigen Infrastruktur des bargeldlosen Zahlungsverkehrs waren in Deutschland der Markteintritt der Post und die Gründung der Aktienbanken jeweils ab 1848, die Ausbreitung der Sparkassen von 1840 bis 1860, die verstärkte Tätigkeit der Reichsbank im Giroverkehr zwischen Unternehmen ab 1875 und die Verbreitung des Universalbankensystems im 19. Jahrhundert.¹¹ Auf europäischer Ebene sind insbesondere das sogenannte Goldsmith-Bankensystem und die im Zuge dessen als weltweit erste moderne Zentralbank gegründete „Bank of England“ als wichtige Wegpunkte für die Entwicklung moderner Zahlungssysteme zu nennen.¹²

¹⁰ *Schmieder*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 46 Rn. 1; *Omlor*, in: Staudinger-BGB, Vorbemerkungen zu §§ 244–248 BGB Rn. A21; *ders.* WM 2015, 2297 (2298); vgl. dazu vertiefend *Klein* Deutsche Bankengeschichte – Band 1, S. 156 ff.

¹¹ *Omlor*, in: Staudinger-BGB, Vorbemerkungen zu §§ 244–248 BGB Rn. A22f.; *ders.* WM 2015, 2297 (2298 f.) m. w. N.

¹² *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (787 ff.); vgl. weiterführend zum Goldsmith-Bankensystem *Kim* Business History 53 (2011), S. 939 ff.

Zahlreiche technische Neuerungen der FinTech 1.0- und 2.0-Phasen führten zu einer Ausweitung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, insbesondere im Bereich transnationaler Zahlungen. Gerade in der FinTech 2.0-Phase wurden verstärkt neue Technologien entwickelt, die der Abwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs dienen sollten:¹³ So markiert die Gründung des „Inter-Bank Computer Bureaus“ in Großbritannien 1968 zur elektronischen Abwicklung von Transaktionen den Beginn dieser zweiten Phase des Zusammenwirkens technologischer Innovationen mit Finanzdienstleistungen. Wenig später folgte in den USA das „Clearing House Interbank Payments System“ (CHIPS). 1973 wurde die „Society for Worldwide Interbank Telecommunication“ (SWIFT) gegründet, die ein internationales Telekommunikationsnetz zwischen Banken und anderen Finanzdienstleistern zum Austausch von Informationen zu Finanzdienstleistungen in standardisierter Form anbietet, darunter insbesondere Zahlungsaufträge.¹⁴ Zuletzt hat die Einführung der „Single European Payment Area“ (SEPA)¹⁵ im Jahr 2012 zu einer Vereinheitlichung des europäischen bargeldlosen Zahlungsverkehrs geführt.

Aus dieser historischen Entwicklung sind moderne Zahlungssysteme hervorgegangen, in deren Rahmen regelmäßig drei Institutionen in die Abwicklung einer Zahlung eingebunden sind.¹⁶ Zunächst ermöglichen – meist privat gehaltene – Einlagenkreditinstitute Haushalten, Unternehmen und Regierungen bargeldlose Zahlungen, indem sie die für den Zahlungsverkehr notwendige Kontenstruktur zur Verfügung stellen. Einlagenkreditinstitute stellen ihren Kunden daneben Bezahlverfahren zur Initiierung und Autorisierung eines Zahlungsvorgangs zur Verfügung, darunter zum Beispiel die Überweisung, das Lastschriftverfahren und kartengestützte Zahlungen.¹⁷ Das Kreditinstitut kann einen Zahlungsvorgang jedoch nur dann eigenständig abwickeln, wenn sowohl Zahler als auch Zahlungsempfänger dort ein Konto besitzen. Verfügen Zahler und Zahlungsempfänger dagegen über Konten bei verschiedenen Kreditinstituten, werden Zahlungen regelmäßig über Zentralbanken wie die Europäische Zentralbank abgewickelt. Diese stehen eine Ebene über den Einlagenkreditinstituten, die ihrerseits Konten bei den Zentralbanken führen. Über diese Konten werden die Zahlungen zwischen den kontoführenden Instituten (Interbankenzahlungen) verrechnet (sogenanntes *settlement*). Zur Ermöglichung einer solchen Verrechnung geben Zentralbanken außerdem Banknoten,

¹³ Vgl. dazu oben, § 1 A. II.

¹⁴ *Omlor*, in: Staudinger-BGB, Vorbemerkungen zu §§ 244–248 BGB Rn. A27; *Haug*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 51a Rn. 19ff.

¹⁵ Verordnung (EU) Nr. 260/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.3.2012 zur Festlegung der technischen Vorschriften und der Geschäftsanforderungen für Überweisungen und Lastschriften in Euro und zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 924/2009. Vgl. dazu auch *Omlor*, in: Staudinger-BGB, Vorbemerkungen zu §§ 244–248 BGB Rn. A28ff.

¹⁶ Vgl. dazu *Awrey/van Zwieten* *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 775 (791 ff.).

¹⁷ *Awrey/van Zwieten* *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 775 (792).

Münzen und Zentralbankreserven aus.¹⁸ Zwischen Einlagenkreditinstituten und Zentralbanken stehen regelmäßig sogenannte Clearing-Häuser. Im Rahmen des *clearings* werden zunächst Zahlungsanweisungen gesammelt und anhand der Bank des Zahlungsempfängers gebündelt. Dieser wird schließlich mitgeteilt, welchen Betrag sie welchem Kontoinhaber gutschreiben muss. Je nach Ausgestaltung teilen die Clearing-Häuser der jeweiligen Zentralbank die zwischen zwei Kreditinstituten bestehende Bilanz mit, aufgrund derer die Zentralbank das *settlement* auf den dort geführten Konten dieser Institute vornehmen kann. Clearing-Verfahren auf paneuropäischer Ebene sind die TARGET2-¹⁹ sowie STEP1- und STEP2-Systeme²⁰.

Ein beispielhafter Zahlungsvorgang, bei dem Zahler und Zahlungsempfänger Konten bei verschiedenen Kreditinstituten führen, läuft demnach regelmäßig wie folgt ab: Der Zahler initiiert unter Zuhilfenahme eines der von seinem Einlagenkreditinstitut A zur Verfügung gestellten Bezahlverfahrens eine Zahlung in Höhe von 100 Euro an einen Zahlungsempfänger, der über ein Konto bei dem Einlagenkreditinstitut B verfügt. Damit weist der Zahler A an, diese Zahlung in Höhe von 100 Euro an den Zahlungsempfänger zu tätigen. Diese Anweisung leitet A an das zuständige Clearing-Haus weiter, das über einen bestimmten Zeitraum sämtliche Zahlungsanweisungen sammelt und diese miteinander verrechnet. Hat im relevanten Zeitraum nur der Zahler als Kontoinhaber der A eine Zahlung in Höhe von 100 Euro an den Zahlungsempfänger als Kontoinhaber der B getätigt, teilt das Clearing-Haus dies der Zentralbank mit. Diese transferiert entsprechend 100 Euro vom Zentralbankkonto der A auf das Zentralbankkonto der B. Gleichzeitig leitet das Clearing-Haus die Zahlungsanweisung an B weiter, die dem Konto des Zahlungsempfängers daraufhin den entsprechenden Betrag von 100 Euro gutschreibt. Das Konto des Zahlers wird von A entsprechend in Höhe des angewiesenen Betrags belastet.

Der bargeldlose Zahlungsverkehr wird damit aus sowohl historischer als auch aktueller Perspektive von Kreditinstituten dominiert. Dies wird noch dadurch verdeutlicht, dass der Zugang zu Clearingverfahren wie TARGET2 und STEP2 auf CRR-Kreditinstitute im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 CRR-VO beschränkt ist.²¹ Selbst E-Geld-Institute, die nicht gleichzeitig CRR-Kreditins-

¹⁸ *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (791 f.).

¹⁹ Über das TARGET2-System („Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement“) werden Großzahlungen mit einem Durchschnittsvolumen von 7,1 Mio. Euro abgewickelt, vgl. *Köndgen*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.3.2021), § 675c Rn. 135.1.

²⁰ Die STEP-Systeme werden von der European Banking Association (EBA) angeboten und ermöglichen grenzüberschreitende Massenzahlungen für Firmenkunden (STEP1) sowie die Abwicklung von Überweisungen bis 50.000 Euro (STEP2), vgl. *Fischer*, in: BFS-KWG, § 24b Rn. 9; *Bergmann*, Handlexikon der Europäischen Union, Eintrag: Zahlungsverkehr in der EU, V.

²¹ Vgl. für TARGET2 Anhang II, Art. 4 Abs. 1 der Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 5.12.2012 über ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zah-

titut sind, sind zu einer Teilnahme nicht berechtigt.²² Daneben wird aus der Darstellung eines typischen Zahlungsvorgangs deutlich, dass ein Konto bei einem Einlagenkreditinstitut notwendige Voraussetzung für den Zugang zu bargeldlosen Zahlungssystemen ist.²³ In dieser Ausgestaltung traditioneller Zahlungssysteme sind Zahler damit grundsätzlich gezwungen, für die Ausführung von bargeldlosen Zahlungen den Weg über Kreditinstitute als Intermediäre zu gehen.

II. Disruption durch FinTech 3.0-Zahlungslösungen?

In der FinTech 3.0-Phase gab es vielfältige Innovationen im Bereich des bargeldlosen Zahlungsverkehrs (im Folgenden allgemein FinTech 3.0-Zahlungslösungen).²⁴ Obwohl deren Entwicklung aus institutioneller Perspektive hauptsächlich außerhalb des traditionellen Bankensektors stattgefunden hat, zeigt eine tiefergehende Analyse, dass es nur vereinzelt zu einer Disruption der dargestellten bankenbasierten Zahlungssysteme kommt, da die meisten Innovationen der FinTech 3.0-Phase immer noch auf eben diesen Systemen basieren.

Mobile-Payment-Lösungen am *point of sale* eines Händlers unterscheiden sich in der Abwicklung der dadurch initiierten Zahlung beispielsweise nicht wesentlich von einer Debitkartenzahlung, die nicht mit einer Karte, sondern unter Zuhilfenahme eines mobilen Endgeräts getätigt wurde.²⁵ Diese Zahlungsvorgänge werden auf herkömmlichem Wege in Form einer Lastschrift zu Lasten eines Giro- oder Kreditkartenkontos, einer Überweisung oder mittels Belastung einer Mobilfunkrechnung abgewickelt.²⁶ Es wird somit lediglich die Initiierung oder Autorisierung eines Zahlungsvorgangs aus der Wertschöpfungskette des Kreditinstituts herausgenommen und kundenfreundlicher gestaltet. Die eigentliche Transaktion des Geldbetrags wird dagegen über die

lungsverkehrssystem; vgl. für die praktische Umsetzung dieser Vorgaben im TARGET2-Verfahren Deutsche Bundesbank, Leitfaden für TARGET2-Nutzer, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/unbarer-zahlungsverkehr/target2/teilnehmerinformationen/geschaeftsbedingungen/leitfaden-fuer-target2-teilnehmer-603580> (letzter Abruf: 9.4.2021); für das STEP2-Verfahren Deutsche Bundesbank, SEPA-Clearer des EMZ – Übersicht über die Teilnahme, 2017, S. 2, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/unbarer-zahlungsverkehr/emz/sepa-clearer/teilnahme/teilnahme-am-sepa-clearer-des-emz-642848> (letzter Abruf: 8.4.2021).

²² Anhang II, Art. 4 Abs. 3 der Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 5.12.2012 über ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem, vgl. auch *Königgen*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.3.2021), § 675c Rn. 139.

²³ *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (793).

²⁴ Vgl. dazu schon oben, § 1 B. I. 3.

²⁵ *Humphrey*, in: Berger/Molyneux/Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, 408 (414).

²⁶ *Baumann* GWR 2014, 493 (493 f.).

Konten des Zahlers und des Zahlungsempfängers bei Einlagenkreditinstituten abgewickelt, die für die Zahlungsabwicklung wiederum regelmäßig auf Zentralbankkonten zurückgreifen. Es ändert sich damit lediglich das *front end* des Zahlungsauftrags aus Sicht des Zahlers.²⁷ Auch Remote-Payment-Lösungen basieren regelmäßig auf dem bankenbasierten Zahlungssystem und ändern regelmäßig nur das *front end* des Zahlungsauftrags aus Sicht eines Zahlers. Bei *person-to-person*-Zahlungslösungen hängt es dagegen von deren genauer Ausgestaltung ab, ob sich das Geschäftsmodell vom traditionellen Bankensystem löst und so eine davon losgelöste Zahlungsabwicklung vorsieht. So bietet zum Beispiel das Unternehmen PayPal eine Funktion an, die eine Zahlung zwischen zwei Personen ermöglicht, dabei aber wiederum von bestehenden Strukturen abhängig ist.²⁸ Dagegen werden Zahlungen, die über das in Kenia entwickelte M-Pesa-System initiiert werden, gleichzeitig über das eigene System und damit außerhalb der bankenbasierten Zahlungsinfrastrukturen abgewickelt. *Person-to-person*-Zahlungslösungen führen so je nach Ausgestaltung zu einer Disruption bestehender Zahlungssysteme.

Online-Bezahlsysteme wie „Sofortüberweisung“ erleichtern dem Zahler dagegen lediglich den Umgang mit bekannten Bezahlverfahren; die dadurch initiierten Zahlungsvorgänge werden regelmäßig über bankenbasierte Zahlungssysteme abgewickelt. Online-Wallet-Lösungen können dagegen vielfältige Ausgestaltungen erfahren und zum Beispiel im Bereich virtueller Währungen wie Bitcoin eingesetzt werden.²⁹ Online-Wallets ersetzen dabei aber nicht den eigentlichen Zahlungsvorgang, sondern erbringen eine komplementäre Dienstleistung.

Virtuelle Währungen hingegen lösen sich von bankenbasierten Zahlungssystemen, indem sie auf von Zentralbanken emittiertes Fiatgeld als Zahlungsmittel verzichten. Zentral von Unternehmen ausgegebene Währungen, die lediglich zum Erwerb von Waren oder Dienstleistungen dieser Unternehmen eingesetzt werden können, können allerdings in einem gesamtwirtschaftlichen Kontext vernachlässigt werden. Anders verhält es sich mit sogenannten digitalen Komplementärwährungen, deren Verwendungsmöglichkeiten nicht an einen zentralen Emittenten gebunden sind, sondern das Potential haben, als universelles Zahlungsmittel eingesetzt zu werden. Bekannte digitale Komplementärwährungen wie Bitcoin oder Ether basieren dabei auf dem Distributed-Ledger-Prinzip. Die Systeme, über die Komplementärwährungen als Zahlungsmittel transferiert werden können, werden daher im Folgenden als Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme bezeichnet. Diese können zu einer Disruption der traditionellen, bankenbasierten Zahlungssysteme führen. Hier nur am Rande erwähnt sein soll die derzeitige Diskussion über die Schaffung eines digitalen

²⁷ Busch WiVerw 2014, 148 (149); Baumann GWR 2014, 493 (494).

²⁸ Hingst/Lösing, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 49, 51.

²⁹ Vgl. zu den verschiedenen Online-Wallet-Formen Hingst/Lösing, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 46.

Euros durch die Europäische Zentralbank (digitales Zentralbankgeld, *Central Bank Digital Currency* oder CBDC),³⁰ die zwar eine FinTech-Innovation auf dem Bereich des Zahlungsverkehrs darstellen, Zahlungen aller Voraussicht nach allerdings weiterhin über bankenbasierte Zahlungssysteme ermöglichen würde.

III. Zwischenergebnis

Insgesamt zeigt die Analyse der FinTech 3.0-Innovationen auf dem Gebiet des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, dass diese überwiegend entweder das *front end* der Zahlungsanweisung verändern oder komplementäre Tools zu bestehenden Zahlungssystemen anbieten. Dadurch wird einem Zahler die Initiierung und Autorisierung von Zahlungsvorgängen zwar erleichtert, diese werden jedoch weiterhin über die bankenbasierten Zahlungssysteme abgewickelt. Zahlungsauslöse- und Kontoinformationsdienste, die durch die Zweite Zahlungsdienstrichtlinie erstmals erfasst werden und insbesondere auf Entwicklungen im Bereich der Internetzahlungen und damit auf FinTech-Geschäftsmodelle zurückgehen,³¹ werden daher treffend als „Dritte Zahlungsdienstleister“ bezeichnet.³² Lediglich vereinzelt finden sich Innovationen, die sich von den bestehenden Strukturen lösen und so eine Disruption bewirken. Zu nennen sind hier einerseits das ursprünglich kenianische M-Pesa-System, andererseits digitale Komplementärwährungen wie Bitcoin oder Ripple, die als Zahlungsmittel nicht an ein Unternehmen gebunden sind.

B. Disintermediation durch FinTech 3.0-Zahlungslösungen

Eine Disruption bestehender Strukturen ist jedoch wie oben dargestellt nicht gleichzusetzen mit einer Disintermediation. Zu einer Disintermediation kommt es, wenn die Funktionen des Finanzsystems nicht mehr von Finanzintermediären, sondern entweder von Investoren und Kapitalverwendern selbst oder überhaupt nicht mehr gesondert erbracht werden müssen.³³ Um eine disintermediäre

³⁰ Vgl. zu denkbaren Gestaltungsmöglichkeiten einer CBDC sowie hieraus resultierenden Rechtsfragen *Omlor/Birne* RD i 2020, 1.

³¹ So für Kontoinformationsdienstleister Erwägungsgrund 28 zur PSD II.

³² Dieser Begriff findet sich noch in Art. 4 Nr. 11 des Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien (...), COM(2013) 547. Der Begriff wurde zwar nicht in die Richtlinie übernommen, hat sich in der Literatur aber dennoch durchgesetzt, vgl. nur *Terlau* ZBB 2016, 122 (133 ff.); *Spindler/Zahrte* BKR 2014, 265 (267 f.); *Hingst/Lösing* BKR 2014, 315 (318); *Kokert/Held* BaFin Journal 6/2014, 26 (27 f.).

³³ Vgl. zur Begriffsherleitung oben, § 3 B.

Wirkung nachweisen zu können, müssen daher bankenbasierte Zahlungssysteme und disruptive FinTech-Zahlungslösungen aus funktionaler Perspektive miteinander verglichen werden. Zu beachten ist im Rahmen eines solchen Vergleichs, dass sowohl das M-Pesa-System als auch Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme gleich dem Kollektiv von Zentralbanken, Einlagenkreditinstituten und Clearinghäusern durch die Bereitstellung eines Zahlungssystems eine Unterfunktion der Transferfunktion erfüllen. Wie oben dargestellt, können solche Zahlungssysteme aus funktionaler Perspektive jedoch noch tiefergehend analysiert werden, da mit der Aufbewahrungs- und der Liquiditätsfunktion sowie der finanziellen Inklusion weitere Funktionen identifiziert werden können, die gleichermaßen Unterfunktionen der Zahlungssystemsfunktion darstellen.³⁴

I. Funktionale Betrachtung bankenbasierter Zahlungssysteme

Aus aktueller Perspektive setzen sich bargeldlose Zahlungssysteme in der Regel aus Zentralbanken, Clearinghäusern und Einlagenkreditinstituten zusammen, wobei letzteren aus Sicht des Zahlers als Schnittstelle zur Teilnahme an diesen Zahlungssystemen besondere Bedeutung zukommt.³⁵ Bei der Erbringung der Aufbewahrungs- und Liquiditätsfunktion eines Zahlungssystems wirken diese Stellen teilweise zusammen.

Die Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne (*custodial storage*) wird von Kreditinstituten insbesondere durch zwei Instrumente erfüllt: Einerseits dem Kontokorrent, der gerade im Rahmen von Zahlungssystemen von erheblicher Bedeutung ist, sowie dem Einlagengeschäft.³⁶ In modernen Zahlungssystemen werden die bei einem Einlagenkreditinstitut eingezahlten Gelder – entgegen der veralteten Vorstellung eines Banktresors – innerhalb der elektronischen Rechnungssysteme dieser Institute aufgezeichnet.³⁷ Die Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne (*transactional storage*) erfüllen die Teilnehmer bankenbasierter Zahlungssysteme einerseits, indem sie die sichere Übertragung von Kundengeldern an dritte Zahlungsempfänger durch die Bereitstellung von zahlreichen, an die jeweiligen Bedürfnisse der Zahler angepassten Bezahlverfahren ermöglichen. Auch diese Funktion findet innerhalb moderner Zahlungssysteme in Form von Debit- und Kreditkartenzahlungen, Daueraufträge oder andere elektronische Verfahren wie die Überweisung oder die Lastschrift elektronisch statt.³⁸ Andererseits tragen das *clearing* durch Clearing-Häuser sowie das *settlement* durch die Zentralbanken dazu bei, dass die von Zahlern unter Nutzung der Bezahlver-

³⁴ Vgl. dazu oben, § 3 B. I. 1.

³⁵ Vgl. dazu oben, § 5 A. I.

³⁶ Grundmann, in: ders. (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Teilband 1, 1. Teil Rn. 13.

³⁷ Awrey/van Zwieten *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 775 (782).

³⁸ Awrey/van Zwieten *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 775 (782).

fahren initiierten Zahlungsvorgänge sicher abgewickelt werden können, auch wenn Zahler und Zahlungsempfänger nicht über ein Konto bei demselben Einlagenkreditinstitut verfügen. Die Einlagenkreditinstitute führen darüber hinaus Buch über die getätigten bargeldlosen Transaktionen.

Die Liquiditätsfunktion erfüllen Einlagenkreditinstitute einerseits, indem sie ein Netzwerk von Geldautomaten bereitstellen, an denen Kontoinhaber Sichteinlagen jederzeit in Bargeld eintauschen können.³⁹ Ansonsten hängt die Liquidität davon ab, welches von den Einlagenkreditinstituten angebotene Bezahlfverfahren der Zahler konkret nutzt. Mit Debitkarten kann jederzeit über Guthaben auf Zahlungskonten verfügt werden. Allerdings darf Guthaben auf reinen Zahlungskonten gem. § 3 Abs. 3 S. 2 ZAG nicht verzinst werden, so dass die Liquidität der Vermögenswerte nur zu Lasten potentieller Erträge erreicht wird. Bei Einlagenkreditinstituten geführte Girokonten mit Zahlungskontenfunktion sind dagegen von diesem Verzinsungsverbot zwar nicht erfasst,⁴⁰ weisen gegenüber Guthaben auf Sparkonten oder Termingeldern aber dennoch unattraktivere Zinssätze auf.⁴¹ Über diese attraktiveren Konten ist die Initiierung von Zahlungsvorgängen jedoch – wenn überhaupt – nur begrenzt möglich, so dass die dort eingelegten Vermögenswerte nicht liquide sind.⁴² Bezahlfverfahren wie die Überweisung sowie die Lastschrift weisen insofern große Ähnlichkeiten mit der Debitkartenzahlung auf.⁴³ Die Bereitstellung von Kreditkarten hat insofern einen positiven Effekt auf die Liquidität, als dass der Zahler nicht jederzeit liquide Vermögenswerte bereithalten muss und dennoch Zahlungen tätigen kann.⁴⁴

Bankenbasierte Zahlungssysteme werden damit nicht nur von Intermediären zur Verfügung gestellt, auch die Unterfunktionen des Zahlungssystems werden von Einlagenkreditinstituten, Zentralbanken und Clearinghäusern als Finanzintermediäre erbracht. Insbesondere den Einlagenkreditinstituten kommt dabei eine gesteigerte Bedeutung zu, da diesen sowohl bei der Erbringung der Aufbewahrungsfunktion als auch der Liquiditätsfunktion eine entscheidende Rolle zukommt.

³⁹ Bargeld ist dabei der Vermögenswert mit der höchsten Liquidität, vgl. *Scott*, The Importance of the Retail Payment System, S. 40.

⁴⁰ *Casper*, in: ders./Terlau (Hrsg.), ZAG¹, § 1 Rn. 107; *Findeisen*, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe (Hrsg.), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 1 ZAG Rn. 332.

⁴¹ Vgl. auch *Scott*, The Importance of the Retail Payment System, S. 41 f.

⁴² So sind zum Beispiel beim Produkt „FestzinsSparen“ der Deutschen Bank Verfügungen frühestens zum Ablauf einer vereinbarten Festzinsdauer unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von mindestens drei Monaten zulässig, vgl. Deutsche Bank, Produktinformation FestzinsSparen, abrufbar unter: www.deutsche-bank.de/dam/deutschebank/de/pgk/pk/sparen/festzinssparen/pk-sparen_geldanlage-festzinssparen-pib.pdf (letzter Abruf: 9.4.2021).

⁴³ *Scott*, The Importance of the Retail Payment System, S. 43.

⁴⁴ Vgl. *Scott*, The Importance of the Retail Payment System, S. 42.

II. Funktionale Betrachtung disruptiver FinTech-Zahlungssysteme

Als zumindest disruptiv wirkende FinTech-Zahlungslösungen wurden nach bisheriger Analyse das M-Pesa-System sowie Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme identifiziert. Voraussetzung für deren funktionale Analyse ist zunächst ein Verständnis des Aufbaus sowie des Ablaufs einer Transaktion über das jeweilige Zahlungssystem. Erst dann kann beurteilt werden, ob es im Rahmen der Systeme zu einer Disintermediation im Vergleich zu bankenbasierten Zahlungssystemen kommt.

1. M-Pesa-System

Das M-Pesa-System ist ein über mobile Endgeräte zugängliches elektronisches Zahlungs- und Wertaufbewahrungssystem, das einen bargeldlosen *person-to-person*-Geldtransfer ermöglicht.⁴⁵ Weder der Zahler noch der Zahlungsempfänger müssen dafür über ein Konto bei einem Kreditinstitut verfügen. Das System wurde ursprünglich in Kenia von dem Mobilfunkbetreiber Safaricom eingeführt und hat aufgrund seines dortigen Erfolges weltweit Beachtung gefunden.⁴⁶ Ziel der Einführung des M-Pesa-Systems war die finanzielle Inklusion von Bevölkerungsschichten, die keinen Zugang zu traditionellen Kreditinstituten haben. Das System wurde seit 2014 auch in zwei europäischen Ländern (Rumänien und Albanien) eingeführt.

a) Funktionsweise

Die Funktionsweise des M-Pesa-Systems lässt sich in drei Phasen unterteilen: Das Einzahlen von Geldern auf das M-Pesa-Konto, die eigentliche Transaktion sowie das Abheben der auf dem Konto verfügbaren Gelder.⁴⁷ Die Nutzung des M-Pesa-Systems zur Transaktion von Geldern setzt zunächst die Registrierung als Nutzer voraus. Nach erfolgreicher Registrierung kann der Kunde das M-Pesa-Menü auf seinem Mobiltelefon installieren und erhält eine Mobilfunknummer sowie ein Passwort, mit dem er über sein virtuelles Konto verfügen kann.⁴⁸ Um selbst Zahlungsvorgänge vornehmen zu können, muss der Zahler darüber hinaus Geld auf sein M-Pesa-Konto einzahlen. Eine solche Einzahlung ermög-

⁴⁵ Mas/Radcliffe, in: Chuhan-Pole/Angwafo (Hrsg.), *Yes Africa Can*, 353.

⁴⁶ Vgl. statt vieler *Knaup*, Kenia erlebt eine Handy-Wirtschaftswunder, Spiegel Online, 10.1.2010, abrufbar unter: www.spiegel.de/netzwelt/gadgets/afrika-kenia-erlebt-ein-handy-wirtschaftswunder-a-670684.html (letzter Abruf: 9.4.2021); *Rosenberg*, In Kenya, Phones Replace Bank Tellers, *New York Times*, 9.5.2017, abrufbar unter: www.nytimes.com/2017/05/09/opinion/in-kenya-phones-replace-bank-tellers.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

⁴⁷ Vgl. zum Ablauf des M-Pesa-Systems www.safaricom.co.ke/personal/m-pesa/getting-started/using-m-pesa (letzter Abruf: 17.4.2021).

⁴⁸ *Wablers*, Struktur von Zahlungssystemen, S. 165.

licht ein zweistufiges Netzwerk von M-Pesa-Agenten:⁴⁹ Der Zahler selbst kann bei sogenannten Retail-Agenten Geldbeträge einzahlen, die ihm im Gegenzug M-Pesa-Guthaben übertragen. Retail-Agenten, bei denen es sich regelmäßig um Tankstellen- oder Supermarktbetreiber handelt, können Zahlern das Guthaben jedoch nur dann übertragen, wenn sie ihrerseits auf einem eigenen M-Pesa-Konto über Guthaben verfügen. Um eine solche Liquidität jederzeit sicherzustellen, sind zwischen Retail-Agenten und die Mobilfunkbetreibergesellschaft Safaricom sogenannte Master-Agenten zwischengeschaltet. Diese erwerben M-Pesa-Guthaben direkt von Safaricom und verkaufen dieses bei Bedarf an die Retail-Agenten weiter.⁵⁰ Ein solcher Erwerb von M-Pesa-Guthaben durch Retail-Agenten erfolgt typischerweise über das Bankensystem, indem Master-Agenten über Konten bei regulierten Banken in der Nähe von Retail-Agenten verfügen. Diese können dort Bargeld einzahlen und erhalten von den Master-Agenten Zug-um-Zug M-Pesa-Guthaben, welches die Zahler wiederum gegen Bargeldzahlung erwerben können. Das auf sämtlichen M-Pesa-Konten vorhandene Guthaben wird vollständig dadurch gesichert, dass Safaricom einen entsprechenden Geldbetrag auf hochliquiden Konten bei zwei regulierten Kreditinstituten verwahrt.⁵¹

Eingezahlte Gelder können an andere Personen transferiert werden, indem der Zahler im Menü seines Mobiltelefons unter dem Punkt „M-Pesa“ die Option „Geld senden“ auswählt und dort die Mobilnummer des Zahlungsempfängers, den zu transferierenden Betrag sowie seine PIN (Persönliche Identifikationsnummer) eingibt. Daraufhin wird dem Zahler eine Zusammenfassung der eingegebenen Transaktion angezeigt. Bestätigt er deren Richtigkeit, erscheint ein Pop-Up mit dem Namen des Zahlungsempfängers. Der Server des Betreibers registriert die Transaktion und generiert eine Freischaltung, die per SMS an den Zahlungsempfänger geschickt wird.⁵² Daraufhin wird der transferierte Betrag vom M-Pesa-Konto des Zahlers abgebucht und – falls der Zahlungsempfänger ebenfalls M-Pesa-Kunde ist – dessen M-Pesa-Konto gutgeschrieben.⁵³

Der Zahlungsempfänger kann sich das auf seinem M-Pesa-Konto vorhandene Guthaben entweder auszahlen lassen oder es für eigene Zahlungen über das M-Pesa-System nutzen.⁵⁴ Ist der Zahlungsempfänger selbst M-Pesa-Kunde, muss er zur Abbuchung einen M-Pesa-Agenten aufsuchen, dem ausreichend

⁴⁹ Vgl. dazu *Mas/Morawczynski* Innovations 4 (2009), 77 (81 f.); *Awrey/van Zwieten* Journal of Corporation Law 43 (2018), 775 (803).

⁵⁰ Gleichzeitig verkaufen Retail-Agenten nicht benötigtes M-Pesa-Guthaben an Master-Agenten, die dieses wiederum an Safaricom rückübertragen können.

⁵¹ *Mas/Radcliffe*, in: Chuhan-Pole/Angwafo (Hrsg.), *Yes Africa Can*, 353; *Mas/Morawczynski*, Innovations 4 (2009), 77.

⁵² *Knops/Wahlers* BKR 2013, 240 (241).

⁵³ *Wahlers*, Struktur von Zahlungssystemen, S. 166; *Knops/Wahlers* BKR 2013, 240; *Casper*, in: ders./Terlau (Hrsg.), ZAG¹, § 1 Rn. 64.

⁵⁴ *Casper*, in: ders./Terlau (Hrsg.), ZAG¹, § 1 Rn. 64.

Gelder zur Auszahlung zur Verfügung stehen. Der Zahlungsempfänger muss dann seine Telefonnummer angeben und einen Ausweis vorlegen. Daraufhin kann er im M-Pesa-Menü seines Mobiltelefons die Option „Geld abbuchen“ wählen, woraufhin er den Betrag, den er abheben möchte, die Nummer des M-Pesa-Agenten sowie seine PIN eingeben muss. Nach Bestätigung der Transaktion auf seinem Mobiltelefon erhalten sowohl der Zahlungsempfänger als auch der M-Pesa-Agent eine SMS mit einer Bestätigung der Transaktion. Der M-Pesa-Agent zahlt dann den Betrag an den Zahlungsempfänger aus. Das Verfahren variiert, wenn der Zahlungsempfänger kein M-Pesa-Kunde ist. Ein solcher Empfänger zeigt dem M-Pesa-Agenten eine SMS vor, die eine M-Pesa-Voucher-Nummer enthält. Diese Nummer gibt der M-Pesa-Agent in sein Mobiltelefon ein. Sowohl Zahlungsempfänger als auch M-Pesa-Agent erhalten daraufhin eine SMS mit einer Bestätigung der Transaktion. Daraufhin zahlt der Agent den Betrag an den Zahlungsempfänger aus. Registrierten M-Pesa-Kunden steht darüber hinaus die Möglichkeit offen, Gelder an einem Geldautomaten abzuheben.

b) Disintermediation durch M-Pesa-Systeme

Das M-Pesa-System soll in seiner konkreten Ausgestaltung direkte Zahlungen zwischen Privatpersonen ermöglichen und kann darüber hinaus auch im stationären Handel zur Zahlung von Waren und Dienstleistungen eingesetzt werden. Eine Disintermediation kommt daher im Vergleich mit traditionellen Massenzahlungssystemen (*retail payment systems*) in Betracht. Wie oben dargestellt, werden Aufbewahrungs- und Liquiditätsfunktion in diesen Systemen hauptsächlich von Einlagenkreditinstituten, teilweise ergänzt durch Zentralbanken und Clearinghäusern, wahrgenommen. Zu analysieren ist nun, ob und wie diese Funktionen im M-Pesa-System erbracht werden.

Die Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne (*custodial storage*) beinhaltet den Schutz von Kundengeldern vor Verlust, Diebstahl oder sonstiger Zerstörung. Hierfür führt Safaricom für jeden Kunden ein auf dessen Namen lautendes Konto, auf dem dessen aktuelles M-Pesa-Guthaben gespeichert wird.⁵⁵ Der Verlust des Mobiltelefons bedeutet damit – im Gegensatz zum Verlust einer „GeldKarte“⁵⁶ – nicht automatisch den gleichzeitigen Verlust des M-Pesa-Guthabens. Die Kundengelder, die Safaricom für die Übertragung von M-Pesa-Guthaben erhält, verwahrt das Unternehmen jedoch nicht selbst. Stattdessen zahlt es diese Gelder auf hoch liquide, unverzinsten Konten bei staatlich regulierten Einlagenkreditinstituten ein. Bei den von Safaricom geführten Konten

⁵⁵ Jack/Suri, Mobile Money: The Economics of M-Pesa, NBER Working Paper No. 16721, S. 7.

⁵⁶ Vgl. dazu Neumann, in: Taeger/Pohle (Hrsg.), Computerrechts-Handbuch, Kap. 110 Rn. 103 m. w. N.

handelt es sich damit lediglich um Schattenkonten, auf denen virtuell das verfügbare M-Pesa-Guthaben abgebildet ist. Die Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne wird im Rahmen des M-Pesa-Systems so – wie in bankenbasierten Zahlungssystemen – von Einlagenkreditinstituten wahrgenommen.

Die Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne (*transactional storage*) beschreibt die Möglichkeit, Zahlungsmittel sicher an Dritte übertragen zu können. Als Zahlungsmittel dient im M-Pesa-System insofern das M-Pesa-Guthaben. Dieses kann wie oben dargestellt durch die Nutzung der SMS-Technik an Dritte übertragen werden. Dafür ist nicht erforderlich, dass der Dritte selbst über ein M-Pesa-Konto verfügt. Die für eine Übertragung von M-Pesa-Guthaben erforderliche Technik sowie das Mobilfunknetz stellen die Mobilfunkbetreibergesellschaft Safaricom zur Verfügung. Darüber hinaus führt sie über die Schattenkonten Buch über die Transaktionen. Damit wird die Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne im Rahmen des M-Pesa-Systems nicht mehr von Einlagenkreditinstituten, Zentralbanken und Clearinghäusern erbracht, sondern von einem TechFin in Gestalt eines Mobilfunkunternehmens.

Die Liquiditätsfunktion wird einerseits durch die Bereitstellung des Bezahlverfahrens durch Safaricom erbracht: Die Transaktion von M-Pesa-Guthaben über das Mobiltelefon ermöglicht es dem Zahler, jederzeit Zahlungen vorzunehmen. Die Transaktionen können darüber hinaus durch die Nutzung der SMS-Technik nahezu in Echtzeit abgewickelt werden, so dass transferiertes Guthaben dem Zahlungsempfänger ohne nennenswerte zeitliche Verzögerung zur Weiterverwendung zur Verfügung steht. Zahlungen über das M-Pesa-System sind allerdings zum einen ihrer Höhe nach begrenzt,⁵⁷ zum anderen entstehen für bestimmte Tätigkeiten eines Nutzers Gebühren: So kostet beispielsweise der Transfer des maximal zu übertragenden Betrags an einen anderen M-Pesa-Nutzer umgerechnet circa 82 Cent.⁵⁸ Der Erfüllung der Liquiditätsfunktion dient darüber hinaus das Netzwerk von M-Pesa-Agenten, insbesondere in Gestalt der Retail-Agenten, sowie die Möglichkeit des Geldabhebens an Geldautomaten. Hier kann ein Inhaber von M-Pesa-Guthaben – die Liquidität des Agenten vorausgesetzt – jederzeit einen Rücktausch in Fiatgeld vornehmen. Dieser Umtausch erfolgt jedoch nicht zum Nennwert, da auch für den Rücktausch beziehungsweise das Geldabheben Gebühren anfallen. Darüber hinaus werden die Kundengelder, die Safaricom wie dargestellt auf einem Konto bei

⁵⁷ Es können höchstens 150.000 Kenianische Schilling transferiert werden, vgl. Safaricom, M-Pesa Rates, abrufbar unter: www.safaricom.co.ke/personal/m-pesa/getting-started/m-pesa-rates (letzter Abruf: 9.4.2021). Dies entspricht etwa 1.178 Euro (Stand: April 2021).

⁵⁸ Für eine Übertragung entstehen höchstens Gebühren in Höhe von 105 Kenianischen Schilling (ca. 0,82 Euro), vgl. Safaricom, M-Pesa Rates, abrufbar unter: www.safaricom.co.ke/personal/m-pesa/getting-started/m-pesa-rates (letzter Abruf: 9.4.2021). Neben Transaktionsgebühren entstehen Gebühren für den Rücktausch von M-Pesa-Guthaben in Bargeld bei einem Retail-Agenten sowie für das Geldabheben am Automaten.

einem regulierten Kreditinstitut verwahrt, nicht verzinst.⁵⁹ Daher ist es für den Zahler von Nachteil, für einen längeren Zeitraum übermäßig viel M-Pesa-Guthaben zu halten.

Im Vergleich zu einem bankenbasierten Zahlungssystem kommt es damit für keine der genannten Funktionen zu einer Disintermediation. Für die Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne lässt sich nicht einmal eine Disruption feststellen, da die Kundengelder – wie in bankenbasierten Zahlungssystemen auch – von regulierten Einlagenkreditinstituten verwahrt werden. Hier ändert sich aus Sicht des Kunden lediglich, dass er nicht mehr direkt mit dem Einlagenkreditinstitut in Kontakt tritt. Sowohl bei der Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne als auch bei der Liquiditätsfunktion kommt es dagegen zu einer Substitution der traditionellen Finanzintermediäre mit einem TechFin in Gestalt der Mobilfunkgesellschaft Safaricom, mithin zu einer Disruption. Eine solche Substitution ist wie oben dargestellt ein typisches Merkmal der FinTech 3.0-Phase. Das M-Pesa-System ist deshalb ein gutes Beispiel dafür, dass die (teilweise) Disruption bestehender Strukturen nicht mit einer Disintermediation gleichzusetzen ist.

2. *Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme*

Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme wirken im Vergleich zu bankenbasierten Zahlungssystemen disruptiv. Um zu analysieren, ob damit weitergehend eine Disintermediation verbunden ist, werden mit dem Bitcoin- und dem Ripple-System im Folgenden zwei Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme analysiert. Die Wahl gerade dieser beiden Systeme eignet sich für die nachfolgende Analyse deshalb, weil sie sich in zwei Punkten erheblich voneinander unterscheiden: Zunächst werden Bitcoin dezentral geschaffen und ausgegeben, wohingegen Ripple von einer zentralen Stelle geschaffen und emittiert werden. Darüber hinaus ermöglicht alleine das Ripple-System eine Transaktion von Beträgen, die auf staatliche Währungen lauten. Fraglich ist, wie sich diese Unterschiede einerseits auf eine Disintermediation, andererseits auf die aufsichtsrechtliche Beurteilung dieser Systeme auswirken. Um dies beurteilen zu können, wird nun zunächst die Funktionsweise von Distributed-Ledger-basierten Zahlungssystemen am Beispiel der Bitcoin- und Ripple-Systeme dargestellt. Zu beachten ist, dass andere Zahlungssysteme, die auf dem Distributed-Ledger-Prinzip basieren, sich in ihrer Funktionsweise möglicherweise unterscheiden, so dass gerade für eine rechtliche Bewertung stets eine Einzelfallbetrachtung geboten ist.

⁵⁹ *Mas/Radcliffe*, in: Chuhan-Pole/Angwafo (Hrsg.), *Yes Africa Can*, 353.

a) Funktionsweise

Sowohl das Bitcoin- als auch das Ripple-System basieren auf der Distributed-Ledger-Technologie und weisen daher im Grundsatz einen ähnlichen Aufbau auf. Es lohnt also zunächst ein Blick auf Distributed-Ledger-basierte Systeme, bei dem einerseits allgemeine Merkmale, andererseits aber zu beobachtende Unterschiede in deren Ausgestaltung dargestellt werden. Für die spätere funktionale Analyse dieser Systeme ist daneben von besonderer Bedeutung, wie eine Transaktion abläuft und welche Teilnehmer darin in welcher Weise eingebunden sind.

aa) Allgemeine Begriffsbestimmungen

Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme weisen allgemeine Merkmale auf, die vor der Darstellung der genannten konkreten Systeme näher beschrieben werden sollen. Zu diesen allgemeinen Merkmalen gehört zunächst das Distributed-Ledger-Prinzip als solches, die innerhalb der Systeme als Zahlungsmittel eingesetzten Token sowie die Konsensmechanismen.

(1) Distributed-Ledger-Prinzip und Blockchain

Das Begriffspaar „Distributed-Ledger“ bedeutet wörtlich übersetzt „verteiltetes Kontenbuch“ und bezeichnet eine öffentliche, dezentral geführte Datenbank, die Teilnehmern eines Netzwerks eine gemeinsame Schreib-, Lese- und Speicherberechtigung erlaubt.⁶⁰ Dezentralität wird dadurch erreicht, dass in einem Netzwerk, das auf dem Distributed-Ledger-Prinzip basiert (im Folgenden Distributed-Ledger-Netzwerk), grundsätzlich jeder Teilnehmer auf seinem mit dem Netzwerk verbundenen Endgerät entweder über eine Chronik aller in diesem Netzwerk getätigter Transaktionen (so zum Beispiel die Bitcoin-Blockchain, dazu sogleich) oder über eine Sammlung der Kontostände sämtlicher Netzwerkteilnehmer verfügt.⁶¹ Darüber hinaus sind nur die Teilnehmer selbst berechtigt, innerhalb des Netzwerks getätigte Transaktionen zu authentifizieren und dem *ledger* hinzuzufügen.

Besonderer Bekanntheit erfreut sich gerade aufgrund der medialen Aufmerksamkeit für Bitcoins und deren andauernden Kursschwankungen die im Bitcoin-System zur Aufzeichnung von Transaktionen genutzte Blockchain-Technolo-

⁶⁰ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 9/2017, 35 (36); *Geiling* BaFin Journal 2/2016, 28 (29); *Hildner* BKR 2016, 485 (487).

⁶¹ Bank for International Settlements, Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement, S. 3; vgl. auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 9/2017, 35 (37); BaFin, Blockchain-Technologie, Stand: Juni 2017, abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Blockchain/blockchain_node.html (letzter Abruf: 9.4.2021). Möglich sind auch sogenannte *light nodes*, auf denen keine Kopie des kompletten Ledgers gespeichert ist, da beispielsweise die Speicherkapazität auf dem genutzten Endgerät (zum Beispiel Smartphones) nicht ausreicht, vgl. dazu *Rößbach*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 73.

gie.⁶² Die Blockchain stellt ein verteiltes öffentliches Verzeichnis dar, in dem alle in einem Netzwerk getätigten Transaktionen in Form einer dauerhaften Kette chronologisch zusammenhängen.⁶³ Diese Transaktionen werden jedoch nicht einfach so an die Kette angehängt, sondern in Form von Blöcken (daher die Bezeichnung als *Blockchain*). Zur Erstellung eines solchen Blocks werden über einen bestimmten Zeitraum (bei Bitcoin ungefähr zehn Minuten⁶⁴) alle in das Netzwerk eingestellten Transaktionen gesammelt und im Rahmen eines Konsensprozesses (dazu sogleich) zu einem Block geschnürt, der dem *ledger* angehängt wird.⁶⁵ Durch kryptographische Verfahren kann sichergestellt werden, dass der angehängte Block von dem vorhergehenden Block und damit letztlich von allen vorhergehenden Blöcken abhängt (daher die Bezeichnung als *Blockchain*).⁶⁶ Die erfolgreiche Manipulation des letzten Blocks setzt damit die Manipulation aller vorhergehenden Blöcke voraus. Anhand der Blockchain kann so der gesamte Bestand der im Netzwerk enthaltenen Token (dazu sogleich) ermittelt und sogar für die Vergangenheit zurückverfolgt werden.⁶⁷

Das Distributed-Ledger-Prinzip wird durch den Blockchain-Ansatz jedoch erst dadurch umgesetzt, dass grundsätzlich jeder, der an dem Bitcoin-System teilnehmen will, die korrespondierende Blockchain mit der gesamten Bitcoin-Transaktionshistorie auf sein Endgerät herunterladen muss.⁶⁸ Sowohl das Distributed-Ledger-Prinzip als auch der hinter der Blockchain stehende Gedanke der Aneinanderreihung von Blöcken sind aber auch unabhängig voneinander realisierbar.⁶⁹ Die Innovation der Bitcoin-Blockchain lag jedoch gerade darin, beide Technologien miteinander zu verbinden und so – bei Beteiligung ausreichender Rechenleistung – eine praktische Fälschungs- und Angriffssicherheit

⁶² Zu beachten gilt jedoch, dass sich aus dem Distributed-Ledger-Grundprinzip vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten ergeben, so dass es nicht das eine Distributed-Ledger-Netzwerk gibt. Die Blockchain stellt somit nur einen von vielen Anwendungsfällen des Distributed-Ledger-Prinzips dar, vgl. Bank for International Settlements, *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement*, S. 3; *Geiling* BaFin Journal 02/2016, 28 (29); vgl. auch *Simmchen* MMR 2017, 162 (163); *Kaulartz* CR 2016, 474.

⁶³ Vgl. *Kütük-Markendorf*, *Rechtliche Einordnung von Internetwährungen*, S. 15.

⁶⁴ Vgl. *Roßbach*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 30; *Kaulartz* CR 2016, 474 (475); *Hildner* BKR 2016, 485 (487); *Lerch* ZBB 2015, 190 (194).

⁶⁵ *Roßbach*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 30.

⁶⁶ *Roßbach*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 32.

⁶⁷ *Kütük-Markendorf*, *Rechtliche Einordnung von Internetwährungen*, S. 15. Diese Nachverfolgbarkeit und die praktische Fälschungssicherheit führt sogar zu Überlegungen, ob die Blockchain-Technologie in Zukunft öffentlichen Registern wie dem Handelsregister oder dem Grundbuch zugrunde gelegt werden soll, vgl. zum Grundbuch *Wilsch* DNotZ 2017, 761; zum Handelsregister *Schrey/Thalhofer* NJW 2017, 1431 (1433); *Martini* DÖV 2017, 443 (454); vgl. zur Regulierung der Blockchain-Infrastruktur allgemein *Denga* JZ 2021, 227.

⁶⁸ Vgl. *Kaulartz* CR 2016, 474 (476). Die Bitcoin-Blockchain hat (Stand: 9.4.2021) eine Größe von ungefähr 338 Gigabyte, vgl. dazu mit tagesaktuellen Updates: www.blockchain.info/de/charts/blocks-size (letzter Abruf: 9.4.2021).

⁶⁹ Für das Distributed-Ledger-System so auch Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* September 2017, 35 (37)

zu erreichen. Auch das Ripple-Netzwerk nutzt die Blockchain-Technologie in Kombination mit dem Distributed-Ledger-Prinzip.

Innerhalb von Distributed-Ledger-Netzwerken sind alle Teilnehmer gleichberechtigt miteinander verbunden, so dass diese Systeme als sogenannte Peer-to-Peer-Netzwerke zu qualifizieren sind.⁷⁰ Im Umkehrschluss gibt es keinen zentralen Knotenpunkt, an dem alle Kontrolle und Verantwortung zusammenläuft;⁷¹ folglich existiert weder ein *single point of control* noch ein *single point of failure*.⁷² Computer, die an das Distributed-Ledger-Netzwerk angeschlossen sind, werden als Knoten (*nodes*) bezeichnet. Solche *nodes* können innerhalb eines Systems unterschiedliche Rollen wahrnehmen; darauf wird bei der Darstellung der verschiedenen Konsensmechanismen in Distributed-Ledger-Systemen noch näher einzugehen sein.

Hinsichtlich der Zugangsberechtigung sowie der Berechtigung zur Transaktionsausführung einzelner Teilnehmer können Distributed-Ledger-Systeme unterschiedlich ausgestaltet sein. Differenziert wird zunächst zwischen öffentlichen und privaten Systemen. In öffentlichen Systemen existieren keine Zugangsbeschränkungen; jeder kann an dem System und insbesondere dessen Betrieb teilnehmen.⁷³ Das bekannteste Beispiel für ein öffentliches Distributed-Ledger-System ist gerade die dem Bitcoin zugrundeliegende Blockchain. Für eine Teilnahme reicht es hier aus, sich die im Internet frei verfügbare Open Source-Software herunterzuladen. Im Gegensatz dazu ist bei einem privaten System die Gruppe der Berechtigten limitiert.⁷⁴ Daneben kann der Zugang zur Transaktionsausführung offen (*permissionless*) oder beschränkt (*permissioned*) ausgestaltet werden,⁷⁵ so dass Gestaltungen denkbar sind, in denen beispielsweise Aufsichtsbehörden zwar eine Leseberechtigung für den *ledger* haben, an den eigentlichen Transaktionen aber nicht beteiligt sein können.⁷⁶ Auch im Ripple-Netzwerk können Transaktionen nur von einem fest umschriebenen

⁷⁰ Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 12; Keding WM 2018, 64 (66); vgl. auch Kaulartz CR 2016, 474 (475).

⁷¹ Glatz, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, Kap. 4.1 Rn. 22.

⁷² Vgl. zum *single point of control* Roßbach, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 12; vgl. zum *single point of failure* Glatz, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, Kap. 4.1 Rn. 22. Gerade letzterer kann bei einer zunehmenden Digitalisierung eine Angriffsfläche für Hacker bieten, vgl. Glatz, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, Kap. 4.1 Rn. 22.

⁷³ Für die Blockchain Roßbach, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 68; vgl. auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 9/2017, 35 (36f.); Geiling BaFin Journal 02/2016, 28 (30); Bank for International Settlements, Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement, S. 7.

⁷⁴ Roßbach, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 68.

⁷⁵ Roßbach, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 69.

⁷⁶ Roßbach, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 70; ein Teilnehmer am Netzwerk mit Lese-, aber ohne Schreibberechtigung kann auch als *Auditor Node* bezeichnet werden, vgl. Bank for International Settlements, Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement, S. 5.

Personenkreis validiert werden, so dass dieses in dieser Hinsicht als beschränkt einzustufen ist.⁷⁷ Derzeit sind im Rahmen des Ripple-Netzwerks 36 *validating notes* aktiv.⁷⁸

(2) *Zahlungsmittel: Komplementärwährungen und currency token*

Sollen über Distributed-Ledger-Netzwerke Zahlungen abgewickelt werden, muss wie in traditionellen Zahlungssystemen eine Einheit existieren, der sowohl der Zahlende als auch der Zahlungsempfänger ein Wert zumessen und die so als Zahlungsmittel eingesetzt werden kann. In traditionellen Zahlungssystemen sind dies für gewöhnlich die gesetzlichen Zahlungsmittel, die zum Beispiel im Bereich der europäischen Währungsunion auf Euro lauten.⁷⁹ Obwohl staatliche Währungen im Rahmen von Distributed-Ledger-Zahlungssystemen teilweise als Zahlungsmittel eingesetzt werden können (zum Beispiel bei Ripple), kommen dort regelmäßig sogenannte Komplementärwährungen als Zahlungsmittel zum Einsatz.⁸⁰ Diese sind kein vom Staat ausgegebenes gesetzliches Zahlungsmittel, sondern werden entweder von einer zentralen Stelle (zum Beispiel einem Unternehmen) oder als systemimmanenter Anreiz für die Mitwirkung an der Durchführung und Verifizierung von Transaktionen an Systemteilnehmer ausgegeben (sogenanntes *mining*, dazu sogleich). Besondere Bekanntheit hat die Komplementärwährung Bitcoin erlangt. Daneben existiert inzwischen aber eine Vielzahl anderer Währungen, die in Distributed-Ledger-Zahlungssystemen als Zahlungsmittel eingesetzt werden können. Obwohl über das Ripple-Netzwerk staatliche Währungen übertragen werden können, gibt Ripple beispielsweise eine eigene Komplementärwährung namens XRP aus.

Komplementärwährungen, die in Distributed-Ledger-Zahlungssystemen als Zahlungsmittel fungieren, sind weder in verkörperter Form vorhanden noch repräsentieren sie reale Werte wie beispielsweise Gold. Sie sind stattdessen lediglich als sogenannte Token innerhalb des jeweiligen Zahlungssystems gespeichert. Als Token bezeichnet man Datenpakete, die innerhalb eines Netzwerks unterschiedlichen Teilnehmern zugeordnet werden können.⁸¹ Solche Token

⁷⁷ *Keding* WM 2018, 64 (66). Vgl. dazu auch die Ausführungen zum Ripple Consensus Protocol Algorithm, unten, § 5 B. II. 2. a) aa) (3) (c).

⁷⁸ Vgl. <https://ripple.com/xrp> (letzter Abruf: 9.4.2021).

⁷⁹ Gesetzliches Zahlungsmittel ist in Deutschland der Euro, vgl. Art. 128 Abs. 1 S. 3 AEUV, Art. 88 S. 1 GG, § 14 Abs. 1 S. 2 BBankG.

⁸⁰ Alternativ werden diese Währungen als *virtual currency* oder *cryptocurrencies* bezeichnet. Die Bezeichnung von Internetwährungen als „virtuell“ wird jedoch teilweise abgelehnt, da dies nach dem Wortsinn bedeute, etwas existiere in Wirklichkeit nicht, erscheine aber echt. Dies würde jedoch auch auf gesetzliche Zahlungsmittel in Form von Buchgeld zutreffen, da die als Buchgeld verzeichnete Menge an Geld nicht als Bargeld existiert und Buchgeld insofern ebenfalls als virtuell zu bezeichnen wäre, vgl. dazu *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 10.

⁸¹ *Keding* WM 2018, 64 (66); *Kaulartz* CR 2016, 474 (476 f.); *Engelhardt/Klein* MMR 2014, 355.

können je nach Ausgestaltung beziehungsweise Programmierung verschiedene Funktionen erfüllen,⁸² indem sie beispielsweise Rechte auf künftige Zahlungen und mitunter auch Mitverwaltungs- und Stimmrechte verleihen und ihren Inhabern so wertpapierähnliche Rechte gewähren (*investment token* oder *security token*) oder bestimmte Zugriffsrechte auf Funktionen im Zusammenhang mit dem Netzwerk gewähren (*utility token*).⁸³ Die prominentesten Beispiele für Token sind jedoch solche, die innerhalb eines Netzwerks als Zahlungsmittel beziehungsweise Wertträger ausgestaltet sind und im weiteren Verlauf der Arbeit als *currency token* bezeichnet werden.

(3) Konsensmechanismen

Die Etablierung von Zahlungssystemen ohne zentrale Vertrauensinstanz scheiterte in der Vergangenheit insbesondere im Finanzbereich an einem Mechanismus zur Lösung des sogenannten Double-Spending-Problems.⁸⁴ Damit wird das Problem beschrieben, dass im Moment einer Transaktion sichergestellt sein muss, dass der Zahler den transferierten Wert nicht bereits vorher anderweitig übertragen hat.⁸⁵ In zentralistischen Zahlungssystemen wird dieses Problem durch die Zwischenschaltung verschiedener Vertrauensinstanzen (beispielsweise Kreditinstitute) gelöst, die zentrale Verzeichnisse über getätigte Transaktionen führen.⁸⁶

Mit der Veröffentlichung des White Papers zur Schaffung des Bitcoins durch eine unbekannt Person oder Personengruppe, die unter dem Synonym *Satoshi Nakamoto* auftritt, wurde ein Ansatz zur Lösung des Double-Spending-Problems in dezentralisierten Zahlungssystemen aufgezeigt. Erstes Element dieses Ansatzes war die Etablierung einer Blockchain als öffentlichem Transaktionsverzeichnis und daneben die Notwendigkeit eines Nachweises, dass der transferierte Bitcoin nicht bereits anderweitig übertragen wurde.⁸⁷ Dieser Nachweis wird in Distributed-Ledger-Netzwerken durch die Durchführung sogenannter Konsensmechanismen erbracht, in deren Rahmen sich die Netzwerkteilnehmer auf einen einzigen Verlauf der Reihenfolge einigen, in denen Transaktionen in-

⁸² Vgl. Glatz, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, Kap. 4.1 Rn. 41; in diese Richtung gehend auch Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 71.

⁸³ Näher zu *security* und *utility token* statt vieler Schäfer/Eckhold, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 16a Rn. 29f.; Keding WM 2018, 64 (66f.).

⁸⁴ Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 18.

⁸⁵ Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 2; Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 18 ff.; Schrey/Thalhofer NJW 2017, 1431 (1432); Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 9/2017, 35 (38); Geiling BaFin Journal 02/2016, 28 (29); Spindler/Bille WM 2014, 1357.

⁸⁶ Vgl. Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System; Glatz, in: Breidenbach/Glatz, Rechtshandbuch Legal Tech, Kap. 4.1 Rn. 22.

⁸⁷ Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 2.

nerhalb des Netzwerks getätigt wurden.⁸⁸ Es kommen unterschiedliche Konsensmechanismen zum Einsatz, die Voraussetzungen definieren, bei deren Vorliegen dem *ledger* neue gültige Transaktionen hinzugefügt werden.⁸⁹ Im Rahmen der Bitcoin-Blockchain wird das *proof-of-work*-Verfahren genutzt, in anderen Distributed-Ledger-Netzwerken wurde das *proof-of-stake*-Verfahren oder das *Byzantine agreement* gewählt.

(a) *Proof-of-work-Verfahren*

Das *proof-of-work*-Verfahren basiert auf dem Bitcoin-Whitepaper und kommt im Rahmen des Bitcoin-Netzwerks als Konsensmechanismus zum Einsatz. Soll der Bitcoin-Blockchain ein neuer Block hinzugefügt werden, ist nach diesem Verfahren eine Bestätigung der Transaktion in Form eines sogenannten *proof-of-work* nötig. Damit bezeichnet man einen Arbeitsnachweis in Form eines digitalen Prüfungsergebnisses, das bei der Lösung einer aufwändigen mathematischen Aufgabe gefunden wurde.⁹⁰ Ein solcher Nachweis ist notwendig, um der Blockchain einen neuen Block hinzuzufügen, in dem bestätigte Transaktionen enthalten sind. Die Schwierigkeit der zu lösenden Rechenaufgaben steigt stetig an, so dass mit der Durchführung des Verfahrens ein immer erheblicher werdender Stromverbrauch verbunden ist.

In engem Zusammenhang mit dem *proof-of-work*-Konsensmechanismus steht der Begriff des *minings*. Gemeint ist damit die Teilnahme an der Erzeugung neuer Blocks durch die Zurverfügungstellung von Rechenleistung an das Bitcoin-Netzwerk durch die sogenannten *miner* (im Folgenden Miner).⁹¹ Für diese enthält das Bitcoin-System Anreizstrukturen: Die Rechereinheit, die der Blockchain durch die Lösung eines Problems einen neuen Block hinzufügen kann, erhält einen sogenannten *block reward* in Form von neu geschaffenen (beziehungsweise geschürften) Bitcoins.⁹² Dadurch erhöht sich auch die Gesamtmenge der im System vorhandenen Bitcoins bis zum Erreichen der technisch vorgesehenen Höchstgrenze stetig.⁹³ Die Wahrscheinlichkeit, einen Block zu erzeugen und damit eine Belohnung zu erhalten, entspricht dem Anteil des Miners an der gesamten Rechenleistung des Bitcoin-Netzwerks.⁹⁴

⁸⁸ Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 2; vgl. auch Glatz, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, Kap. 4.1 Rn. 21; Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 45.

⁸⁹ Deutsche Bundesbank. Monatsbericht 9/2017, 35 (37 f.).

⁹⁰ Vgl. Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 14.

⁹¹ Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 15.

⁹² Lerch ZBB 2015, 190 (194); vgl. auch Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, S. 4; Spindler/Bille WM 2014, 1357 (1358); Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 51. Nach Erreichen der maximalen Anzahl von Bitcoin (21 Millionen) werden die Anreize für die Miner im Erheben von Transaktionsgebühren liegen.

⁹³ Terlau, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 34 Rn. 14.

⁹⁴ Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 51.

(b) Proof-of-stake-Verfahren

Der hohe und oftmals kritisierte⁹⁵ Energieverbrauch des *proof-of-work*-Verfahrens führte zur Entwicklung von Konsensmechanismen, die von der Rechenleistung unabhängig sind.⁹⁶ Zu diesen gehört das *proof-of-stake*-Verfahren: Auch in diesem wird ein neuer *ledger* durch einen Netzwerkteilnehmer erzeugt; dessen Chance, dafür ausgewählt zu werden, hängt aber nicht von einem externen Faktor (zum Beispiel der Rechenleistung), sondern von einem internen Faktor wie dem Wertanteil am System ab.⁹⁷ Davon abgesehen können *proof-of-stake*-Verfahren hinsichtlich ihrer Anforderungen unterschiedlich ausgestaltet werden. *Proof-of-work*- und *proof-of-stake*-Verfahren wurden darüber hinaus bereits kombiniert, um die Vorteile beider Verfahren zu kombinieren.⁹⁸

(c) Byzantine agreement

Sowohl im *proof-of-work*- als auch im *proof-of-stake*-Verfahren wird der *ledger* durch nur einen Teilnehmer des Netzwerks erstellt, der diesen innerhalb des Netzwerks verteilt. Bis jeder Teilnehmer den neuesten *ledger* erhalten hat, kann eine gewisse Zeit vergehen, in der ein Empfänger einer Transaktion noch keine Sicherheit über deren Erfolg haben kann.⁹⁹ Im Gegensatz dazu stehen Konsensmechanismen, in deren Rahmen sich die Netzwerkteilnehmer gemeinsam und gleichzeitig auf einen neuen *ledger* einigen und so Transaktionen nahezu in Echtzeit ermöglichen. Zu diesen Konsensmechanismen gehört beispielsweise der *Ripple Protocol Consensus Algorithm* (RPCA), der an dieser Stelle überblicksweise dargestellt werden soll.¹⁰⁰

Im Rahmen des RPCA wird hinsichtlich des Konsensverfahrens zwischen drei Arten von Netzwerkteilnehmern unterschieden: *Tracking nodes*, *validating nodes* sowie Rechner, auf denen *client applications* installiert sind. Mit *client applications* können die Nutzer Transaktionen unterzeichnen und diese an andere *nodes* im Netzwerk senden.¹⁰¹ *Tracking* und *validating nodes* empfangen,

⁹⁵ Vgl. nur Tagesschau, Stromfresser Bitcoin, 22.2.2021, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/technologie/stromfresser-bitcoin-mining-101.html> (letzter Abruf: 9.4.2021); Klemm, Bitcoin ist schädlich, FAZ, 5.1.2021, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/bitcoin-ist-schaedlich-hoher-stromverbrauch-17128082.html> (letzter Abruf: 9.4.2021).

⁹⁶ Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 59.

⁹⁷ Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 59; vgl. auch Geiling BaFin Journal 02/2016, 28 (30).

⁹⁸ Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 62.

⁹⁹ Will sich zum Beispiel der Empfänger einer Bitcoin-Transaktion über deren Erfolg ganz sicher sein, muss er circa 60 Minuten warten, vgl. Roßbach, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb.¹, § 4 Rn. 55; vgl. auch Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 29.

¹⁰⁰ Für eine genauere technische Beschreibung vgl. Schwartz/Youngs/Britto, The Ripple Protocol Consensus Algorithm.

¹⁰¹ Als *client applications* kommen beispielsweise mobile sowie Online-Wallets, Schnitt-

verarbeiten und übermitteln diese Transaktionen.¹⁰² *Validating nodes* haben die zusätzliche Aufgabe, zur Weiterführung des *ledgers* beizutragen; sie führen das eigentliche Konsensverfahren durch. Derzeit sind 36 *validating nodes* aktiv, sechs davon werden von Ripple selbst betrieben.¹⁰³ Die Weiterführung des *ledger* läuft nun wie folgt ab:¹⁰⁴ *Tracking* und *validating nodes* nutzen den letzten validierten *ledger* als Ausgangspunkt und sammeln jeweils Transaktionen, die unter Nutzung einer *client application* gezeichnet und an das Netzwerk übermittelt wurden. Diese Transaktionen werden als Kandidaten bezeichnet, die von den *nodes* innerhalb des Netzwerks verbreitet werden. Da die Verbreitung der Kandidaten im Netzwerk Zeit bedarf, kann es vorkommen, dass die verschiedenen *nodes* über unterschiedliche Kandidaten-Bündel (sogenannte *candidate sets*) verfügen. An dieser Stelle greift der RPCA ein, dessen Ziel darin besteht, sich auf eine gemeinsame Teilmenge der Kandidaten zu einigen, die dann der Blockchain hinzugefügt werden.¹⁰⁵ Für die Konsensfindung zuständig sind jedoch nicht alle *nodes*, sondern nur die *validating nodes*, die teilweise auch *chosen validators* oder *unique nodes* genannt werden. Diese tauschen untereinander die *candidate sets* aus und führen über mehrere Runden eine Art Mehrheitsentscheidung über die Transaktionen durch: Nur Transaktionen, denen in der letzten Runde mindestens 80 % der *validating nodes* zugestimmt haben, werden bei der Erzeugung eines neuen Blocks berücksichtigt. Die *validating nodes* tauschen im Anschluss digitale Fingerabdrücke der neu geschaffenen Blöcke aus, um deren Inhalt abschließend abgleichen zu können.¹⁰⁶ Transaktionen, die im Rahmen eines Durchlaufs nicht berücksichtigt wurden, werden im nächsten Durchlauf grundsätzlich wieder berücksichtigt, bis sie zum Inhalt eines Blocks geworden sind.

bb) Ablauf von Zahlungen

Nachdem die Grundbegrifflichkeiten von Distributed-Ledger-Zahlungssystemen geklärt wurden, kann sich nun Zahlungen über solche Systeme gewidmet werden. Um mehrere Gestaltungsmöglichkeiten von Distributed-Ledger-Zah-

stellen zu Finanzinstitutionen sowie elektronische Handelsplattformen in Betracht, vgl. *Cohen/Schwartz/Britto*, The XRP Ledger Consensus Process, Punkt „The XRP Ledger Protocol – Consensus and Validation“.

¹⁰² *Cohen/Schwartz/Britto*, The XRP Ledger Consensus Process, Punkt „The XRP Ledger Protocol – Consensus and Validation“.

¹⁰³ Vgl. <https://ripple.com/xrp> (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹⁰⁴ Vgl. dazu *Schwartz/Youngs/Britto*, The Ripple Protocol Consensus Algorithm; *Cohen/Schwartz/Britto*, The XRP Ledger Consensus Process; vgl. auch *Roßbach*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 64 ff.

¹⁰⁵ *Roßbach*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 64.

¹⁰⁶ Stellt ein *node* dabei fest, dass er einen abweichenden *ledger* erzeugt hat, verwirft er diesen und erzeugt entweder einen *ledger* mit neuem Inhalt oder besorgt sich den korrekten *ledger* aus, vgl. *Cohen/Schwartz/Britto*, The XRP Ledger Consensus Process, Punkt „Validation – Compare Results“.

lungssystemen abzudecken, behandelt die vorliegende Arbeit mit dem Bitcoin- sowie dem Ripple-Modell zwei solcher Systeme. Diese unterscheiden sich – neben der Art des Konsensmechanismus – hauptsächlich in zwei Punkten: Zunächst kann im Bitcoin-Modell allein die Komplementärwährung Bitcoin übertragen werden, während die Gestaltung des Ripple-Modells nicht nur eine Übertragung der Komplementärwährung XRP, sondern darüber hinaus von auf andere Komplementär- und sogar von staatlichen Währungen lautenden Beträgen ermöglicht. Daneben unterscheiden sich die genannten Komplementärwährungen insofern, als dass XRP-Token zentral von Ripple emittiert werden, Bitcoin-Token dagegen als Anreiz für die Teilnahme am *proof-of-work*-Verfahren dezentral an die Miner ausgegeben werden.¹⁰⁷

(1) Transaktion von Bitcoins

An dieser Stelle soll der Ablauf einer Transaktion von Bitcoin näher erläutert werden. Nicht umfasst ist dabei der originäre Bitcoin-Erwerb, der wie oben dargestellt im Rahmen des *minings* bei der Teilnahme am *proof-of-work*-Verfahren erfolgt. Behandelt wird somit lediglich der derivative Erwerb im Netzwerk bereits vorhandener Bitcoins-Token, die von einem Zahler an einen Zahlungsempfänger transferiert werden. Ob der Zahler die zu übertragenden Bitcoin selbst derivativ oder originär erworben hat, ist für den Ablauf der Transaktion nicht erheblich. Es kommt weiterhin nicht darauf an, ob die Transaktion auf einem Schuldverhältnis beruht und wie ein solches rechtlich zu qualifizieren ist. Bitcoins können sowohl als Zahlungsmittel eingesetzt werden als auch selbst im Austausch gegen „echtes“ Geld erworben werden.¹⁰⁸ Für die Zwecke der vorliegenden Arbeit soll jedoch angenommen werden, dass Bitcoin-Token selbst als Zahlungsmittel eingesetzt werden.¹⁰⁹

¹⁰⁷ XRP kann aus diesem Grund als zentrale, Bitcoin als dezentrale beziehungsweise kryptographische Komplementärwährung bezeichnet werden, vgl. *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 12.

¹⁰⁸ *Lerch* ZBB 2015, 190 (194); *Hildner* BKR 2016, 485 (488).

¹⁰⁹ Vereinbaren die Vertragsparteien vor Vertragsschluss, dass eine schuldrechtliche Forderung durch die Übertragung von Bitcoin als Zahlungsmittel erfüllt werden kann, ist umstritten, welche Vertragsform vorliegt. Vertreten wird zunächst die Einordnung als atypischer Werkvertrag, bei dem der Erwerb des digitalen Gutes als Erfolg geschuldet wird, vgl. *Djazayeri*, jurisPR-BKR 6/2014, Anm. 1. Alternativ wird ein Tauschvertrag im Sinne von § 480 BGB erkannt, vgl. *Westermann*, in: MüKoBGB, § 433 Rn. 16; *Engelhardt/Klein* MMR 2014, 355 (359). Schließlich wird vertreten, dass Bitcoin ohne Weiteres als Kaufpreis im Sinne des § 433 Abs. 2 BGB vereinbart werden können und so ein Kaufvertrag vorliegen könne, vgl. *Heckelmann* NJW 2018, 504 (508); *Beck* NJW 2015, 580 (582f.); *Kuhlmann* CR 2014, 691 (695). Ein Streitentscheid kann an dieser Stelle dahinstehen. Die Forderung erlischt – unabhängig vom Vertragstyp – bei einer ursprünglich in Euro angegebenen Gegenleistung jedenfalls dann, wenn der Zahlungsempfänger an Erfüllung statt die Transaktion von Bitcoin zulässt, vgl. § 364 Abs. 1 BGB.

Eine solche Zahlung mit Bitcoins setzt zunächst voraus, dass der Zahler und der Zahlungsempfänger über eine virtuelle Geldbörse (*wallet*) verfügen, die sie durch die Installation einer entsprechenden Bitcoin-Software (*client*) auf ihrem Endgerät erhalten.¹¹⁰ In diesem *wallet* wird auf dem Endgerät ein aus öffentlichem und privatem Schlüssel bestehendes Schlüsselpaar gespeichert, welches zur Übertragung von Bitcoins benötigt wird.¹¹¹ Unter Nutzung des öffentlichen Schlüssels des Nachrichtenempfängers kann der Zahler einen Klartext verschlüsseln, der jedoch nur noch mit einem dazugehörigen privaten Schlüssel des Empfängers entschlüsselt werden kann.¹¹² Daneben dient der private Schlüssel zum Signieren von Zeichenfolgen, zum Beispiel bei der Erzeugung einer Transaktion.¹¹³ Der private Schlüssel sollte geheim bleiben und befindet sich für gewöhnlich beim Inhaber des Bitcoin-Token. Darüber hinaus lässt sich aus dem öffentlichen Schlüssel der dazugehörige private Schlüssel nicht ableiten.¹¹⁴ Soll ein Bitcoin übertragen werden, ist das Ziel einer Bitcoin-Transaktion letztendlich, dem Bitcoin-Token einen neuen öffentlichen Schlüssel zuzuteilen, den nur noch der Empfänger der Transaktion mit seinem privaten Schlüssel entschlüsseln kann. Dadurch wird sichergestellt, dass nur noch der Empfänger über die Inhaberschaft an dem Bitcoin-Token verfügen kann.

Um einen Bitcoin-Token nun an einen Zahlungsempfänger zu übertragen, kann der Zahler in einem *client* eine Transaktion erzeugen. Dazu muss er – ähnlich einem Überweisungsträger – (mindestens) Angaben zum Empfänger, zum Sender und zum Betrag machen.¹¹⁵ Die Adressen der Teilnehmer am Bitcoin-System, also auch des Empfängers, werden aus deren öffentlichen Schlüsseln abgeleitet und stellen eine Art Kontonummer dar.¹¹⁶ Nach der Erzeugung einer Transaktion wird mittels einer Hashfunktion ihr Hashwert errechnet,¹¹⁷ der

¹¹⁰ *Lerch* ZBB 2015, 190 (193); *Hildner* BKR 2016, 485 (488).

¹¹¹ Vgl. *Keding* WM 2018, 64 (67); *Spindler/Bille* WM 2014, 1357 (1358); *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 27f. Nicht gespeichert werden hingegen die Bitcoin-Token selbst, insofern ungenau *Lerch* ZBB 2015, 190 (193); *Hildner* BKR 2016, 485 (488).

¹¹² Daher wird diese Methode der asymmetrischen Kryptographie zugeordnet, vgl. *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 13.

¹¹³ *Kaulartz* CR 2016, 474 (475).

¹¹⁴ *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 28; *Roßbach*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 40.

¹¹⁵ *Roßbach*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 35.

¹¹⁶ *Roßbach*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 42.

¹¹⁷ Als Hashfunktion bezeichnet man eine Funktion, die einen beliebig langen Datenstrom in einen sog. Hashwert mit festgelegter, stets gleicher Länge verwandelt, vgl. *Roßbach*, in: *Möslein/Omlor* (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 38; *Kaulartz* CR 2016, 474 (475). Mathematisch handelt es sich um Einweg-Funktionen, bei denen vom Hashwert kein Rückschluss auf den Originaltext möglich ist. Im Bitcoin-System kommt beispielsweise das Verfahren SHA-256 zum Einsatz: Der Hashwert besteht hier stets aus 64 Zeichen, die sich selbst bei kleinsten Veränderungen im Originaltext deutlich ändern:

zusammen mit dem privaten Schlüssel des Zahlers in eine Signatur umgewandelt wird.¹¹⁸ Die Transaktion, die Signatur sowie die öffentliche Adresse des Versenders werden dann in das Bitcoin-Netzwerk eingestellt und über das Peer-to-Peer-Netzwerk an die Teilnehmer verteilt.¹¹⁹ Nun kommt der Konsensmechanismus zum Einsatz, in dessen Rahmen die *miner* versuchen, einen *proof-of-work* hinsichtlich der Transaktion zu erzeugen. Gelingt dies einem der Miner, wird die Transaktion des Bitcoins zusammen mit anderen angenommenen Transaktionen zu einem Block zusammengefasst und der Blockchain angehängt.¹²⁰ Durch diese Übertragung wurde mit der Veränderung die Zuweisung des jeweiligen Bitcoin-Token erreicht: Dieser ist nun nicht mehr mit dem öffentlichen Schlüsseln des Versenders, sondern mit dem öffentlichen Schlüssel des Empfängers verbunden, so dass nur noch dieser anhand seines privaten Schlüssels darüber verfügen kann.¹²¹ Damit ist die Zahlung erfolgt.

(2) Zahlungen über das Ripple-Netzwerk

Wie im Bitcoin-System wird auch im Ripple-Netzwerk ein Verzeichnis aller getätigten Transaktionen in Form eines *ledgers* geführt. Im Gegensatz zum Bitcoin-System sollen Nutzer über das Ripple-Netzwerk jedoch nicht nur mit der dem System eigenen Komplementärwährung XRP, sondern auch mit staatlichen Währungen sowie anderen Komplementärwährungen Zahlungen ausführen können. Der Ablauf einer Transaktion variiert nach Art des eingesetzten Zahlungsmittels.

(a) Transaktion der Komplementärwährung XRP

Wesentliche Unterschiede existieren zwischen Bitcoin- und XRP-Token hinsichtlich des originären Erwerbs. Während Bitcoin-Token wie dargestellt dezentral als Anreiz für die Teilnahme am *proof-of-work*-Verfahren ausgegeben werden, wurden vor Markteinführung des Ripple-Netzwerks 100 Milliarden XRP-Einheiten von einem zentralen Emittenten (Ripple Foundation) *pre-mined*, so dass also keine weiteren Einheiten durch das *mining* hinzugewonnen

Jura: 6F8F4657B2BD27941DC5EF1C1F862F9A24DAAD6EE0DB6DFDA46715E634CE EB09

jura: B53F9A608E7B6533267699400167D37CC9AF2A2FB33A8CA154918A4B86B57BF0
Vgl. auch die Beispiele bei *Roßbach*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 38; *Kaulartz CR* 2016, 474 (475).

¹¹⁸ *Roßbach*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 43.

¹¹⁹ *Roßbach*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 43.

¹²⁰ *Kütük-Markendorf*, *Rechtliche Einordnung von Internetwährungen*, S. 28; vgl. auch *Roßbach*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 44.

¹²¹ *Kütük-Markendorf*, *Rechtliche Einordnung von Internetwährungen*, S. 28.

werden können.¹²² Zwingende Voraussetzung für eine Teilnahme am Ripple-Netzwerk ist daher der derivative Erwerb von XRP.¹²³

Die derivative Übertragung von XRP-Token über das Ripple-Netzwerk unterscheidet sich dagegen nur in Details von der Übertragung von Bitcoin-Token. Auch hier besitzen die Nutzer ein aus dem privaten und dem öffentlichen Schlüssel bestehendes Schlüsselpaar, durch dessen Einsatz sie Transaktionen erzeugen können.¹²⁴ Unterschiede bestehen wie oben dargestellt hinsichtlich der Durchführung des Konsensverfahrens, da im Ripple-Netzwerk nicht das *proof-of-work*-Verfahren, sondern der *Ripple Protocol Consensus Algorithm* (RPCA) zum Einsatz kommt.¹²⁵ Daraus kann allerdings nicht geschlossen werden, dass das Ripple-Netzwerk nicht auf dem Blockchain-Prinzip basiert,¹²⁶ da dieses nicht entscheidend das *proof-of-work*-Verfahren als Konsensmechanismus voraussetzt. Transaktionen, die dieses Verfahren erfolgreich durchlaufen, werden in den *ledger* aufgenommen. Für jede Transaktion von XRP wird dem Zahler ein kleiner Betrag an XRP abgezogen, wodurch Transaktionen kleiner Beträge unattraktiver werden sollen, was wiederum zu einer Entlastung des Netzwerks führt.¹²⁷

(b) Transaktion von systemfremden Komplementärwährungen und auf Fiatgeld lautender Beträge

Im Ripple-Netzwerk kann jedoch nicht nur die Ripple-eigene Komplementärwährung XRP als Zahlungsmittel eingesetzt werden, sondern auch staatlich ausgegebene Währungen (zum Beispiel Euro oder Dollar) oder systemfremde Komplementärwährungen (zum Beispiel Bitcoin oder Litecoin). Da weder Fiat-

¹²² Omlor MMR 2018, 428 (430); Hildner BKR 2016, 485 (491); Armknecht et al. Ripple, Nr. 1; Europäische Zentralbank, Virtual currency schemes, S. 11. Von diesen 100 Milliarden Einheiten wurden 20 Milliarden an die Ripple-Gründer, Entwickler und Investoren ausgegeben, 25 Milliarden werden von Ripple Labs selbst gehalten; die restlichen 55 Milliarden XRP-Einheiten sollen sukzessive ausgegeben werden, um das Wachstum des Netzwerks zu befördern, vgl. Armknecht et al., Ripple, Nr. 1. In diesem Zusammenhang hat die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC das Unternehmen Ripple und zwei seiner leitenden Angestellten wegen des öffentlichen Angebots nicht registrierter Wertpapiere angeklagt, vgl. SEC, SEC Charges Ripple and Two Executives with Conducting \$1.3 Billion Unregistered Securities Offering, Pressemitteilung vom 22.12.2020, abrufbar unter: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-338> (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹²³ Jeder Adresse im *ledger* muss zurzeit eine Mindestanzahl von 20 XRP zugeordnet sein, um am Ripple-Netzwerk teilnehmen zu können, vgl. Ripple, Reserves, abrufbar unter: developers.ripple.com/reserves.html (letzter Abruf: 9.4.2021); Europäische Zentralbank, Virtual currency schemes, S. 11.

¹²⁴ Armknecht et al., Ripple, Nr. 2.1.; vgl. auch Ripple, Cryptographic Keys, developers.ripple.com/cryptographic-keys.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹²⁵ Vgl. dazu oben, § 5 B. II. 2. a) aa) (3) (c).

¹²⁶ So aber offensichtlich Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 255 a. E.; bitpanda Academy, Was ist Ripple (XRP)?, abrufbar unter: <https://www.bitpanda.com/academy/de/lektionen/was-ist-ripple-xrp/> (letzter Abruf: 5.3.2021).

¹²⁷ Europäische Zentralbank, Virtual currency schemes, S. 11.

geld noch systemfremde Komplementärwährungen in der Ripple-Blockchain gespeichert werden können, werden solche Transaktionen im Ripple-Netzwerk durch ein verteiltes Kreditnetzwerk ermöglicht. Dieses basiert auf sogenannten *trust lines*, die auch IOUs genannt werden (gesprochen *I Owe You*) und formlose Schuldanerkenntnisse bezeichnen, durch die eine Partei gegenüber einer anderen Partei anerkennt, ihr einen bestimmten Betrag zu schulden.¹²⁸ Durch *trust lines* wird innerhalb der Ripple-Blockchain das zwischen zwei öffentlichen Adressen bestehende Saldo dargestellt.¹²⁹ Transferiert ein Zahler über das Ripple-System einen auf Fiatgeld oder systemfremde Komplementärwährungen lautenden Betrag, erhält der Zahlungsempfänger daher nicht den Geldbetrag selbst, sondern es ändert sich das zwischen ihm und dem Zahler bestehende Saldo zu seinen Gunsten. Ein positiver Saldo soll außerhalb der Blockchain dazu führen, dass sich dessen Inhaber das Saldo von dem Inhaber der ausgebenen Adresse auszahlen lassen kann.¹³⁰

Will ein Nutzer über das Ripple-Netzwerk eine solche Transaktion tätigen, muss er zunächst über einen IOU in seinem *wallet* verfügen. Um einen solchen zu erlangen, muss er sich an sogenannte *gateways* wenden. So werden Personen oder Unternehmen bezeichnet, die einen auf eine staatliche Währung oder eine Komplementärwährung lautenden Betrag für den Nutzer verwahren und diesem im Gegenzug IOUs zur Verfügung stellen.¹³¹ Dafür macht das *gateway* innerhalb des Netzwerks bekannt, dass es dem Zahler die Rückzahlung eines bestimmten Betrags schuldet.¹³² Diese Rückzahlungsforderung kann der Nutzer entsprechend einer Abtretung gem. § 398 BGB über das Ripple-Netzwerk transferieren. In der Praxis gestaltet sich die Suche nach *gateways* allerdings schwer: Von den Stellen, die laut einer im Internet veröffentlichten Liste als *gateways* tätig sind,¹³³ existieren viele schlicht nicht mehr, während andere keine *gateway*-Dienstleistung mehr erbringen. Soweit ersichtlich sind derzeit die in Großbritannien ansässigen Unternehmen Bitstamp Ltd. und GateHub die bedeutendsten *gateways* am Markt.

¹²⁸ Europäische Zentralbank, Virtual currency schemes, S. 12, dort Fn. 19.

¹²⁹ Ripple, Issued Currencies Overview, abrufbar unter: developers.ripple.com/issued-currencies-overview.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹³⁰ Ripple, Trust Lines and Issuing, abrufbar unter: developers.ripple.com/trust-lines-and-issuing.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹³¹ Europäische Zentralbank, Virtual currency schemes, S. 12; vgl. auch Ripple, Become an XRP Ledger Gateway, abrufbar unter: developers.ripple.com/become-an-xrp-ledger-gateway.html (letzter Abruf: 9.4.2021). Typische *gateways* sollten ursprünglich Kreditinstitute wie zum Beispiel die Fidor Bank sein, vgl. www.fidor.de/documents/presse/2014-05-05-fidor-bank-ag-und-ripple-labs-kooperieren-im-bereich-des-digitalen-zahlungsverkehrs.pdf (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹³² Zahlt der Zahler A zum Beispiel 100 Euro bei dem *gateway* B ein, lautet das IOU wie folgt: B schuldet A die Zahlung von 100 Euro.

¹³³ International Ripple Business Association, Ripple Gateways, abrufbar unter: www.xrpga.org/gateways.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

Da das verteilte Kreditnetzwerk auf *trust lines* basiert, muss zwischen dem Zahler und dem Zahlungsempfänger innerhalb des Ripple-Netzwerks ein direkter oder indirekter Vertrauenspfad bestehen, über den das Saldo entsprechend des gesendeten Betrags in Richtung des Empfängers verschoben werden kann.¹³⁴ Die Existenz eines solchen Vertrauenspfads hängt davon ab, bis zu welchem Betrag eine Adresse in der Blockchain anderen Adressen vertraut, also in welcher Höhe sie bei einer Adresse darauf vertraut, den Forderungsbetrag sicher zu erhalten.¹³⁵ Dies kann eine öffentliche Adresse für jede andere Adresse innerhalb des Ripple-Systems frei festsetzen. Vergleichbar ist das Verhältnis zwischen den Parteien mit revolvingierenden Krediten, in deren Rahmen ein Kreditgeber einem Kreditnehmer eine maximale Kreditlinie vorgibt, die dieser bei Bedarf in Anspruch nehmen kann.¹³⁶

Ein Zahler kann also einen Betrag an einen Zahlungsempfänger senden, wenn sich zwischen ihnen innerhalb des Netzwerks eine *trust line* finden lässt, auf der zwischen den Parteien IOUs verschoben werden können, die mindestens der Höhe des gesendeten Betrags entsprechen (sogenannte *chain of trusted users*). Ein solches Verhältnis kann unmittelbar zwischen dem Zahler und dem Zahlungsempfänger bestehen, im Regelfall steht zwischen ihnen aber mindestens eine andere Adresse, der beide Parteien vertrauen.¹³⁷ Hier ergibt sich für Außenstehende die Möglichkeit, vertrauensvolle *gateways* als Dienstleistung zu etablieren und diese den Nutzern des Netzwerks anzubieten (im Folgenden werden solche Dienstleister als *market maker* bezeichnet).¹³⁸ Findet sich zwischen dem Zahler und dem Zahlungsempfänger kein solcher Pfad, kann die Ripple-eigene Komplementärwährung XRP als Transitwährung eingesetzt werden. Da XRP-Token zwischen allen Adressen direkt transferiert werden können, bedarf es für eine XRP-Transaktion keines Vertrauenspfads.¹³⁹

Die Ausführung der Transaktion selbst unterscheidet sich nicht wesentlich von der Übertragung von XRP. Insbesondere kommen auch hier öffentliche und private Schlüssel zum Einsatz, um eine Transaktion zu erzeugen.¹⁴⁰ Es gilt allerdings bei währungsübergreifenden Zahlungen und der Durchführung des

¹³⁴ Da XRP zu jeder Adresse innerhalb des Ripple-Netzwerks gesendet werden können, besteht bei einer Zahlung mit XRP kein Bedarf für solche Pfade, vgl. Ripple, Paths, abrufbar unter: developers.ripple.com/paths.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹³⁵ Ripple, Trust Lines and Issuing, abrufbar unter: developers.ripple.com/trust-lines-and-issuing.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹³⁶ Dieser Vergleich wird noch dadurch verdeutlicht, dass Ripple selbst von *trust lines* spricht, vgl. beispielsweise Ripple, Authorized Trust Lines, abrufbar unter: developers.ripple.com/authorized-trust-lines.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹³⁷ Vgl. mit Beispielsszenario *Armknecht et al.*, Ripple, Nr. 2.1.; Europäische Zentralbank, Virtual currency schemes, S. 13.

¹³⁸ Vgl. Europäische Zentralbank, Virtual currency schemes, S. 13.

¹³⁹ Ripple, Paths, abrufbar unter: developers.ripple.com/paths.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹⁴⁰ *Armknecht et al.*, Ripple, Nr. 2.1.

Konsensverfahrens Besonderheiten zu beachten. Bei währungsübergreifenden Zahlungen führt der Pfad zwischen Zahler und Zahlungsempfänger über sogenannte *order books*, in deren Rahmen die Währungen umgetauscht werden.¹⁴¹ Die Komplementärwährung XRP kann wiederum als Transitwährung genutzt werden, um den Umtausch zwischen zwei Währungen zu ermöglichen, wenn kein *order book* einen Umtausch anbietet.¹⁴² Die zugrundeliegende Software ist so konfiguriert, dass jede Transaktion den günstigsten Wechselkurs zum Zeitpunkt der Erstellung des *ledgers* auswählt.¹⁴³

Hinsichtlich der Durchführung des Konsensverfahrens und der anschließenden Erstellung des *ledgers* sind Besonderheiten zu beachten, wenn zwischen dem Zahler und dem Zahlungsempfänger aufgrund eines fehlenden Vertrauensverhältnisses im oben dargestellten Sinn kein direktes Verschieben der IOUs möglich ist. Dann wird innerhalb des Ripple-Netzwerks ein Pfad gesucht, in den auch andere Netzwerkteilnehmer eingebunden sind. Über diese können – gewissermaßen über einen Umweg – IOUs in Richtung des Zahlungsempfängers verschoben werden, bis dieser letztendlich selbst das IOU-Zertifikat einer Stelle erhält, der er vertraut. Allerdings stellt jedes Verschieben auf diesem Pfad für sich genommen eine Transaktion dar, die in die Blockchain aufgenommen werden muss. Obwohl sich diese Transaktionen nicht gegenseitig bedingen, muss sichergestellt sein, dass nicht eine dieser Transaktionen im Konsensverfahren abgelehnt wird, während alle anderen in den *ledger* aufgenommen werden. Um dieser Gefahr zu begegnen, verknüpft der Konsensmechanismus alle auf einem Pfad getätigten Transaktionen in der Weise, dass entweder alle Transaktionen vollständig und gleichzeitig oder überhaupt nicht in den *ledger* aufgenommen werden.¹⁴⁴ Dieses Prinzip gilt auch für den Währungsumtausch über ein *order book*, so dass auch währungsübergreifende Zahlungen nahezu in Echtzeit abgewickelt werden können.

b) Disintermediation durch Distributed-Ledger-Zahlungssysteme

An Distributed-Ledger-Zahlungssystemen sind weder Einlagenkreditinstitute noch Zentralbanken oder Clearinghäuser beteiligt. Die Aufbewahrungs- und Liquiditätsfunktionen eines Zahlungssystems müssen daher anderweitig erbracht werden.

¹⁴¹ Vgl. Ripple, Paths, abrufbar unter: developers.ripple.com/paths.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹⁴² Gifford/Cheng Banque de France – Financial Stability Review 04/2016, 143 (147); Armknecht et al. Ripple, Nr. 2.1.

¹⁴³ Vgl. Ripple, Paths, abrufbar unter: developers.ripple.com/paths.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹⁴⁴ Dieses Prinzip wird in der Fachsprache Atomarität genannt, vgl. Gifford/Cheng Banque de France – Financial Stability Review 04/2016, 143 (147).

aa) Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne (custodial storage)

Durch die Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne (*custodial storage*) soll der Schutz der Zahlungsmittel vor Verlust, Diebstahl oder Zerstörung bezweckt werden, damit deren Inhaber diese zur Durchführung von Zahlungen nutzen kann. Die in Distributed-Ledger-Zahlungssystemen als Zahlungsmittel eingesetzten *currency token* existieren dabei lediglich als Datenpakete, die innerhalb des jeweiligen Zahlungssystems in einem *ledger* gespeichert werden. Kennzeichnend für Distributed-Ledger-Zahlungssysteme ist aber, dass eine solche Speicherung – im Gegensatz zu bankenbasierten Zahlungssystemen und dem M-Pesa-System – nicht bei einer zentralen Stelle in einem zentralen Verzeichnis vorgenommen wird. Vielmehr wird der *ledger* innerhalb des Systems verteilt (*distributed*), indem jeder Knoten des Systems eine Kopie des Transaktionsverzeichnisses speichert. In diesem werden *currency token* jeweils einem individuellen öffentlichen Schlüssel zugeordnet. Die Verbindung dieses öffentlichen Schlüssels mit einem privaten Schlüssel erlaubt einzig und allein dem Inhaber dieses privaten Schlüssels, über die Inhaberschaft an den *currency token* zu verfügen. Darüber hinaus trägt die Verbindung der Distributed-Ledger-Technologie mit dem Blockchain-Prinzip dazu bei, dass die Transaktionshistorie und damit ultimativ die aktuelle Zuordnung der Token (praktisch) nicht nachträglich manipuliert werden kann. Daneben werden private Schlüssel, die für eine Transaktion der Token benötigt werden, regelmäßig in Wallets gespeichert. Die Anbieter dieser Wallets stellen damit zwar Softwarelösungen zur Verfügung, die Inhabern von *currency token* dabei helfen, weiterhin darüber verfügen zu können. Sie erfüllen dadurch dennoch nicht die Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne, da sie die privaten Schlüssel nicht selbst auf eigenen Servern verwahren. Vielmehr wird eine Wallet-Datei auf dem Endgerät des Nutzers installiert, in der die Schlüssel gespeichert werden. Der Verlust oder die Zerstörung der Wallet-Datei führt dazu, dass der Inhaber – sofern er die privaten Schlüssel nicht anderweitig gespeichert oder notiert hat – nicht in der Lage ist, Transaktionen zu signieren und dadurch letztendlich nicht mehr über die ihm in der Blockchain zugeordneten *currency token* verfügen kann. Letztendlich ist der Token-Inhaber damit selbst verantwortlich, die Token vor Verlust und Zerstörung zu schützen. Damit existiert insgesamt keine zentrale Stelle, die für eine sichere Verwahrung der *currency token* zuständig ist. Die Aufbewahrungsfunktion im engeren Sinne (*custodial storage*) wird damit einerseits durch den Distributed-Ledger in Form der Blockchain erfüllt, andererseits aber durch die Inhaber der *currency token* selbst. Intermediäre werden im Gegensatz zu traditionellen bankenbasierten Zahlungssystemen nicht benötigt.

bb) Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne (transactional storage)

Die Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne (*transactional storage*) beschreibt die Fähigkeit eines Zahlungssystems, eine Übertragung von Zahlungsmitteln sicher zu ermöglichen. Eine erfolgreiche Transaktion von *currency token* innerhalb eines Distributed-Ledger-Zahlungssystems setzt voraus, dass innerhalb des Netzwerks ein Konsens über die Gültigkeit einer Transaktion gefunden wird. Dazu werden Konsensverfahren durchgeführt, deren Ablauf je nach Netzwerk variiert. Diese Variationen haben Auswirkungen auf die Frage, wer innerhalb eines Distributed-Ledger-Zahlungssystems die Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne erbringt. An der Durchführung des *proof-of-work*-Verfahrens, welches im Rahmen des Bitcoin-Systems als Konsensverfahren zum Einsatz kommt, sind im Grundsatz sämtliche am System teilnehmenden *nodes* beteiligt. Da die Netzwerkteilnehmer dadurch selbst die Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne erfüllen, bedarf es zur Transaktionsverifizierung keiner zwischen dem Zahler und dem Zahlungsempfänger eingeschalteten zentralen Partei.

Im Gegensatz dazu wird der *Ripple Consensus Protocol Algorithm* (RCPA) von ausgewählten *validating nodes* ausgeführt. Andere Knotenpunkte erbringen bei der Durchführung des Konsensverfahrens dagegen lediglich Hilfsdienste, indem sie innerhalb des Netzwerks generierten Transaktionen an die *validating nodes* weiterleiten. *Validating nodes* kommt damit innerhalb des Systems eine gesteigerte Bedeutung zu, die sich mit der Tätigkeit von Zentralbanken und Clearinghäusern in bankenbasierten Zahlungssystemen vergleichen lässt. Auch diese sammeln Zahlungsvorgänge und wickeln diese ab. Damit ist hier allenfalls ein Übergang der Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne auf andere Intermediäre, mithin eine Disruption gegeben. Allerdings ist zu beachten, dass es für einen zentraleren Ansatz wie den des RCPA gute Gründe gibt, die es gegen die Dezentralität des *proof-of-work*-Verfahrens abzuwägen gilt: Das *proof-of-work*-Verfahren verbraucht bei der Transaktionsverifizierung innerhalb des Bitcoin-Systems erhebliche Mengen an Strom, deren Kosten insofern als Transaktionskosten in die funktionale Analyse des Zahlungssystems einfließen müssen. Das RCPA ist insofern effizienter, da dort deutlich weniger Knoten in die Durchführung des Konsensverfahrens eingebunden sind.

cc) Liquiditätsfunktion

Hinsichtlich der Fähigkeit, *currency token* über ein Distributed-Ledger-Zahlungssystem unmittelbar und ohne zeitliche Verzögerung übertragen zu können (Liquiditätsfunktion), ist einerseits zu differenzieren, ob *currency token* selbst als Zahlungsmittel innerhalb des Systems eingesetzt werden oder ob ein Umtausch in Fiatgeld erfolgt. Beim Einsatz der *currency token* als Zahlungsmittel ist weiterhin zwischen dem Bitcoin- und dem Ripple-System zu unter-

scheiden: Während der *Ripple Consensus Protocol Algorithm* (RCPA) Transaktionen über das Ripple-System nahezu in Echtzeit ermöglicht, kann im Bitcoin-System erst nach circa einer Stunde mit Sicherheit vom Erfolg einer Transaktion ausgegangen werden, so dass sichere Echtzeittransaktionen derzeit nicht möglich sind.¹⁴⁵ Daneben können in beiden Systemen Transaktionskosten entstehen: Im Ripple-System werden durch jede Transaktion winzige Teile eines XRP-Token des Zahlers zerstört; dadurch soll das System gegen Spamangriffe geschützt werden.¹⁴⁶ Das Bitcoin-System sieht dagegen (noch) keine zwingenden Transaktionsgebühren vor, da die Miner als Anreiz für die Zurverfügungstellung ihrer Rechenleistung bislang noch die neu geschürften Bitcoin-Token erhalten.¹⁴⁷ Wird die maximale Menge von 21 Millionen Bitcoin-Token jedoch erreicht, können Transaktionsgebühren die Ausgabe neu geschürfter Token als Anreiz ersetzen.¹⁴⁸ Diese Transaktionskosten führen dazu, dass Transaktionen über Distributed-Ledger-Zahlungssysteme vor allem im Bereich des internationalen Zahlungsverkehrs Vorteile gegenüber bankenbasierten Zahlungssystemen bieten können;¹⁴⁹ für den Massenzahlungsverkehr lohnt sich die Zahlung über Distributed-Ledger-Systeme dagegen (noch) nicht. Da *currency token* als relativ neues Phänomen noch nicht universal als Zahlungsmittel akzeptiert werden,¹⁵⁰ kann deren Inhabern das Bedürfnis entstehen, diese zur Abwicklung von Alltagsgeschäften durch einen Rücktausch in Fiatgeld umwandeln zu müssen. Auf einen solchen Umtausch spezialisieren sich sogenannte Krypto-Handelsplattformen und Wechselstuben, die als Vertriebsintermediäre den Umtausch von Fiatgeld in Komplementärwährungen wie Bitcoin- oder XRP-Token organisieren.¹⁵¹ Daneben erbringen *gateways* im Rahmen des Ripple-Systems ähnliche Dienstleistungen.

¹⁴⁵ *Roßbach*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 4 Rn. 55.

¹⁴⁶ Vgl. *Ripple*, *Transaction Cost*, abrufbar unter: developers.ripple.com/transaction-cost.html (letzter Abruf: 9.4.2021). Die Transaktionsgebühren stehen keiner Partei innerhalb des Systems zu.

¹⁴⁷ Dennoch wird empfohlen, freiwillig eine geringe Transaktionsgebühr zu zahlen, da dadurch sichergestellt wird, dass die Transaktion durch die Miner unverzüglich in die Blockchain aufgenommen wird, vgl. *Krypto-Magazin*, *Bitcoin Transaktionsgebühren*, abrufbar unter: www.krypto-magazin.de/bitcoin-transaktionsgebuehren/ (letzter Abruf: 9.4.2021).

¹⁴⁸ *Nakamoto*, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, S. 4.

¹⁴⁹ Vgl. *Krall*, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), *Rechtshandbuch Legal Tech*, Kap. 5.7 Rn. 35 f.; *Spindler/Bille WM* 2014, 1357 (1358).

¹⁵⁰ Bitcoin wird inzwischen weltweit immerhin von über 100.000 Händlern akzeptiert, vgl. *Awrey/van Zwieten Journal of Corporation Law* 43 (2018), 775 (797). Dennoch ist die Akzeptanz von Bitcoin gerade im Einzelhandel nicht umfassend. Dies gilt erst recht für andere, weniger verbreitete und bekannte Komplementärwährungen wie XRP.

¹⁵¹ *Köndgen*, in: *BeckOGK-BGB* (Stand: 1.3.2021), § 657c Rn. 132.

dd) Zwischenergebnis

Eine vollkommene Dezentralität gänzlich ohne Intermediäre erreichen die dargestellten Distributed-Ledger-Zahlungssysteme damit im Ergebnis nicht: Vertriebsintermediäre wie Krypto-Handelsplattformen und *gateways* sowie *validating nodes* im Rahmen des zentralisierten Konsensverfahrens im Rahmen des Ripple-Systems sind weiterhin als Intermediäre in das Zahlungssystem eingebunden. Nichtsdestotrotz hat die Distributed-Ledger-Technologie wenigstens das Potential, disintermediäre Zahlungssysteme zu ermöglichen, da hierauf basierende Systeme – je nach Ausgestaltung – gänzlich ohne Intermediäre auskommen könnten, zum Beispiel bei der Zahlung mit *currency token* innerhalb eines auf dem *proof-of-work*-Verfahren basierenden Zahlungssystems. Das Bitcoin-System weist insofern einen höheren disintermediären Grad auf, da dort insbesondere für die Aufbewahrungsfunktion keine Intermediäre notwendig sind. Im Ripple-System wird die Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne dagegen von einzelnen *validating nodes* durch die Transaktionsverifizierung erbracht. Ob sich diese Unterschiede in der aufsichtsrechtlichen Bewertung niederschlagen, wird nun überprüft.

C. Disintermediäre FinTech-Zahlungssysteme im Bankaufsichtsrecht

Die Bereitstellung von Zahlungssystemen als Unterfunktion der Transferfunktion eines Finanzsystems ist aufsichtsrechtlich durch das Zahlungsdiensteaufsichtsrecht erfasst, dessen primäre Rechtsquelle in Deutschland das Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) ist. Das ZAG setzt die aufsichtsrechtliche Seite zweier europäischer Richtlinien in nationales Recht um, namentlich der PSD II sowie der Zweiten E-Geld-RL. Diese Richtlinien verpflichten die Mitgliedsstaaten zu einer Vollharmonisierung nationalen Rechts,¹⁵² so dass die Mitgliedsstaaten lediglich dann eigenständige Regeln erlassen können, wenn und soweit die Richtlinien dies ausdrücklich erlauben.¹⁵³ Zu beachten ist darüber hinaus, dass der deutsche Gesetzgeber gerade die PSD II nicht nur in (öffentlich-rechtliches) Aufsichtsrecht umgesetzt hat, sondern daneben auch in das Privatrecht (§§ 675c ff. BGB).¹⁵⁴ Wegen des Verweises des § 675c Abs. 3 BGB auf die Begriffsbestimmungen des ZAG sowie des KWG hängt die Anwendbarkeit

¹⁵² Art. 107 Abs. 1 PSD II; Art. 16 Abs. 1 Zweite E-Geld-RL. Vgl. auch vor Erlass und Umsetzung der PSD II *Casper/Terlau*, in: dies. (Hrsg.), ZAG, Einleitung, Rn. 1, 45.

¹⁵³ Das Vollharmonisierungsgebot bindet den nationalen Gesetzgeber, so dass Umsetzungsdefizite ein Vertragsverletzungsverfahren (Art. 258 ff. AEUV) oder Staatshaftungsansprüche nach sich ziehen können, vgl. *Casper/Terlau*, in: dies. (Hrsg.), ZAG, Einleitung, Rn. 45 m. w. N.

¹⁵⁴ Vgl. zur gespaltenen Umsetzung der Richtlinie *Omlor* WM 2018, 57.

der zivilrechtlichen Regeln zum Zahlungsdiensterechts dabei entscheidend von der aufsichtsrechtlichen Behandlung ab. Es wird in der Literatur allerdings darauf hingewiesen, dass intermediationsfreie Zahlungssysteme ohne Intermediäre *a priori* nicht von den zivilrechtlichen Regelungen der §§ 675c ff. BGB erfasst werden;¹⁵⁵ hier fehlt es an dem typischen Dreiecksverhältnis zwischen Zahler, Zahlungsempfänger und Zahlungsdienstleister. Bankenbasierte Zahlungssysteme fallen dagegen grundsätzlich in den Anwendungsbereich dieser Regelungen.

Sowohl das M-Pesa-System als auch Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme wie Bitcoin oder Ripple bedeuten allerdings eine Disruption dieser bankenbasierten Zahlungssysteme und führen teilweise zu einer Disintermediation. Fraglich ist daher, ob und in welcher Weise diese innovativen Zahlungssysteme durch das Aufsichtsrecht erfasst werden. Eine solche rechtliche Einordnung wird nun zunächst für das M-Pesa-System und im Anschluss für Distributed-Ledger-basierte Zahlungssysteme vorgenommen.

I. M-Pesa-System

Das M-Pesa-System führt wie oben dargestellt bei der Aufbewahrungsfunktion im weiteren Sinne und der Liquiditätsfunktion nur zu einer Disruption, da diese Funktionen durch eine Telekommunikationsgesellschaft und damit nicht durch einen traditionellen Finanzintermediär erbracht wird. Welche aufsichtsrechtlichen Konsequenzen damit verbunden sind, soll im Folgenden aufgezeigt werden.

1. Erlaubnispflicht des Systembetreibers nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG

Für die als sogenanntes TechFin eingestufte Telekommunikationsgesellschaft, die das M-Pesa-System betreibt, kommt eine Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG in Betracht. Eine solche besteht, wenn das E-Geld-Geschäft betrieben wird. Darunter versteht man gem. § 1 Abs. 2 S. 2 die Ausgabe von E-Geld.

a) E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG

Als E-Geld kommt das auf dem M-Pesa-Konto infolge der Einzahlung durch den Zahler gespeicherte Guthaben in Betracht.¹⁵⁶ Das ZAG definiert E-Geld in § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG als jeden elektronisch, darunter auch magnetisch, gespeicherten monetären Wert in Form einer Forderung an den Emittenten, der gegen

¹⁵⁵ Köndgen, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.3.2021), § 657c Rn. 132.

¹⁵⁶ Dies bejahend Wahlers, Struktur von Zahlungssystemen, S. 187; Hingst/Lösing, Zahlungsdienstaufsichtsrecht, § 18 Rn. 41.

Zahlung eines Geldbetrags ausgestellt wird, um damit Zahlungsvorgänge im Sinne des § 675f Abs. 4 S. 1 BGB durchzuführen, und der auch von anderen natürlichen oder juristischen Personen als dem Emittenten angenommen wird. Die Definition wurde fast wortgleich aus Art. 2 Nr. 2 der Zweiten E-Geld-RL übernommen, so dass für die Auslegung insbesondere die zu dieser Richtlinie führenden Erwägungsgründe beachtet werden müssen. Der Tatbestand lässt sich in mehrere Bestandteile aufgliedern, die zur Einordnung des auf den M-Pesa-Konten gespeicherten Guthabens als E-Geld kumulativ vorliegen müssen.

aa) Elektronisch gespeicherter monetärer Wert

Gegenüber Bar- und Buchgeld zeichnet sich E-Geld durch seine elektronische Speicherung aus. Es ist dabei unerheblich, ob der monetäre Wert karten-, netz- oder servergebunden gespeichert ist; auch auf eine kontengebundene oder -ungebundene Speicherung kommt es nicht an.¹⁵⁷ Das auf den M-Pesa-Konten bestehende Guthaben wird auf den Servern der Betreibergesellschaft gespeichert; es handelt sich insoweit um sogenanntes softwarebasiertes E-Geld (Netzgeld),¹⁵⁸ das vom Begriff des E-Geldes umfasst ist.¹⁵⁹

bb) Forderung gegen den Emittenten

Der elektronisch gespeicherte Wert muss eine Forderung gegen den Emittenten der Werteinheit verkörpern. Als Emittent kommt hier die Softwarebetreibergesellschaft Safaricom in Betracht. Der Nutzer hat gegen diese jedenfalls einen Anspruch auf Auszahlung des eingezahlten Guthabens. Auch ein Anspruch aus dem Guthaben auf dessen Übertragung an einen Zahlungsempfänger kommt in Betracht. Damit verkörpert der elektronisch gespeicherte Wert jedenfalls eine Forderung gegen die Softwarebetreibergesellschaft.

cc) Ausstellung gegen Zahlung eines Geldbetrags

Der monetäre Wert muss gegen Zahlung eines Geldbetrages ausgestellt worden sein, um als E-Geld qualifiziert werden zu können. Im Rahmen des M-Pesa-Systems wird das M-Pesa-Konto des Zahlers durch einen M-Pesa-Agenten gegen Barzahlung aufgeladen, so dass dieses Tatbestandselement ebenfalls vorliegt.

¹⁵⁷ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-RL, BT-Drucks. 17/3023 vom 27.9.2010, S. 40; *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 7 Rn. 6; *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 217.

¹⁵⁸ *Wahlers*, Struktur von Zahlungssystemen, S. 187, dort Fn. 132; vgl. zu den Begrifflichkeiten *Fett/Bentele* WM 2011, 1352 (1352).

¹⁵⁹ Erwägungsgrund 8 der Zweiten E-Geld-RL; vgl. auch *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 7 Rn. 7; *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 236.

dd) Zur Durchführung von Zahlungsvorgängen

Das Erfordernis, dass mit dem monetären Wert Zahlungsvorgänge durchgeführt werden sollen, verdeutlicht die Funktion von E-Geld als „elektronischem Ersatz für Münzen und Banknoten.“¹⁶⁰ Ein Zahlungsvorgang wird in § 675f Abs. 4 S. 1 BGB definiert als jede Bereitstellung, Übermittlung oder Abhebung eines Geldbetrags, unabhängig von der zugrunde liegenden Rechtsbeziehung zwischen Zahler und Zahlungsempfänger. Das M-Pesa-Guthaben kann von einem Zahler an einen Zahlungsempfänger transferiert werden. Darüber hinaus besteht auch die Möglichkeit, das Guthaben bei einem M-Pesa-Agenten oder einem Geldautomaten abzuheben. Damit dient das M-Pesa-Guthaben jedenfalls der Durchführung von Zahlungsvorgängen.

ee) Akzeptanz durch Dritte

Das M-Pesa-Guthaben dürfte schließlich nicht nur von dem E-Geld-Emittenten selbst, sondern auch von dritten natürlichen oder juristischen Personen akzeptiert werden.¹⁶¹ Das Guthaben wird jedenfalls von anderen M-Pesa-Kunden akzeptiert. In Kenia, dem Herkunftsland des M-Pesa-Systems, kann das Guthaben darüber hinaus beispielsweise zur Zahlung von Strom- oder Wasserrechnungen genutzt werden.¹⁶²

ff) Keine Bereichsausnahme

Durch § 1 Abs. 2 S. 4 ZAG werden bestimmte Konstellationen, in denen die Definition des E-Gelds aus § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG eigentlich erfüllt ist, vom Tatbestand ausgenommen. Vor der Reform des ZAG zur Umsetzung der PSD II wurde vertreten, dass das M-Pesa-Guthaben von einer dieser Bereichsausnahmen erfasst war (§ 1a Abs. 5 Nr. 2 ZAG a.F.).¹⁶³ Diese Ansicht stieß schon nach alter Rechtslage richtigerweise auf Bedenken.¹⁶⁴ Auch nach neuer Rechtslage kommt eine Bereichsausnahme nicht in Betracht: Das M-Pesa-Guthaben wird zwar im Sinne der §§ 1 Abs. 2 S. 4 Nr. 2, 2 Abs. 1 Nr. 11 ZAG durch einen Anbieter elektronischer Kommunikationsdienste bereitgestellt; es dient aber weder ausschließlich dem Erwerb von digitalen Inhalten und Sprachdiensten (§ 2 Abs. 1 Nr. 11a) ZAG) noch wird das Guthaben ausschließlich im Rahmen einer gemeinnützigen Tätigkeit oder für den Erwerb von Tickets abgerechnet. Eine Ausnahmegesetzgebung greift damit nicht ein.

¹⁶⁰ Erwägungsgrund 13 der Zweiten E-Geld-RL; vgl. auch *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 7 Rn. 14.

¹⁶¹ Erwägungsgrund 7 der Zweiten E-Geld-RL; vgl. auch *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 7 Rn. 15.

¹⁶² *Wahlers*, Struktur von Zahlungssystemen, S. 169.

¹⁶³ *Wahlers*, Struktur von Zahlungssystemen, S. 187f.

¹⁶⁴ *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 42.

gg) Zwischenergebnis

Sämtliche Tatbestandselemente liegen vor und eine Bereichsausnahme greift nicht ein. Bei dem in Frage stehenden M-Pesa-Guthaben handelt es sich damit um E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG.

b) Ausgabe im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG

Um Adressat der Erlaubnispflicht nach § 11 ZAG zu werden, müsste die Betreibergesellschaft das E-Geld in Form des M-Pesa-Guthabens ausgeben. Problematisch ist insoweit aber schon, dass der M-Pesa-Nutzer das M-Pesa-Guthaben durch die Einzahlung von Fiatgeld bei einem M-Pesa-Agenten erwirbt und dadurch nicht in direkten Kontakt mit der Betreibergesellschaft tritt. Es ist daher zumindest denkbar, dass nicht die Betreibergesellschaft, sondern der M-Pesa-Agent das E-Geld ausgibt und damit als Betreiber des E-Geld-Geschäfts Adressat der Erlaubnispflicht aus § 11 ZAG wird. Wäre der M-Pesa-Agent jedoch lediglich als E-Geld-Agent beim Vertrieb des E-Gelds tätig, würde als Betreiber des E-Geld-Geschäfts im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG weiterhin die Softwarebetreibergesellschaft Safaricom in Betracht kommen. E-Geld-Agenten sind in § 1 Abs. 10 ZAG definiert als jede natürliche oder juristische Person, die als selbständiger Gewerbetreibender im Namen eines E-Geld-Instituts beim Vertrieb und Rücktausch von E-Geld tätig ist. Als M-Pesa-Agenten agieren in Kenia oft Supermärkte oder Kioske, die im Namen der Betreibergesellschaft gegen Barzahlung M-Pesa-Guthaben gewähren und zurücktauschen. Sie kommen daher als E-Geld-Agenten der Betreibergesellschaft durchaus in Betracht, solange sie nicht selbst das E-Geld ausgeben.

Die Abgrenzung zwischen der Ausgabe von E-Geld und dessen Vertrieb ist damit von entscheidender Bedeutung: Während die Ausgabe durch E-Geld-Agenten gem. § 31 ZAG ausdrücklich verboten und in § 63 Abs. 2 Nr. 2 ZAG sogar strafbewehrt ist, wird der Vertrieb durch E-Geld-Agenten in § 32 Abs. 1 S. 1 ZAG ausdrücklich erlaubt. Die Abgrenzung von Ausgabe und Vertrieb ist in vielen Fällen nicht unproblematisch.¹⁶⁵ Erforderlich dafür ist ein Verständnis, was einerseits die Ausgabe von E-Geld und andererseits dessen Vertrieb bedeutet.

Für den Begriff der „Ausgabe“ finden sich in der Literatur mangels einer gesetzgeberischen Klarstellung mehrere Definitionsversuche. In den Erwägungsgründen zur Zweiten E-Geld-RL und daran anschließend in der Regierungsbegründung zum deutschen Umsetzungsgesetz wird lediglich von einem „Bereitstellen“ der geldwerten Einheiten gesprochen;¹⁶⁶ mit Inhalt gefüllt wird der

¹⁶⁵ So auch *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 32 ZAG Rn. 4; *Koch*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 31 Rn. 5.

¹⁶⁶ Erwägungsgrund 7 Zweite E-Geld-RL; Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-RL, BT-Drucks. 17/3023 vom 27.9.2010, S. 39.

Begriff der Ausgabe damit freilich nicht. In Teilen der Literatur wird die Ausgabe daher definiert als „Übertragung der elektronischen Werteinheiten von der ausgebenden Stelle auf denjenigen, der sie zu Zahlungszwecken einsetzen möchte“.¹⁶⁷ Ungeklärt bleibt durch diese Definition allerdings wiederum, wer die ausgebende Stelle ist. Zum Einsatz als Zahlungsmittel werden die Werteinheiten im Rahmen des M-Pesa-Systems erst durch die M-Pesa-Agenten übertragen. Wieder andere definieren die Ausgabe als die „Eingehung der Verpflichtung zur Leistung der E-Geld ausgebenden Stelle gegenüber dem Berechtigten oder der akzeptierenden Stelle“.¹⁶⁸ Schließlich wird unter Berücksichtigung der Rechtsnatur von E-Geld als Geschäftsbesorgungsvertrag mit abstrakt-genereller Weisung¹⁶⁹ vertreten, dass die Ausgabe definiert wird als

„die Übertragung der die monetäre Werteinheit beinhaltenen digitalen Datensentenz mitsamt einer den Aussteller bezeichnenden Kennung und Abschluss eines die Verpflichtung der ausgebenden Stelle begründenden Geschäftsbesorgungsvertrages mit abstrakt-genereller Weisung oder Hervorrufen des zurechenbaren Rechtsscheins desselben.“¹⁷⁰

Der Vertrieb von E-Geld wird dagegen einheitlich definiert als das im Namen des E-Geld-Instituts erfolgende In-Verkehr-Bringen des bereits ausgegebenen E-Geldes.¹⁷¹

Im Rahmen des M-Pesa-Systems ist für die Abgrenzung zwischen der Ausgabe und des Vertriebs von E-Geld damit von entscheidender Bedeutung, dass die M-Pesa-Agenten zur Registrierung als Agent von der Betreibergesellschaft E-Geld erwerben müssen.¹⁷² Im Umkehrschluss muss dieses E-Geld entweder schon vorher ausgegeben worden sein oder wird gerade im Moment der Registrierung ausgegeben. Hier führt das Ausschlussprinzip mangels der Beteiligung weiterer Parteien dazu, dass als ausgebende Stelle des E-Gelds nur noch die Softwarebetreibergesellschaft in Betracht kommt. Sie ist damit Adressatin der Erlaubnispflicht aus § 11 ZAG.

¹⁶⁷ *Lösing* ZIP 2011, 1944 (1945); zustimmend *Findeisen*, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe (Hrsg.), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 1a ZAG Rn. 38.

¹⁶⁸ *Diekmann/Wieland* ZBB 2011, 297 (299); *Fett/Bentele* BKR 2011, 403 (406); *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 ZAG Rn. 99; wiederum zustimmend *Findeisen*, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe (Hrsg.), Zahlungsverkehrsrecht, § 1a ZAG Rn. 38.

¹⁶⁹ Vgl. zur Rechtsnatur von E-Geld *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 202 ff. m. w. N.

¹⁷⁰ *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 242; in diese Richtung wohl auch *Behrendt*, Die Ausgabe elektronischen Geldes, S. 69.

¹⁷¹ *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 323; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 32 ZAG Rn. 3; *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 13 Rn. 47.

¹⁷² Vgl. M-Pesa Agent Requirements, abrufbar unter: www.safaricom.co.ke/images/Downloads/Resources_Downloads/M-PESA_Agent_Requirements.pdf, (letzter Abruf: 9.4.2021); vgl. auch Vodafone, M-Pesa FAQs, abrufbar unter: www.vodafone.com/content/index/what/m-pesa/m-pesa-faqs.html (letzter Abruf: 9.4.2021).

c) Kein Erfordernis eines erlaubnispflichtigen Umfangs

Im Unterschied zu einer Erlaubnis zur Tätigkeit als Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut nach § 32 KWG oder als Zahlungsinstitut nach § 10 ZAG enthält § 11 ZAG keine Einschränkung, nach der das Entstehen einer Erlaubnispflicht mit einem erlaubnispflichtigen Umfang des E-Geld-Geschäfts zusammenhängt. Dies beruht nicht auf einem Versehen des Gesetzgebers, sondern auf dessen ausdrücklichem Willen.¹⁷³ Obwohl Zweifel an der Zulässigkeit einer allgemeinen Erlaubnispflicht geäußert wurden,¹⁷⁴ kommt es *de lege lata* nicht auf den Geschäftsumfang an; die Betreibergesellschaft unterliegt davon unabhängig einer Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG.

d) Beantragung und Umfang einer Erlaubnis

Ein Erlaubnis Antrag nach § 11 ZAG gleicht aufgrund der Verweisung in § 11 Abs. 2 S. 1 ZAG in vielen Punkten einem Antrag zur Erlangung einer Erlaubnis für das Betreiben von Zahlungsdiensten nach § 10 ZAG.¹⁷⁵ Speziell für den Antrag zur Erlangung einer Erlaubnis als E-Geld-Institut sieht § 11 Abs. 2 S. 2 ZAG weitere Angaben vor, zum Beispiel den Nachweis, dass das Unternehmen über Eigenkapital in Höhe von 350.000 Euro (§ 12 Nr. 3d ZAG) verfügt (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 2 ZAG) oder eine Darstellung des organisatorischen Ablaufs bei dem Antragsteller einschließlich der geplanten Einbeziehung von E-Geld-Agenten (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 4 ZAG). Darüber hinaus muss der Erlaubnis Antrag den Nachweis enthalten, dass die gem. § 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 5 ZAG zu benennenden Geschäftsleiter¹⁷⁶ zuverlässig sind und über angemessene theoretische und praktische Kenntnisse und Erfahrungen, einschließlich Leitungserfahrungen, für den Betrieb des E-Geld-Geschäfts und die Erbringung von Zahlungsdiensten verfügen (§ 11 Abs. 2 S. 3 ZAG).

Ist dem Unternehmen die Erlaubnis nach § 11 ZAG erteilt worden, umfasst diese nicht allein die Ausgabe von E-Geld. Gem. § 11 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 ZAG wird von der Erlaubnis insbesondere auch die Erbringung von Zahlungsdiensten im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 ZAG umfasst, so dass insoweit keine zusätzliche Erlaubnis nach § 10 ZAG beantragt werden muss.

¹⁷³ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-RL, BT-Drucks. 17/3023, S. 68; Bundesrat-Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-RL, BR-Drucks. 482/10, S. 72.

¹⁷⁴ Vgl. *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 7 Rn. 30f.

¹⁷⁵ Der Erlaubnis Antrag nach § 11 ZAG muss demnach die Angaben enthalten, die in §§ 10 Abs. 2 S. 1 Nr. 2, 5–11, 13 und 15–17 ZAG gefordert sind. Vgl. dazu schon oben, § 2 C. II. 2. a) bb).

¹⁷⁶ Gem. § 11 Abs. 2 S. 4 ZAG müssen grundsätzlich mindestens zwei Geschäftsleiter bestellt werden.

2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen bei Einbindung von E-Geld-Agenten

E-Geld-Institute haben bei der Einbindung von E-Geld-Agenten in ihre Tätigkeit neben dem in § 31 ZAG formulierten Verbot der Ausgabe von E-Geld durch E-Geld-Agenten die Vorgaben des § 32 ZAG zu beachten: Dieser enthält in Abs. 1 neben der ausdrücklichen Erlaubnis, E-Geld-Agenten für den Vertrieb und den Rücktausch von E-Geld einzusetzen, einen Verweis auf die eingeschränkte Geltung von § 25 Abs. 1 ZAG (§ 32 Abs. 1 S. 2 ZAG). Das E-Geld-Institut müsste in Deutschland daher die in § 25 Abs. 1 ZAG aufgezählten Angaben an die BaFin und die Deutsche Bundesbank übermitteln; des in § 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 ZAG geforderten Nachweises der Zuverlässigkeit und der fachlichen Eignung des E-Geld-Agenten bedarf es jedoch nicht (§ 32 Abs. 1 S. 2 ZAG). Wurde die Auswahl oder Überwachung der E-Geld-Agenten durch das E-Geld-Institut nicht ordnungsgemäß durchgeführt, kann deren Einbindung in das Geschäftsmodell gem. § 32 Abs. 2 ZAG seitens der BaFin vollständig oder teilweise untersagt werden.

3. Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG

Da die Betreibergesellschaft im Rahmen der Ausgabe des M-Pesa-Guthabens Gelder der M-Pesa-Agenten entgegennimmt, kommt zusätzlich eine Erlaubnispflicht nach dem KWG wegen des Betriebens des Einlagengeschäfts gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG in Betracht. Unabhängig davon, ob der Tatbestand überhaupt erfüllt ist, gelten Gelder, die ein E-Geld-Institut zur Ausgabe von E-Geld annimmt, gem. § 3 Abs. 2 S. 2 ZAG¹⁷⁷ bei Vorliegen zweier kumulativer Voraussetzungen nicht als Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG: Erstens muss die Ausgabe des E-Gelds gleichzeitig oder unverzüglich¹⁷⁸ nach der Entgegennahme der im Austausch gegen die Ausgabe des E-Geldes einzuzahlenden Gelder erfolgen (§ 3 Abs. 2 S. 2 Nr. 1 ZAG), zweitens darf das E-Geld oder das Guthaben, das durch die Ausgabe des E-Geldes entsteht, nicht verzinst werden oder in sonstiger Weise zu Vorteilen des Inhabers führen, die im Zusammenhang mit der Länge der Halte-dauer des E-Geldes stehen (§ 3 Abs. 2 S. 2 Nr. 2 ZAG). Zu einer Verzinsung des M-Pesa-Guthabens oder sonstigen Vorteilen kommt es im Rahmen des M-Pesa-Systems soweit ersichtlich nicht. Es ist auch nicht ersichtlich, dass es zwischen der Entgegennahme der Gelder durch die Betreibergesellschaft und der Ausgabe des M-Pesa-Guthabens zu zeitlichen Verzögerungen kommt. Es ist daher davon auszugehen, dass die in § 3 Abs. 2 S. 2 Nr. 2 ZAG genannten Vorausset-

¹⁷⁷ Vor der Umsetzung der PSD II in nationales Recht fand sich eine inhaltlich gleiche Regelung in § 2 Abs. 1a ZAG.

¹⁷⁸ „Unverzüglich“ bedeutet in diesem Zusammenhang ohne schuldhaftes Zögern im Sinne von § 121 Abs. 1 BGB, wobei man sich den Regeln zur Verfügbarkeit von Geldbeträgen orientieren kann, vgl. *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 3 Rn. 36.

zungen im M-Pesa-System erfüllt sind. Darüber hinaus werden die Kundengelder ohnehin auf einem Konto bei einem Einlagenkreditinstitut verwahrt, so dass keine eigenständige Erlaubnispflicht der Softwarebetreibergesellschaft nach dem KWG wegen des Betreibens des Einlagengeschäfts besteht.

4. Zwischenergebnis

Die Einordnung des M-Pesa-Guthabens als E-Geld führt damit dazu, dass die Betreibergesellschaft Safaricom als TechFin von aufsichtsrechtlichen Pflichten getroffen wird. Trotz der Substitution traditioneller Zahlungsdienstleistern mit anderen Unternehmen bietet der Aufsichtsmaßstab so eine innovations- und risikoangemessene Regulierung.

II. Distributed-Ledger-Zahlungssysteme

Distributed-Ledger-Zahlungssysteme wie das Bitcoin- oder das Ripple-Netzwerk ermöglichen je nach Ausgestaltung eine Disintermediation. Dies erreichen diese Systeme insbesondere dadurch, dass statt Fiatgeld *currency token* als Zahlungsmittel dienen. Deren rechtliche Einordnung ist für die regulatorische Behandlung dieser Zahlungssysteme von entscheidender Bedeutung, insbesondere im Hinblick auf mögliche Erlaubnispflichten der daran beteiligten Parteien.¹⁷⁹

1. (Aufsichts-)rechtliche Einordnung verwendeter Zahlungsmittel

Aufgrund der Funktion als Zahlungsmittel und der Erfüllung von Geldfunktionen ist zunächst an eine Einordnung von *currency token* als Bar-, Buch- oder E-Geld zu denken. Dann wären die Zweite Zahlungsdiensterichtlinie (PSD II) sowie das ZAG einschlägig, da diese Geldbeträge erfassen, die in Art. 4 Nr. 25 PSD II als Banknoten und Münzen, Giralgeld und E-Geld definiert sind. Alternativ steht eine Qualifikation der *currency token* als Wertpapier zur Diskussion. Damit wäre die Anwendbarkeit verschiedener wertpapierrechtlicher Vorschriften verbunden, zum Beispiel Prospektpflichten. In der Verwaltungspraxis der BaFin werden zumindest Bitcoin-Token jedoch weder als Geld im aufsichtsrechtlichen Sinne noch als Wertpapiere eingeordnet, sondern als Finanzinstrumente, zunächst in Gestalt von Rechnungseinheiten im Sinne des § 1 Abs. 11 Nr. 7 Var. 2 KWG. Diese Verwaltungspraxis der BaFin wurde allerdings durch eine Entscheidung des KG Berlin in Frage gestellt. Die sich hieraus ergebenden Rechtsunsicherheiten bestehen allerdings seit dem 1.1.2020 durch die Ergänzung des Katalogs der Finanzinstrumente um Kryptowerte in § 1 Abs. 11 Nr. 10

¹⁷⁹ So auch *Kleinert/Mayer* EuZW 2019, 857 (859).

KWG nicht mehr. Der Regulierungsrahmen für Distributed-Ledger-Zahlungssysteme ergibt sich in diesem Fall aus dem KWG. Aufgrund der massiven Implikationen für die aufsichtsrechtliche Regulierung von Distributed-Ledger-basierten Zahlungssystemen muss eine rechtliche Einordnung sorgfältig und bemessen am Einzelfall vorgenommen werden. Dementsprechend unterscheiden die folgenden Ausführungen zwischen reinen *currency token* und den IOUs, die im Rahmen des Ripple-Systems eine Übertragung von auf Fiatgeld und systemfremden Komplementärwährungen lautender Beträge ermöglichen.

Zudem sind die neuesten Entwicklungen auf europäischer Ebene zu beachten: Durch den Entwurf der MiCA-V wurde dort ein umfassendes Gesetzgebungsvorhaben angestoßen, das zu einer umfassenden und insbesondere in den Mitgliedsstaaten unmittelbaren Regulierung von Kryptosachverhalten führen soll. Die Verordnung befindet sich zwar zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Arbeit noch im Entwurfsstadium, gibt aber dennoch schon einen Einblick, wohin sich die Regulierung von Distributed-Ledger-basierten Zahlungssystemen in Zukunft entwickeln könnte.

a) *Currency token: Bitcoin und XRP*

Eine rechtliche Einordnung von Bitcoin- und XRP-Token wird im Folgenden – soweit dies möglich ist – gemeinsam vorgenommen. Wirken sich die zwischen den Komplementärwährungen bestehenden Unterschiede auf die rechtliche Einordnung aus, so wird dies kenntlich gemacht.

aa) *Bar- oder Buchgeld*

Digitale Komplementärwährungen wie Bitcoin oder XRP werden in Distributed-Ledger-basierten Zahlungssystemen als Zahlungsmittel eingesetzt und erfüllen als Tauschmittel, Zahlungsmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel Geldfunktionen.¹⁸⁰ Dennoch kann inzwischen als geklärt gelten, dass sie weder als Bar- noch als Buchgeld einzustufen sind.¹⁸¹ Eine Einordnung als Bargeld scheidet schon daran, dass davon nur Banknoten und Münzen erfasst sind, die als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannt sind.¹⁸² Einziges ge-

¹⁸⁰ Hingst/Lösing, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 76; Lerch ZBB 2015, 190 (199). Vgl. zu den Geldfunktionen Hingst/Lösing, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 2 Rn. 4; Schefold, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 115 Rn. 9; Spindler/Bille WM 2014, 1357 (1361). Vgl. zu den Geldfunktionen auch schon am Anfang dieses Kapitels, § 6.

¹⁸¹ Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 52, 54; Hingst/Lösing, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 76; Lerch ZBB 2015, 190 (199); Beck NJW 2015, 580 (581 f.); Spindler/Bille WM 2014, 1357 (1360); Engelhardt/Klein MMR 2014, 355 (356); Kütük/Sorge MMR 2014, 643; vgl. auch Münzer BaFin Journal 1/2014, 26 (27) („Bitcoin sind auch kein gesetzliches Zahlungsmittel und daher weder Devisen noch Sorten.“). Vgl. monographisch zu Blockchain-basiertem virtuellem Geld im Geldrecht Spiegel, Blockchain-basiertes virtuelles Geld.

¹⁸² Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 51; Hingst/

gesetzliches Zahlungsmittel in Deutschland ist gem. Art. 128 Abs. 1 S. 3 AEUV, Art. 88 S. 1 GG, § 14 Abs. 1 S. 2 BBankG der Euro, zu dem Komplementärwährungen grundsätzlich keinen Bezug haben.

Komplementärwährungen können auch nicht als Buchgeld eingeordnet werden. Darunter versteht man eine auf einem abstrakten Schuldversprechen (§ 780 BGB) basierende Geldforderung gegenüber einem gutschreibenden Kreditinstitut.¹⁸³ Demzufolge muss ein Zweipersonenverhältnis zwischen einem Gläubiger als Forderungsinhaber und einem Schuldner als Forderungsgegner bestehen. Im Bitcoin-System kommt als Forderungsinhaber noch der Inhaber eines zu einem Bitcoin-Token gehörenden privaten Schlüssels in Betracht; die Suche nach einem möglichen Gegner einer Geldforderung bleibt aber erfolglos: Weder die am *proof-of-work*-Verfahren beteiligten Miner noch der Empfänger eines Tokens gehen gegenüber dem Inhaber des Schlüssels bei dessen Übertragung eine Verpflichtung zur Rückzahlung ein.¹⁸⁴ Im Ripple-Netzwerk werden die XRP-Token dagegen zentral durch die Ripple Foundation ausgegeben. Gegen diese entsteht den Inhabern von XRP-Token jedoch ebenfalls keine Geldforderung, so dass sie kein Buchgeld darstellen.

bb) E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG

In Betracht kommt stattdessen die Einordnung der Token als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 3 ZAG.¹⁸⁵ Für Bitcoin-Token wird eine solche Einordnung sowohl in der Verwaltungspraxis der BaFin als auch im Schrifttum einhellig abgelehnt.¹⁸⁶ Eine Subsumtion von Bitcoin-Werteinheiten unter die E-Geld-Definition erscheint demnach schon aufgrund des Erfordernisses einer Ausgabe gegen die Zahlung eines Geldbetrags zweifelhaft. Vereinzelt wird die Zahlung eines Geldbetrags jedoch in den Kosten erkannt, die Minern in Form von Anschaffungskosten für Erwerb eines Endgeräts, Stromkosten und Abnutzungs-

Lösing, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 18 Rn. 76. Als gesetzliches Zahlungsmittel bezeichnet man das Zahlungsmittel, das in einem Währungsraum aufgrund gesetzlicher Regelung von jedermann zur Tilgung einer Geldschuld akzeptiert werden muss, *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 2 Rn. 5 m. w. N.

¹⁸³ *Haug*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 123 Rn. 52; *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 2 Rn. 7; *Lerch* ZBB 2015, 190 (199); *Grundmann*, in: MüKoBGB, § 245 Rn. 6; vgl. auch *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 53.

¹⁸⁴ Dazu ausführlich *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 53 f.

¹⁸⁵ Vgl. zum E-Geld-Begriff schon oben, § 5 C. I. 1. a).

¹⁸⁶ BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 4. a) aa); *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 224; *ders.*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 55a Rn. 25, 150; *Münzer* BaFin Journal 1/2014, 26 (27); *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 62; *Keding* WM 2018, 64 (67); *Omlor* ZIP 2017, 1836 (1838); *ders.* JZ 2017, 754 (758); *Hildner* BKR 2016, 485 (489); *Beck* NJW 2015, 580 (582); *Lerch* ZBB 2015, 190 (199); *Engelhardt/Klein* MMR 2014, 355 (356); *Kütük/Sorge* MMR 2014, 643 (644); *Spindler/Bille* WM 2014, 1357 (1361 f.).

kosten entstehen.¹⁸⁷ Auch für XRP-Token wird angezweifelt, ob diese gegen die Zahlung eines Geldbetrags ausgegeben werden, da Token regelmäßig nicht im Austausch gegen gesetzliche Zahlungsmittel, sondern gegen Token anderer Komplementärwährungen ausgegeben werden.¹⁸⁸ Für XRP lässt sich nicht genau nachvollziehen, welche Gegenleistung die Ripple Foundation als zentrale Stelle für die Ausgabe der Token erhalten hat. Diese Frage kann aber sowohl für Bitcoin- als auch XRP-Token an dieser Stelle dahinstehen, wenn durch die Token jeweils schon keine Forderung gegenüber einem Emittenten begründet wird. Um dies festzustellen, ist zunächst zu klären, ob aus der Inhaberschaft von *currency token* eine Forderung gegenüber einem Emittenten entsteht, die zu einer Einordnung als E-Geld im Sinne von § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG führen kann.

(1) Forderung der Token-Inhaber

Für Bitcoin-Token wird das Bestehen einer Forderung gegenüber einem Emittenten nahezu einhellig verneint. Dies wird damit begründet, dass Bitcoin-Token ihren monetären Wert nicht aus einer schuldrechtlichen Forderung gegen einen Emittenten, sondern allein aus ihrer tatsächlichen Nutzung und Akzeptanz als Zahlungsmittel beziehen.¹⁸⁹ Neuere Stimmen halten diesbezüglich dagegen eine Neubewertung für möglich.¹⁹⁰ Sie argumentieren, dass die sogenannten Kernentwickler (*core developers*) eines Distributed-Ledger-Systems alle Merkmale eines Treuhänders erfüllen. Als Beispiel hierfür werden die Spezialkenntnisse und insbesondere die Kompetenzen der Kernentwickler aufgeführt, durch die sie auf die Rechtsstellung der Token-Inhaber innerhalb des Systems Einfluss nehmen können; dies habe sich in der Vergangenheit insbesondere im Rahmen von sogenannten *hard forks* gezeigt.¹⁹¹ Daraus wird gefolgert, dass zwischen den Token-Inhabern und den Kernentwicklern des Distributed-Ledger-Systems ein Treuhandverhältnis bestehen könnte, aus dem sich beispielsweise Ansprüche auf die Aufrechterhaltung und Weiterentwicklung des Systems ergeben können.¹⁹²

¹⁸⁷ *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 59; a. A. *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1a Rn. 224; *Keding* WM 2018, 64 (67); wohl auch *Beck* NJW 2015, 580 (582).

¹⁸⁸ *Keding* WM 2018, 64 (68).

¹⁸⁹ *Findeisen*, in: Ellenberger/Findeisen/Nobbe (Hrsg.), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 1a ZAG Rn. 59.

¹⁹⁰ *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (678f.).

¹⁹¹ *Hard Forks* ergeben sich, wenn innerhalb eines einheitlichen Systems gleichzeitig mindestens zwei nicht miteinander kompatible Software-Versionen zum Einsatz kommen und in der Folge voneinander abweichende Ledger erstellt werden. Im Bitcoin-System kam es im März 2013 zu einer solchen *Hard Fork*, die letztendlich dadurch aufgelöst wurde, dass die Kernentwickler die verbindliche Ledger-Version bestimmten. Dadurch kam es unter den Minern und Token-Inhabern zu finanziellen Verlusten beziehungsweise Gewinnen. Vgl. zu *Hard Forks* allgemein *Hakert/Kirschbaum* DStR 2018, 881 (881 f.). Vgl. zu den Kompetenzen der Kernentwickler bei *Hard Forks* *Walch*, in: Hacker/Lianos/Dimitropoulos/Eich (Hrsg.), *Regulating Blockchain*, 58 (62ff.).

¹⁹² *Walch*, in: Hacker/Lianos/Dimitropoulos/Eich (Hrsg.), *Regulating Blockchain*, 58;

Im deutschen Recht gilt derjenige als Treuhänder, der eine eigene Rechtsmacht am Treugut des Treugebers erhalten hat und diese im eigenen Namen, aber aufgrund der gemeinsamen Treuhandabrede nur im Interesse des Treugebers oder jedenfalls nicht ausschließlich im eigenen Interesse ausüben soll.¹⁹³ Obwohl die Kernentwickler nach der im Schrifttum geäußerten Ansicht die Merkmale eines Treuhänders erfüllen, bleibt anhand der genannten Definition zweifelhaft, ob eine erforderliche Treuhandabrede überhaupt zustande kommt. Das deutsche Recht kennt gesetzlich und rechtsgeschäftlich begründete Treuhandverhältnisse. Gesetzlich geregelte Treuhandverhältnisse sind soweit ersichtlich für Beziehung zwischen Kernentwicklern und Token-Inhaber nicht einschlägig, so dass sich die erforderliche Treuhandabrede allenfalls aus einem Rechtsgeschäft ergeben kann. Da die Kernentwickler jedenfalls keine Kompensation von den Token-Inhabern erhalten, wäre ein solches Rechtsgeschäft als unvollkommen zweiseitige Abrede vertragstypologisch als Auftrag im Sinne der §§ 662 ff. BGB einzuordnen.¹⁹⁴ Ein Auftrag erfordert einen Vertragsschluss, so dass es zwischen den Kernentwicklern und Token-Inhabern zu einem – möglicherweise konkludenten – Austausch entsprechender Willenserklärungen kommen müsste.¹⁹⁵ Den Kernentwicklern gegenüber jedem potentiellen Token-Inhaber einen entsprechenden Rechtsbindungswillen zu unterstellen, erscheint aber sehr weit hergeholt,¹⁹⁶ zumal Distributed-Ledger-Systeme typischerweise pseudonymisiert ausgestaltet sind und die Teilnehmer sich untereinander nicht kennen. Darüber hinaus fordert die Definition, dass Treuhänder eine eigene Rechtsmacht am Treugut des Treugebers erlangen. Hier ist allerdings nicht ersichtlich, dass die Kernentwickler in irgendeiner Weise Rechtsmacht an den *currency token* erlangen, die den Inhabern innerhalb des Distributed-Ledger-Systems zugeordnet sind: Es wird ihnen weder ein Vollrecht übertragen (Vollrechtstreuhand) noch werden sie zu einer Verfügung über das Treugut ermächtigt (Ermächtigungstreuhand) oder bevollmächtigt (Vollmachtstreuhand).¹⁹⁷ Sie entwickeln vielmehr losgelöst von den einzelnen Token das Distributed-

des., Call Blockchain Developers What They Are: Fiduciaries, American Banker, 10.8.2016, abrufbar unter: www.americanbanker.com/opinion/call-blockchain-developers-what-they-are-fiduciaries (letzter Abruf: 9.4.2021); Hacker, Corporate Governance for Complex Cryptocurrencies?, S. 27 ff.

¹⁹³ Schulte-Bunert, Das Vertragsstatut der Treuhand im internationalen Privatrecht, S. 22 m. w. N.

¹⁹⁴ Rolle, Treuhandverhältnisse und deren Behandlung in der Insolvenz, S. 29; vgl. auch Schulte-Bunert, Das Vertragsstatut der Treuhand im internationalen Privatrecht, S. 24 m. w. N.

¹⁹⁵ Vgl. Martinek/Omlor, in: Staudinger-BGB, § 662 Rn. 13; Schäfer, in: MüKoBGB, § 662 Rn. 39; vgl. speziell für Treuhandverträge Rolle, Treuhandverhältnisse und deren Behandlung in der Insolvenz, S. 32; Schulte-Bunert, Das Vertragsstatut der Treuhand im internationalen Privatrecht, S. 23.

¹⁹⁶ Dies erkennt auch Walch, in: Hacker/Lianos/Dimitropoulos/Eich (Hrsg.), Regulating Blockchain, 58 (74).

¹⁹⁷ Vgl. dazu Rolle, Treuhandverhältnisse und deren Behandlung in der Insolvenz, S. 18 ff.

Ledger-System weiter und werden damit sicherlich auch im Interesse der Token-Inhaber tätig. Ob dies ausreicht, um in der Aufrechterhaltung und Weiterentwicklung des Systems im rechtlichen Sinne eine Tätigkeit eines Treuhänders zu erkennen, bleibt zumindest zweifelhaft. Die Beantwortung dieser Fragen kann aber dahinstehen, wenn die aus einem solchen Treuhandverhältnis entstehenden Ansprüche der Token-Inhaber ohnehin nicht als Forderungen im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG in Betracht kämen.

(2) *Forderung im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG*

Will man eine Forderung des Token-Inhaber gegen die Kernentwickler des jeweiligen Distributed-Ledger-Systems auf dessen Aufrechterhaltung und Weiterentwicklung trotz der oben dargelegten Zweifel dennoch bejahen, führt ein solcher Anspruch nur dann zu einer Einordnung der Token als E-Geld, wenn er als Forderung gegen einen Emittenten im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG eingestuft werden kann. Dazu muss der monetäre Wert zunächst eine Forderung gerade gegen einen Emittenten verkörpern.¹⁹⁸ Während im Ripple-Netzwerk die Ripple Foundation als Emittent der XRP-Token angesehen werden kann,¹⁹⁹ ist als Kernentwickler dieses Systems die Gesellschaft Ripple Labs tätig. Der in § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG ausdrücklich als Anspruchsgegner genannte Emittent und hier als Anspruchsgegner aus einem Treuhandverhältnis in Betracht kommende Kernentwickler sind damit personenverschieden. Im dezentralisierten Bitcoin-System ist überhaupt keine Stelle ersichtlich, die als Emittent in Betracht kommt.

Unklar ist darüber hinaus, welchen Inhalt eine Forderung haben muss, um im Rahmen des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG Berücksichtigung zu finden. Dieser Bestandteil der E-Geld-Definition wurde durch den europäischen Gesetzgeber im Rahmen der Zweiten E-Geld-RL ohne weitere Begründung ergänzt.²⁰⁰ Auch der deutsche Gesetzgeber hat sich im Rahmen der Richtlinien-Umsetzung nicht näher zum notwendigen Inhalt einer Forderung im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG geäußert. Ein Blick ins ZAG zeigt immerhin, dass die Forderung jedenfalls nicht zwingend auf den Rücktausch des E-Gelds in gesetzliche Zahlungsmittel gerichtet sein muss, da eine solche Pflicht nach § 33 Abs. 1 S. 2 ZAG erst Folge der Einordnung als E-Geld ist; sie kann somit im Umkehrschluss keine wesensnotwendige Voraussetzung von E-Geld sein.²⁰¹ Die BaFin nennt einige Beispiele, bei denen sie in ihrer Verwaltungspraxis von einer Forderung gegenüber einem Emittenten ausgeht.²⁰² Danach beruht der Anspruch im Grundsatz auf einer Abrede zwischen dem Emittenten und dem Kunden, mit der die Forderung gegen den Emittenten begründet und darüber hinaus festgelegt wird,

¹⁹⁸ BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 4. a) aa).

¹⁹⁹ Vgl. dazu oben, § 5 B. II. 2. a) bb) (2) (a).

²⁰⁰ Hingst/Lösing, Zahlungsdienstaufsichtsrecht, § 7 Rn. 9.

²⁰¹ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 ZAG Rn. 121.

²⁰² BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 4. a) aa).

dass der Kunde die Forderung auf Dritte zur Durchführung von Zahlungsvorgängen übertragen kann. Es würde allerdings auch eine vertragliche Abrede ausreichen, in der sich der Emittent lediglich gegenüber den Dritten zur Leistung verpflichtet, an den die Kunden den monetären Wert zwecks Durchführung von Zahlungsvorgängen übertragen. Generell sei das Merkmal aber weit auszulegen, so dass auch andere rechtliche Konstruktionen in Betracht kommen. Viel klarer wird das Bild somit durch den BaFin-Leitfaden nicht. Nach dem Gesetzeswortlaut ist aber jedenfalls zu fordern, dass die Forderung einen monetären Wert verkörpern muss.

Angewendet auf die Forderung von Token-Inhabern gegen Kernentwickler spricht für eine solche Verkörperung des monetären Werts, dass *currency token* ohne die Aufrechterhaltung des Systems durch die Kernentwickler überhaupt keinen monetären Wert mehr verkörpern, da sie außerhalb des Distributed-Ledger-Systems schon gar nicht existieren. Dies zeigen die oben genannten Beispielfälle, in denen sich die Entscheidungen der Kernentwickler im Rahmen von *hard forks* für einige Miner und Token-Inhaber negativ auf deren Vermögen ausgewirkt haben. Andererseits entsteht ein solcher Anspruch bereits bei der bloßen Beteiligung an dem Distributed-Ledger-System und hängt gerade nicht davon ab, in welcher Höhe der Inhaber innerhalb des Netzwerks über monetäre Werte verfügt. So hätte beispielsweise der Inhaber eines Token den gleichen Anspruch auf Aufrechterhaltung und Weiterentwicklung wie der Inhaber von hundert Token. Insofern lässt sich argumentieren, dass in dem Anspruch auf Aufrechterhaltung des Distributed-Ledger-Systems der monetäre Wert gerade nicht verkörpert ist. Vielmehr erscheint es so, als wäre dieser Anspruch im Kontext des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG lediglich eine Art Nebenpflicht der Kernentwickler, während für eine Einordnung als E-Geld eine andere Forderung als „Hauptleistungspflicht“ bestehen muss, die tatsächlich den im System enthaltenen monetären Wert und insbesondere dessen Höhe verkörpern muss.²⁰³ Für eine solche Auslegung sprechen auch die von der BaFin genannten Beispiele für Forderungen im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG, da dort stets ein Bezug zu Zahlungsvorgängen besteht. Einen Anspruch auf die Ausführung solcher Zahlungsvorgänge hat ein Zahler nur bis zu dem Betrag, bis zu dem er über monetäre Werte innerhalb des Systems verfügt. In diesem Anspruch ist der monetäre Wert somit verkörpert. Ansprüche, die aus der bloßen Tatsache herrühren, dass der Zahler überhaupt über einen monetären Wert gleich welcher Höhe verfügt, sind dagegen für die Ausführung von Zahlungsvorgängen untauglich, da sich dadurch der maximal verfügbare Betrag nicht ermitteln lässt. Im Ergebnis sprechen daher mangels der Verknüpfung des Anspruchs mit der Höhe des verfügbaren

²⁰³ Für eine solche Forderung fehlt jedenfalls im dezentralisierten Bitcoin-Systemen – wie oben dargestellt – mangels Emittenten der Token jedoch schon der passende Anspruchsgegner.

monetären Werts die besseren Argumente gegen die Einordnung der möglicherweise aus einem Treuhandverhältnis herrührenden Ansprüche gegen die Kernentwickler als Forderung im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG.

(3) Zwischenergebnis

Im Ergebnis ist die Einordnung von *currency token* als E-Geld damit abzulehnen. Die Subsumtion unter § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG scheidet spätestens am Bestehen einer (tauglichen) Forderung gegen einen Emittenten, wobei gerade bei Bitcoin-Token schon die Ausgabe gegen Geld allenfalls unter künstlicher Argumentation bejaht werden kann.

cc) *Currency token* als Wertpapiere im Sinne der MiFID II

Statt einer Einordnung von *currency token* als Geld kommt eine solche als Wertpapier in Betracht. Damit einhergehen könnte die Anwendbarkeit wertpapier- und kapitalmarktrechtlicher Vorgaben. Dieses Rechtsgebiet ist maßgeblich durch europäische Rechtsetzung geprägt und wurde unlängst durch das Inkrafttreten der MiFID II grundlegend reformiert. Daneben prägen die MAR²⁰⁴ und die Prospekt-VO das europäische Wertpapierrecht, wobei diese Verordnungen stets auf den Wertpapierbegriff der MiFID II rekurren (Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR durch den Verweis auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II; Art. 2 lit. a) Prospekt-VO). Aus diesen Rechtsakten können sich einschneidende Rechtsfolgen ergeben, zum Beispiel die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts.

Die Einstufung von Token im Rahmen von Distributed-Ledger-Systemen als Wertpapier beschäftigt die Rechtswissenschaft insbesondere hinsichtlich der rechtlichen Behandlung sogenannter *initial coin offerings* (ICOs).²⁰⁵ Zahlreiche Aufsichtsbehörden – darunter die BaFin²⁰⁶ – halten eine Einstufung von Token als Wertpapier in diesem Kontext grundsätzlich für möglich, weisen je-

²⁰⁴ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

²⁰⁵ Bei ICOs handelt es sich um ein neues Phänomen, in dessen Rahmen Unternehmen durch die Ausgabe von Token Kapital einzuwerben beabsichtigen, vgl. zum Ablauf eines ICOs Borkert ITRB 2018, 39 (42f.); Zickgraf AG 2018, 293 (294); Klöhn/Parhofer/Resas ZBB 2018, 89 (91 ff.). Zur Frage der Einordnung als Wertpapier vgl. Zickgraf AG 2018, 293 (299 ff.); Klöhn/Parhofer/Resas ZBB 2018, 89 (100 ff.); Spindler, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 13 ff.; Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (659 ff.) und auch schon oben, § 1 B. I. 1. b). Zur Wertpapiereigenschaft speziell von Bitcoin-Token vgl. Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 64 f.

²⁰⁶ BaFin, Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, Punkt 1. a), abrufbar unter: www.bafn.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweis schreiben_einordnung_ICOs.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (letzter Abruf: 9.4.2021).

doch auf die Notwendigkeit einer Prüfung im Einzelfall hin.²⁰⁷ In der Rechtsprechung hat der EuGH auf europäischer Ebene die Einordnung von Bitcoin-Token als Wertpapier verneint.²⁰⁸ Der dieser Entscheidung zugrundeliegende Wertpapierbegriff unterscheidet sich aber von dem der genannten wertpapier- und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, da der EuGH über die mehrwertsteuerliche Behandlung von Bitcoin-Token nach der Mehrwertsteuer-Richtlinie²⁰⁹ zu entscheiden hatte.²¹⁰ Dem Urteil kann daher nicht mit Sicherheit eine Aussage dazu entnommen werden, ob *currency token* durch wertpapier- oder kapitalmarktrechtliche Vorschriften erfasst sind.

Currency token sind dann Gegenstand der wertpapier- und kapitalmarktrechtlichen Regulierung, wenn sie vom sachlichen und örtlichen Anwendungsbereich der entsprechenden Rechtsakte erfasst sind. Die Eröffnung des sachlichen Anwendungsbereichs hängt maßgeblich von der Frage ab, ob *currency token* Wertpapiere im Sinne der genannten Rechtsakte sind. Die MiFID II definiert „übertragbare Wertpapiere“ in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 als Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten.²¹¹ Die Prospekt-VO verweist weitestgehend auf diese Begriffsbestimmung der MiFID II, nimmt aber zusätzlich Geldmarktinstrumente²¹² aus dem Anwendungsbereich heraus (Art. 2 lit. a) Prospekt-VO). Auch das deutsche Wertpapierrecht kennt zumindest nach dem gesetzlichen Wortlaut mehrere Wertpapierbegriffe: In den Anwendungsbereich des WpHG fallen nach der Umsetzung der genannten MiFID II-Vorgaben gem. § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind. Dagegen definiert § 2 Nr. 1 WpPG Wertpapiere als übertragbare Wertpapiere, die an einem Markt gehandelt werden können mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten. Das WpPG bezieht sich in seinem § 2 Nr. 1 auf den Wertpapierbegriff der Prospekt-VO, die wiederum im Wesentlichen auf die MiFID II rekurriert. Damit ist für die Bestim-

²⁰⁷ Vgl. für eine Übersicht zur Positionierung verschiedener Aufsichtsbehörden zur rechtlichen Behandlung von ICOs *Zickgraf* AG 2018, 293 (297f.).

²⁰⁸ EuGH, Rs. C-264-14 (Hedqvist), ECLI:EU:C:2015:718, Rn. 55.

²⁰⁹ Richtlinie 2006/112/EG des Rates vom 28.11.2006 über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem (Mehrwertsteuer-Richtlinie).

²¹⁰ *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (676). Art. 135 Abs. 1 lit. f) Mehrwertsteuer-Richtlinie spricht von Aktien, Anteilen an Gesellschaften und Vereinigungen, Schuldverschreibungen und sonstigen Wertpapieren und legt damit im Vergleich zur MiFID II einen anderen Wertpapier-Begriff fest.

²¹¹ So auch schon Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID I.

²¹² Geldmarktinstrumente sind gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 MiFID II die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelten Gattungen von Instrumenten, wie Schatzanweisungen, Einlagezertifikate und Commercial Papers, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten.

mung des sachlichen Anwendungsbereichs deutscher Wertpapierregulierung im Ergebnis stets auf den Wertpapierbegriff der MiFID II zurückzugreifen.

Da die Eröffnung des sachlichen Anwendungsbereichs wertpapier- und kapitalmarktrechtlicher Vorschriften damit maßgeblich von der Definition der „übertragbaren Wertpapiere“ der MiFID II abhängt, werden sich die folgenden Ausführungen darauf konzentrieren. Aus der Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II lassen sich drei Merkmale entnehmen, die ein übertragbares Wertpapier charakterisieren: dessen Übertragbarkeit, darüber hinaus die Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt sowie ein gewisser Grad an Standardisierung. Weiterhin wird gefordert, dass das in Frage stehende Instrument mit den Instrumenten vergleichbar sein muss, die in der MiFID II selbst als Wertpapiere im Sinne der Definition aufgeführt werden.

(1) Übertragbarkeit

Das Merkmal der Übertragbarkeit beschreibt alleine die Möglichkeit, die Inhaberschaft an dem Instrument auf ein anderes Rechtssubjekt übertragen zu können, unabhängig von einer urkundlichen Verbriefung.²¹³ Keinen Einfluss hat insoweit, ob das Instrument durch eine Übereignung nach den §§ 929 ff. BGB oder durch eine Abtretung gem. §§ 398 ff. BGB übertragen werden kann. Inhaber von *currency token* wie Bitcoin oder XRP können die Inhaberschaft innerhalb von Distributed-Ledger-Systemen durch die Durchführung von Transaktionen auf andere Nutzer zu übertragen. Daneben werden Token auf Sekundärmärkten gehandelt.²¹⁴ Wie die Übertragung von *currency token* dinglich zu behandeln ist, ist umstritten; vertreten werden von einer analogen Anwendung der §§ 398 S. 1, 413 BGB über die entsprechende Anwendung der §§ 929 ff. BGB bis hin zur Annahme eines Realakts beziehungsweise eines rein tatsächlichen Akts zahlreiche Ansichten.²¹⁵ Im Grundsatz ist so aber jedenfalls von einer Übertragbarkeit auszugehen.²¹⁶ Eine Ausnahme von diesem Grundsatz kommt vor allem dann in Betracht, wenn Token technisch in ihrer Übertragbarkeit beschränkt sind, zum Beispiel durch die Bindung der mit dem Token verbundenen Rechte an eine öffentliche Adresse innerhalb eines Distributed-Ledger-Systems.²¹⁷ Bitcoin- und XRP-Token unterliegen derartigen technischen Beschrän-

²¹³ *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (664f.); *Assmann*, in: ders./Schneider (Hrsg.), WpHG, § 2 Rn. 11.

²¹⁴ Ein Überblick über diese auch Kryptobörsen genannten Sekundärmärkte findet sich unter www.kryptokenner.de/uebersicht-kryptoboersen/ (letzter Abruf: 10.4.2021).

²¹⁵ *Zickgraf* AG 2018, 293 (299). Sieht man in *currency token* – wie teilweise vertreten – Forderungen gegen die Kern-Entwickler (vgl. dazu oben, § 5 C. II. 1. a) bb) (1)), käme auch deren Abtretung nach § 398 BGB direkt in Betracht.

²¹⁶ Vgl. zum Meinungsspektrum *Omlor*, in: ders./Link (Hrsg.), Kryptowährungen und Token, Kap. 6 Rn. 71 ff.; *Maute*, in: Maume/Maute/Fromberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Kryptowerte, § 5 Rn. 2 ff.

²¹⁷ Vgl. *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (664f.); *Spindler*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.),

kungen jedoch nicht, so dass insofern im Ergebnis keine Ausnahme von der grundsätzlichen Übertragbarkeit vorliegt.

(2) Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt

Über das Erfordernis der Übertragbarkeit hinaus müssen Wertpapiere laut Definition auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können. Werden Instrumente auf einem geregelten Markt oder einem multilateralen Handelssystem im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 21, 22 MiFID II gehandelt, erkennt die Europäische Kommission darin ein Indiz für das Vorliegen einer solchen Handelbarkeit.²¹⁸ *Currency token* werden zwar auf Sekundärmärkten gehandelt, diese sind aber jedenfalls kein „geregelter Markt“ im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II.²¹⁹ Näherliegend ist zwar die Subsumtion von Krypto-Handelsplattformen unter den Begriff des „multilateralen Handelssystems“ gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II, insoweit herrscht allerdings trotz Tendenzen der BaFin zu einer entsprechenden Einordnung keine Rechtssicherheit.²²⁰ Auf eine genaue rechtliche Beurteilung der Kryptobörsen kommt es allerdings – zumindest für die Subsumtion der dort gehandelten Token unter den Wertpapierbegriff – nicht an, da die Definition der übertragbaren Wertpapiere nicht an Art. 4 Abs. 1 Nr. 22–24 MiFID II anknüpft. Stattdessen liegt dem Merkmal der „Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt“ ein weites Begriffsverständnis zugrunde, das alle Fälle erfassen soll, in denen Wertpapierangebot und -nachfrage zusammentreffen.²²¹ Auf Krypto-Handelsplattformen treffen Angebot und Nachfrage für verschiedenste Token zusammen, sodass deren Handel über diese Plattformen als Indiz für deren „Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt“ dient.²²²

Im Schrifttum wird jedoch teilweise vertreten, dass eine Übertragung zum Beispiel im Wege der Abtretung nach §§ 398 S. 1, 413 BGB für die Handelbarkeit

FinTech-Hdb., § 25 Rn. 15. Ein nur schuldrechtlich wirkendes rechtsgeschäftliches Verfügungsverbot hätte gem. § 137 S. 1 BGB keine Auswirkung auf die Übertragbarkeit der Token und könnte allenfalls zwischen den Parteien des Rechtsgeschäfts zu Ausgleichsansprüchen führen; die Wirksamkeit des Rechtsgeschäfts wird gem. § 137 S. 2 BGB nicht berührt. Entsprechend hindert eine nur schuldrechtlich wirkende Beschränkung die Übertragbarkeit nicht, *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (664f.); *Spindler*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 25 Rn. 15, dort Fn. 71 unter Hinweis auf Art. 7 Abs. 7 lit. a) (v) Prospekt-VO.

²¹⁸ Europäische Kommission, Your questions on MiFID (updated version 2008), Question N° 115, abrufbar unter: ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf (letzter Abruf: 26.6.2018).

²¹⁹ *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (665); *Zickgraf* AG 2018, 293 (301).

²²⁰ Vgl. *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (665) m. w. N.

²²¹ Vgl. Europäische Kommission, Your questions on MiFID (updated version 2008), Question N° 115, abrufbar unter: ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf (letzter Abruf: 26.6.2018).

²²² BaFin, Hinweisschreiben (WA) vom 20.2.2018, GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 2, abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.html (letzter Abruf: 10.4.2021); *Hacker/Thomale* ECFR 2018 (665); *Zickgraf* AG 2018, 293 (301).

nicht ausreiche; stattdessen müsse ein gutgläubiger Erwerb möglich sein.²²³ Token können mangels Sachqualität nach § 90 BGB jedoch nicht Gegenstand des gutgläubigen Erwerbs im Sinne der §§ 932 ff. BGB sein,²²⁴ demnach scheidet eine Handelbarkeit im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II aus. Über berechnete Zweifel an der Notwendigkeit des Erfordernisses eines gutgläubigen Erwerbs und an dessen Praktikabilität – schließlich würde sich der Wertpapierbegriff dieser Ansicht folgend an den nationalen Regelungen zum gutgläubigen Erwerb orientieren, was dem Ziel einer Rechtsvereinheitlichung evident zuwiderläuft – hinaus wird argumentiert, dass die Einbindung der Token in Distributed-Ledger-Systeme wie die Blockchain als zumindest weitgehendes Äquivalent zu einem gutgläubigen Erwerb anzusehen ist,²²⁵ da die Inhaber der jeweiligen Token innerhalb des Systems öffentlich einsehbar gespeichert werden; demzufolge ist die Gefahr einer Verfügung über ein Token durch einen Nichtberechtigten jedenfalls annähernd ausgeschlossen.²²⁶ Damit ist von einer Handelbarkeit der Token auf dem Kapitalmarkt unabhängig von der Frage, ob die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs vorliegen muss, auszugehen.²²⁷

(3) Standardisierung

Das Erfordernis einer Standardisierung ergibt sich aus dem Definitionsbestandteil „Kategorien von Wertpapieren“ und schließt aus, dass individuell verhandelte Instrumente als Wertpapiere eingestuft werden können.²²⁸ Umstritten ist mangels einer dahingehenden Aussage der MiFID II allerdings die Frage, in welchem Maße Instrumente standardisiert sein müssen, um dieses Merkmal zu erfüllen. Vertreten wird einerseits, dass eine Standardisierung auf Ebene des Emittenten ausreicht (sogenannte konkrete oder emittentenbezogene Bestim-

²²³ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz), BT-Drucks. 16/4028, S. 54; Ritz/Zeising, in: Just/Voß/Ritz/Zeising (Hrsg.), WpPG, § 2 Rn. 36; Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpHG Rn. 9; Roth, in: KK-WpHG, § 2 Rn. 34; Fuchs, WpHG, § 2 Rn. 18; Bialluch-von Allwörden RD 2021, 13 (19); dies./von Allwörden WM 2018, 2118 (2120).

²²⁴ Vgl. zur fehlenden Sachqualität von *currency token* Langenbacher AcP 218 (2018), 385 (405) m.w.N.; Shmatenko/Möllenkamp, MMR 2018, 495 (497).

²²⁵ Ein dem gutgläubigen Erwerb äquivalenter Schutz reicht ebenfalls aus, um das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu schützen, vgl. Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpHG Rn. 7. Zumindest für Kryptowertpapiere wird *de lege ferenda* die Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister gem. § 26 eWpG durch positiv-rechtliche Regelung hinreichender Rechtsscheinträger für einen gutgläubigen Erwerb sein.

²²⁶ Vgl. Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (666); Zickgraf AG 2018, 293 (301).

²²⁷ So im Ergebnis auch Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (666); Zickgraf AG 2018, 293 (302); Spindler, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 15.

²²⁸ Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (666) m.w.N.; Zickgraf AG 2018, 293 (299f.); Kumpan, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 2 WpHG Rn. 7. Vgl. dazu im Kontext der im Crowdfunding in Gestalt des Anleihenmodells ausgegebenen *borrower payment dependent notes* schon oben, § 4 C. III. 1. a) cc.

mung), während andere Stimmen die Einheitlichkeit der gesamten „Anlageklasse“ der Wertpapiere jenseits des einzelnen Emittenten verlangen (sogenannte abstrakte oder emittentenübergreifende Bestimmung).²²⁹ Für die hier behandelten *currency token* Bitcoin und XRP ist eine Entscheidung zwischen den Ansichten nicht notwendig: Die Token unterscheiden sich jenseits der Emittenten untereinander nicht hinsichtlich der damit verbundenen Rechte und Pflichten; insofern ist die gesamte „Anlageklasse“ einheitlich im Sinne einer abstrakten Bestimmung.

Die für die Einordnung als Wertpapier notwendige Standardisierung von Bitcoin-Token als Wertpapier wird dennoch vereinzelt unter Hinweis darauf abgelehnt, dass die Token mit einem individuellen privaten Schlüssel innerhalb der Blockchain verbunden sind.²³⁰ Auch XRP-Token nutzen das Verfahren der asymmetrischen Verschlüsselung, so dass dieses Ergebnis für diese entsprechend gelten würde. Diese Ansicht kann vor dem Hintergrund des mit dem Merkmal der Standardisierung verfolgten Zwecks jedoch nicht überzeugen: Es reicht aus, wenn die Wertpapiere untereinander austauschbar sein, das heißt im Rechtsverkehr allein nach Art und Zahl der Stücke bestimmbar sein.²³¹ Für die Inhaber von Bitcoin- und XRP-Token macht es keinen Unterschied, mit welchem privaten Schlüssel der Token verbunden ist, solange sie in der Blockchain als Inhaber des Tokens geführt werden. Die Token sind insofern untereinander problemlos austauschbar, so dass im Ergebnis von einer ausreichenden Standardisierung ausgegangen werden kann.²³² Dies wird letztlich durch die rechtstatastächliche Beobachtung belegt, dass im Unterschied zu *currency token* wie Bitcoin inzwischen sogenannte *non-fungible token* (NFT) existieren, die gerade nicht untereinander austauschbar sind,²³³ während Bitcoin- und andere *currency token* eine solche Austauschbarkeit gerade aufweisen.

(4) Funktionale Vergleichbarkeit mit idealtypischen MiFID II-Wertpapieren

Der europäische Gesetzgeber benennt in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II in einer nicht abschließenden Aufzählung idealtypische Wertpapiere im Sinne der Definition. Namentlich sind dies Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate; Schuldverschreibungen oder andere verbrieftete Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten (Hinterlegungsscheine) für solche Wertpapiere und alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf

²²⁹ Zickgraf AG 2018, 293 (300) m. w. N.; vgl. zur Frage, in welchem Maße eine Standardisierung vorliegen muss auch Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (667f.).

²³⁰ Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 64 f.

²³¹ Zickgraf AG 2018, 293 (299) m. w. N.

²³² So im Ergebnis auch Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (669); Zickgraf AG 2018, 293 (300); Klöhn/Parhofer/Resas ZBB 2018, 89 (100f.).

²³³ Vgl. dazu Siadat RdF 2021, 12 (16).

oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird. Über den gesetzlichen Wortlaut hinaus müssen Instrumente, die die geschriebenen Merkmale der Definition erfüllen, mit diesen idealtypischen Wertpapieren funktional vergleichbar sein. Dies ist notwendig, um eine über den Sinn und Zweck der Vorschrift hinausgehende Ausweitung der Vorschrift zu vermeiden.

Bei der Prüfung einer solchen funktionalen Vergleichbarkeit zwischen Token und den idealtypischen Token wird zwischen den unterschiedlichen Gestaltungsmöglichkeiten von Token unterschieden: Während *security token* inzwischen mehrheitlich und *utility token* im Einzelfall aufgrund der mit ihnen verbundenen investorenähnlichen Erwartungshaltung als Wertpapiere eingeordnet werden,²³⁴ wird für reine *currency token* eine funktionale Vergleichbarkeit mit den idealtypischen Wertpapieren der MiFID II einhellig abgelehnt.²³⁵ Begründet wird dies einerseits damit, dass *currency token* zur Bezahlung von Gütern und Dienstleistungen genutzt werden sollen und damit ihrem Zweck nach den von Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II aus dem Anwendungsbereich ausgenommenen Zahlungsinstrumente nahestehen.²³⁶ Zahlungsinstrumente sind Bargeld, Schecks oder andere liquide Mittel, die üblicherweise als Zahlungsinstrumente verwendet werden.²³⁷ Obwohl sich *currency token* wie oben dargestellt in Einzelheiten von gewöhnlichen Zahlungsinstrumenten wie Bar-, Buch- oder E-Geld unterscheiden, weisen sie durch die Erfüllung der ökonomischen Geldfunktionen doch erhebliche Ähnlichkeiten mit diesen auf.²³⁸ Daneben wird argumentiert, dass Sinn und Zweck der kapitalmarktrechtlichen Regeln, insbesondere der Prospektpflicht, mangels Ansprüchen gegen einen Emittenten leer liefen.²³⁹ Mit *cur-*

²³⁴ Vgl. für *security token* Klöhn/Parhofer/Resas ZBB 2018, 89 (102); Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (671 ff.); Zickgraf AG 2018, 293 (302 f.); Spindler, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 17. Vgl. für *utility token* Klöhn/Parhofer/Resas ZBB 2018, 89 (102 f.); Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (673 ff.); Zickgraf AG 2018, 293 (303 ff.); Spindler, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 18 ff. A. A. aufgrund der fehlenden Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs nach den §§ 932 ff. BGB Bialluch-von Allwörden RDi 2021, 13 (19); dies./von Allwörden WM 2018, 2118.

²³⁵ Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (676 ff.); Zickgraf AG 2018, 293 (306 f.); Spindler, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 21.

²³⁶ Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (676); Zickgraf AG 2018, 293 (306 f.); in diese Richtung auch Spindler, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 21.

²³⁷ Regierungsentwurf zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz), BT-Drucks. 16/4028, S. 54; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, § 2 WpHG Rn. 16.

²³⁸ In diese Richtung auch der EuGH, der Bitcoin als „vertragliches und unmittelbares Zahlungsmittel zwischen den sie akzeptierenden Wirtschaftsteilnehmern“ qualifiziert hat, vgl. EuGH, Rs. C-264-14 (Hedqvist), ECLI:EU:C:2015:718, Rn. 42, 55.

²³⁹ Zickgraf AG 2018, 293 (307); Spindler, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 21; vgl. auch speziell zur Prospektpflicht Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (680).

currency token sind stattdessen typische Währungsrisiken wie Wertschwankungen verbunden, die teleologisch eher dem Banken- und Zahlungsdiensteaufsichtsrecht zuzuordnen sind.²⁴⁰ Daher wird eine Vergleichbarkeit reiner *currency token* mit den idealtypischen Wertpapieren der MiFID II richtigerweise verneint.

An diesem Ergebnis ändert sich auch dann grundsätzlich nichts, wenn die Token neben der *currency*-Komponente noch eine Investment-Komponente aufweisen (sogenannte Hybrid-Tokens²⁴¹). Gerade die gewaltigen Kursschwankungen von Bitcoin-Token zeigen deutlich, dass diese (mindestens) gleichermaßen Gegenstand von Spekulationen am Kapitalmarkt sind und damit eine solche Investment-Komponente aufweisen.²⁴² Bei den XRP-Token zeigt sich dies deutlich daran, dass ein Fünftel der 100 Milliarden geschaffenen Einheiten an Gründer, Entwickler und Investoren ausgegeben wurden, wodurch diese an Wertsteigerungen der Komplementärwährung partizipieren sollen.²⁴³ Eine funktionale Vergleichbarkeit dieser Hybrid-Token mit den idealtypischen MiFID II-Wertpapieren liegt allerdings nur dann vor, wenn die Token selbst eine Beteiligung an einem zukünftigen Zahlungsfluss gewähren; kann eine Investmentrendite ausschließlich durch eine Wertsteigerung der Token erreicht werden, soll eine Einordnung als Wertpapier dagegen ausscheiden.²⁴⁴ Weder Bitcoin- noch XRP-Token gewähren eine Beteiligung an einem zukünftigen Zahlungsfluss; Investoren müssen stattdessen auf positive Kursentwicklungen hoffen. Sie sind damit mit den idealtypischen Wertpapieren des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II funktional nicht vergleichbar.

(5) Zwischenergebnis

Obwohl Bitcoin- und XRP-Token die geschriebenen Merkmale der Definition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II erfüllen, sind sie mangels einer funktionalen Vergleichbarkeit mit den dort aufgeführten idealtypischen Wertpapieren keine „übertragbaren Wertpapiere“. Die oben genannten wertpapier- und kapitalmarktrechtlichen Regelungen finden damit auf sie keine Anwendung.

dd) *Currency token* als sonstige Finanzinstrumente im Sinne des WpHG, KAGB oder VermAnlG

Currency token könnten jedoch auf andere Weise in den Anwendungsbereich wertpapier- und kapitalmarktrechtlicher Regulierung fallen. In Betracht kommt eine Einordnung der Token als Geldmarktinstrument im Sinne des § 2 Abs. 1a WpHG, als Derivat im Sinne des § 2 Abs. 2 WpHG, eine Subsumtion

²⁴⁰ Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (680); Zickgraf AG 2018, 293 (307); vgl. auch Spindler, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 21.

²⁴¹ Vgl. Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (685 f.).

²⁴² Daher wird teilweise sogar argumentiert, dass bei Bitcoin-Token die Investment-Komponente überwiegt, vgl. Hacker/Thomale ECFR 2019, 645 (685) m. w. N.

²⁴³ Vgl. dazu Armknecht et al., Ripple, Nr. 1 und oben, § 5 B. II. 2. a) bb) (2) (a).

²⁴⁴ Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (686).

unter das VermAnlG beziehungsweise die Qualifikation als Investmentvermögensanteil im Sinne des KAGB.

Geldmarktinstrumente im Sinne des § 2 Abs. 2 WpHG sind Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, insbesondere Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate, Commercial Papers und sonstige vergleichbare Instrumente, sofern im Einklang mit Art. 11 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 ihr Wert jederzeit bestimmt werden kann, es sich nicht um Derivate handelt und ihre Fälligkeit bei Emission höchstens 397 Tage beträgt, es sei denn, es handelt sich um Zahlungsinstrumente. Eine Subsumtion von Bitcoin-Token wird mit der Begründung abgelehnt, dass diese keine Forderung verkörpern.²⁴⁵ Es steht jedoch zumindest in der Diskussion, dass aus der Inhaberschaft der Token wie oben dargestellt möglicherweise Ansprüche aus einem Treuhandverhältnis gegen die Kernentwickler des jeweiligen Distributed-Ledger-Netzwerks erwachsen.²⁴⁶ Richtigerweise wird man jedoch argumentieren können, dass diese Forderungen nicht üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden.²⁴⁷ Entscheidendes Argument gegen die Einordnung als Geldmarktinstrument im Sinne des WpHG ist allerdings wiederum, dass *currency token* den von kapitalmarktrechtlichen Regulierung ausgenommenen Zahlungsinstrumenten so nahestehen, dass die Anwendung des WpHG insofern aus teleologischen Gründen abzulehnen ist.²⁴⁸ Dies gilt mit gleicher Begründung für XRP-Token. Diese Erwägungen gelten auch im Hinblick auf eine mögliche Anwendung des VermAnlG, welches in § 6 VermAnlG eine Prospektspflicht vorsieht und damit für die Regulierung der den *currency token* zugrundeliegenden Währungsrisiken als nicht geeignet erscheint.²⁴⁹

Eine Einstufung als Derivat im Sinne des § 2 Abs. 3 WpHG kommt schon nach dem Gesetzeswortlaut nicht in Betracht. Gemeinsames Merkmal der in § 2 Abs. 3 WpHG aufgezählten Derivate (Termingeschäfte, Differenzgeschäfte und Kreditderivate) ist die Abhängigkeit der Bewertung von einem zugrundeliegenden Basiswert, der seinerseits Preis- und Bewertungsschwankungen unterliegt. Der Wert von Bitcoin oder XRP-Token hängt aber nicht von einem solchen Basiswert ab, sondern wird durch Angebot und Nachfrage bestimmt.²⁵⁰

²⁴⁵ *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 66.

²⁴⁶ Vgl. dazu oben, § 5 C. II. 1. a) bb) (1).

²⁴⁷ *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 66.

²⁴⁸ Vgl. die Ausführungen zur funktionalen Vergleichbarkeit von *currency token* mit den idealtypischen MiFID II-Wertpapieren, § 5 C. II. 1. a) cc) (4).

²⁴⁹ Gegen die Anwendbarkeit des VermAnlG auf Bitcoin-Token im Ergebnis auch *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 66f. Vgl. zur Nichtanwendbarkeit des VermAnlG auf Token, die allein aufgrund der fehlenden funktionalen Vergleichbarkeit zu den idealtypischen MiFiD II-Wertpapieren nicht als „übertragbares Wertpapier“ im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFiD II eingeordnet werden können *Klöhn/Parhofer/Resas* ZBB 2018, 89 (103); *Spindler*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 25 Rn. 22f. Vgl. daneben auch *Hacker/Thomale* ECFR 2018, 645 (688f.).

²⁵⁰ So auch *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 66.

Für eine Qualifikation von *currency token* als Investmentvermögensanteil müsste es sich bei der Gesamtheit der Token um ein Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 KAGB handeln. Ein solches Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Für Bitcoin-Token wurde eine solche Einordnung richtigerweise unter Hinweis auf das Fehlen einer Organisationsform zur Kapitalsammlung von Anlegern mit zugrundeliegender Anlagestrategie verneint.²⁵¹ Auch bei XRP-Token lässt sich nicht erkennen, dass durch die Ausgabe der Werteinheiten durch die Ripple Foundation generiertes Kapital gemäß einer festgelegten Anlagestrategie investiert wird, so dass auch hier die Qualifikation als Investmentvermögensanteil im Sinne des KAGB ausscheidet.

ee) Rechnungseinheiten im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 KWG

Zu denken ist schließlich an die Einstufung von *currency token* als Rechnungseinheiten im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 Var. 2 KWG. Dadurch wären sie als Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG vom Anwendungsbereich des KWG umfasst. Dies war speziell für Bitcoin-Token bereits Gegenstand ausführlicher Diskussionen; ein Konsens zeichnet sich dort allerdings bisher nicht ab. Der Diskussionsstand soll daher zunächst dargestellt werden, um daraus schließlich Rückschlüsse auf andere Erscheinungsformen von *currency token*, insbesondere XRP-Token, zu ziehen.

(1) Bitcoin-Token

Die BaFin hat Bitcoin-Token in der Vergangenheit nach gefestigter Verwaltungspraxis unter den Begriff der Rechnungseinheit subsumiert und dementsprechend als Finanzinstrument im Sinne des KWG eingeordnet.²⁵² Diesem Ergebnis hat sich zunächst der große Teil der Literatur angeschlossen;²⁵³ nur vereinzelt wurde dies abgelehnt.²⁵⁴ Seitdem das KG Berlin die Subsumtion von Bitcoin-Token als Rechnungseinheiten jedoch in einem Urteil vom 25.9.2018 ablehnte,²⁵⁵ mehren sich in der Literatur in Reaktion auf dieses Urteil die Stim-

²⁵¹ *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 65.

²⁵² BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Anfragen an die BaFin“; *Münzer* BaFin Journal 1/2014, 26 (27). *Currency token* sind auch keine Devisen nach § 1 Abs. 11 Nr. 7 Var. 1 KWG, da damit gesetzliche Zahlungsmittel eines nicht-deutschen Staates gemeint sind. Bitcoins sind aber kein gesetzliches Zahlungsmittel irgendeines Staates, vgl. *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 68.

²⁵³ *Münzer* BaFin Journal 1/2014, 26 (27); *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 71; *Keding* WM 2018, 64 (67); *Schlund/Pongratz* DStR 2018, 598 (600); *Hildner* BKR 2016, 485 (489); *Spindler/Bille* WM 2014, 1357 (1361 f.).

²⁵⁴ *Auffenberg* NVwZ 2015, 1184 (1187).

²⁵⁵ KG Berlin, Urteil v. 25.9.2018 – (4) 161 Ss 28/18 (35/18), ZIP 2018, 2015 = NJW 2018, 3734 = BKR 2018, 473.

men, die dies ebenfalls ablehnen.²⁵⁶ Das Bundesministerium der Finanzen hat allerdings unlängst klargestellt, dass sich die Verwaltungspraxis der BaFin diesbezüglich nicht ändern wird.²⁵⁷

Zur Begründung des Ergebnisses weist das Gericht in seinem Urteil zunächst auf das in Art. 103 Abs. 2 GG enthaltene Bestimmtheitsgebot hin. Dieses

„enthält die Verpflichtung, wesentliche Fragen der Strafwürdigkeit oder Straffreiheit im demokratisch-parlamentarischen Willensbildungsprozess zu klären und die Voraussetzungen der Strafbarkeit so konkret zu umschreiben, dass Tragweite und Anwendungsbereich der Straftatbestände zu erkennen sind und sich durch Auslegung ermitteln lassen.“²⁵⁸

An einem solchen demokratischen Willensbildungsprozess fehlt es gerade dann, wenn die BaFin den Anwendungsbereich von Strafnormen als Bestandteil der Exekutive erweitert. Entsprechend überdehne die BaFin ihre Aufgaben und Befugnisse, wenn sie rechtsgestaltend (insbesondere) in Strafgesetze eingreife.²⁵⁹ Einen solchen Eingriff erkennt das Gericht in der Subsumtion von Bitcoin-Token unter § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 Var. 2 KWG durch die BaFin, da dies unter anderem Implikationen für die Anwendung der Strafnormen des KWG hat. Diese Anmerkung ist in der Sache zwar richtig, für den zugrundeliegenden Sachverhalt jedoch verfehlt: Das Gericht verkennt, dass die BaFin in ihren Verlautbarungen lediglich ihre – im Zweifelsfall gerichtlich überprüfbare – Rechtsauffassung hinsichtlich der Einordnung von Bitcoin unter geltendes Recht darlegt, an dem sie ihre Verwaltungspraxis ausrichtet. Die über die gesetzlichen Vorgaben hinausgehende Erweiterung des gesetzlichen Aufsichtsmaßstabs oder gar strafrechtlicher Tatbestände ist damit jedoch nicht intendiert. Davon abgesehen kann die BaFin den Aufsichtsmaßstab ohnehin nur eigenständig modifizieren, wenn sie dazu ausdrücklich gesetzlich ermächtigt ist;²⁶⁰ eine solche Ermächtigung läge vorliegend – insoweit ist dem KG Berlin zuzustimmen – allerdings nicht vor. Schließlich übersieht das KG Berlin bei der Entscheidung, dass eine zwischen Aufsichts- und Strafrecht gespaltene Auslegung der aufsichtsrechtlichen Normen verfassungsrechtlich und methodisch durchaus zulässig ist.²⁶¹

Von entscheidender Bedeutung ist damit einzig und allein, ob Bitcoin-Token unter Geltung des Aufsichtsmaßstabs *de lege lata* schon unter den Tatbestand der Rechnungseinheiten subsumiert werden können. Entscheidend ist hier, wel-

²⁵⁶ *Klöhn/Parhofer* ZIP 2018, 2093 (2096 ff.); *Froitzheim* BKR 2018, 475 (477).

²⁵⁷ Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Christian Dürr, Dr. Florian Toncar, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP (BT-Drucks. 19/5689), BT-Drucks. 19/6034, S. 1 f.; vgl. auch *Poelzig* ZBB 2019, 1 (3).

²⁵⁸ KG Berlin, ZIP 2018, 2015 (2017).

²⁵⁹ KG Berlin, ZIP 2018, 2015 (2017).

²⁶⁰ Vgl. dazu schon oben, § 2 C. II. 1.

²⁶¹ So ausführlicher *Poelzig* ZBB 2019, 1 (5 ff.).

che Bedeutung dem Begriff der Rechnungseinheit überhaupt zukommt. Schwierig gestaltet sich eine Begriffsbestimmung bereits aufgrund des Fehlens einer gesetzlichen Definition. Der Gesetzgeber hat sich im Zuge der Aufnahme von Rechnungseinheiten in das KWG abgesehen von einer Vergleichbarkeit zu Devisen ebenfalls nicht näher zu deren genaueren Merkmalen geäußert, sie aber zur Anpassung an internationale Standards in den Katalog der Finanzinstrumente aufgenommen.²⁶² Dass digitale Komplementärwährungen wie Bitcoin im Gesetzesentwurf von 1997 nicht als Rechnungseinheiten aufgeführt wurden, erschließt sich schon daraus, dass das Bitcoin-Whitepaper als absoluter Vorreiter dieses Phänomens erst im Jahr 2008 veröffentlicht wurde.²⁶³

Nach Ansicht des Gerichts lässt die vom Gesetzgeber ausdrücklich geforderte Vergleichbarkeit von Rechnungseinheiten mit Devisen allerdings nur den Schluss zu, dass Rechnungseinheiten die Vergleichbarkeit von Waren und Dienstleistungen innerhalb unterschiedlicher Länder durch Verwendung einer allgemeingültigen und verständlichen Einheit ermöglichen sollen.²⁶⁴ Als relevantestes Beispiel für eine Rechnungseinheit wird daher oft das Sonderziehungsrecht des Internationalen Währungsfonds (IWF) genannt, eine Währungskorbeneinheit, die unter Berücksichtigung der vier international wichtigsten Währungen anhand einer festen Gewichtung täglich durch den IWF errechnet wird und so dem internationalen Wirtschaftsverkehr einen wertbeständigen gemeinsamen Nenner zur Wertdarstellung an die Hand gibt.²⁶⁵ Es wird daher argumentiert, dass die Vergleichbarkeit mit Devisen erfordert, dass sich der Gegenwert von Rechnungseinheiten tagesaktuell und belastbar in Euro umrechnen lässt.²⁶⁶ Der Preis von Bitcoin-Werteinheiten im dezentralen Bitcoin-System werde aber im Rahmen jeder Verhandlung individuell ausgehandelt, eine Umrechenbarkeit sei daher mangels zentraler Stelle nicht gegeben.²⁶⁷ Dabei wird jedoch übersehen, dass für Bitcoin-Werteinheiten ebenfalls tages-

²⁶² Der deutsche Gesetzgeber hat Rechnungseinheiten im Rahmen der Umsetzung der RL 93/22/EWG in das KWG aufgenommen, ohne dass die Richtlinie selbst dies vorgegeben hätte. Damit ist der deutsche Gesetzgeber im Wege einer „überschießenden Umsetzung“ freiwillig über die Anforderungen der Richtlinie hinausgegangen. Auch in den darauffolgenden Richtlinien 2004/39/EG und 2011/61/EU werden Rechnungseinheiten nicht als Finanzinstrumente benannt, so dass für die Bestimmung des Begriffsinhalts nicht auf europäische Gesetzgebungsmaterialien zurückgegriffen werden kann. Vgl. zum Aufnahme der „Rechnungseinheiten“ in den Katalog der Finanzinstrumente auch KG Berlin, ZIP 2018, 2015 (2016); *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 71 f.; *Auffenberg NVwZ* 2015, 1184 (1185).

²⁶³ Dies erkennt schließlich auch das KG Berlin, ZIP 2018, 2015 (2016). *Klöhn/Parhofer* ZIP 2018, 2091 (2097) weisen allerdings darauf hin, dass Lokalwährungen beziehungsweise Komplementärwährungen zum Zeitpunkt der Gesetzgebung bereits bekannt waren.

²⁶⁴ KG Berlin, ZIP 2018, 2015 (2016); vgl. auch *Auffenberg NVwZ*, 2015, 1184 (1186); vgl. auch *Klöhn/Parhofer* ZIP 2018, 2093 (2095); *Spindler/Bille WM* 2014, 1357 (1361).

²⁶⁵ KG Berlin, ZIP 2018, 2015 (2016); *Auffenberg NVwZ* 2015, 1184 (1185).

²⁶⁶ *Auffenberg NVwZ* 2015, 1184 (1186f.).

²⁶⁷ *Auffenberg NVwZ* 2015, 1184 (1187).

aktuelle Wechselkurse zu staatlichen Währungen existieren, die zwar durch Angebot und Nachfrage zustande kommen, an denen sich die Parteien eines Umtauschgeschäfts in der Regel aber wenigstens orientieren werden. Eine Wertbestimmung im Vergleich zu staatlichen Währungen ist so relativ zuverlässig möglich.²⁶⁸ Es wird allerdings überzeugend darauf hingewiesen, dass zwischen Devisen und Komplementärwährungen hinsichtlich ihrer Umtauschbarkeit erhebliche Unterschiede bestehen: Während Devisen zwingend Buchgeld oder verbriefte Rechte sind, die einen auf Bargeld bezogenen Anspruch auf Auszahlung gegen einen Dritten darstellen, muss sich für die Umwandlung von Bitcoin-Token in Bar- oder Buchgeld erst ein Erwerber finden.²⁶⁹

Die BaFin legt den unbestimmten Begriff der Rechnungseinheit ungleich weiter aus und fasst darunter unter anderem alle Arten von Komplementärwährungen, seien es Regionalwährungen oder digitale Erscheinungsformen.²⁷⁰ Für eine derart weite Auslegung spricht der Zweck des KWG beziehungsweise der Finanzaufsicht im Allgemeinen: Sobald Einheiten geschaffen werden, die Geldfunktionen erfüllen, sind mit dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die Funktionsfähigkeit der Finanzwirtschaft sowie dem Anlegerschutz Schutzzwecke der Finanzaufsicht tangiert, die eine Regulierung erfordern.²⁷¹ Da Bitcoin-Token weder als Bar-, Buch- oder E-Geld noch als Wertpapier eingestuft werden können, war die Einordnung als Rechnungseinheit vor Ergänzung des Katalogs der Finanzinstrumente um die Kryptowerte (dazu sogleich) insoweit eine Art *last chance of regulating*. § 11 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 Var. 2 KWG fungiert insoweit gewissermaßen als Auffangtatbestand, um im Zusammenhang mit digitalen Komplementärwährungen stehende Tätigkeiten einer schutzzweckorientierten Regulierung zuzuführen. Höchst zweifelhaft ist allerdings, ob eine derartige, vom Ergebnis her gedachte Auslegung Bestand haben kann, zumal der Gesetzgeber den Charakter der Rechnungseinheiten als Auffangbecken für ansonsten nicht durch den Aufsichtsmaßstab erfasste Instrumente an keiner Stelle erkennen lässt. Im Ergebnis lassen sich daher erhebliche Zweifel an der durch die BaFin vorgenommenen Einordnung der Bitcoin-Token als Rechnungseinheiten im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 Var. 2 KWG und damit als Finanzinstrumente im Sinne des KWG nicht von der Hand weisen. Gleichzeitig finden sich allerdings keine durchschlagenden Argumente, die entscheidend gegen eine solche Einordnung sprechen. Wünschenswert wäre insofern eine Klarstellung seitens des Gesetzgebers, zumal die BaFin auch nach Ergänzung des

²⁶⁸ Vgl. auch *Froizheim* BKR 2018, 475 (476), der darauf hinweist, dass der Gesetzgeber gerade keine Vergleichbarkeit mit „wertstabilen“ oder „häufig und gern verwendeten“ Devisen voraussetzt.

²⁶⁹ *Froizheim* BKR 2018, 475 (476f.).

²⁷⁰ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten, Punkt 2. b) gg).

²⁷¹ *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 70; *Spindler/Bille* WM 2014, 1357 (1362); vgl. auch *Klöhn/Parhofer* ZIP 2018, 2093 (2096).

Katalogs der Finanzinstrumente um Kryptowerte weiterhin an ihrer ursprünglichen Rechtsauffassung festhält.²⁷²

(2) XRP-Token

Die BaFin geht darüber hinaus ohne weitere Begründung davon aus, dass die Einordnung als Rechnungseinheiten unabhängig von der zugrundeliegenden Software oder Verschlüsselungstechnik grundsätzlich für alle digitalen Komplementärwährungen gilt.²⁷³ Aus dieser für sämtliche Erscheinungsformen pauschal geltenden Aussage ist jedoch nicht ersichtlich, ob sie lediglich dezentral geschaffene Formen wie Bitcoin erfasst oder ebenso für zentral emittierte Komplementärwährungen wie Ripple gelten soll. Das Urteil des KG Berlin bezog sich ausdrücklich nur auf Bitcoin-Token, so dass ihm mangels darüber hinausgehendem *orbiter dictum* keine für andere Komplementärwährungen allgemeingültigen Aussagen entnommen werden können. Für XRP-Token gelten die dort dargestellten Bedenken allerdings trotz der Ausgabe durch einen zentralen Emittenten gleichermaßen. Es besteht mangels Forderung gegen den zentralen Emittenten insbesondere keine Vergleichbarkeit zu Devisen im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 Var. 1 KWG.

Fraglich ist jedoch, ob die Unterschiede bei der Emission der Token möglicherweise dazu führen, dass vorrangig andere Finanzinstrumente in Betracht kommen. Dies ist im Ergebnis jedoch zu verneinen: Der Einordnung als Wertpapier oder als sonstiges Finanzinstrument im Sinne des WpHG oder VermAnlG stehen wiederum teleologische Aspekte entgegen, da die von XRP-Token ausgehenden Risiken ebenfalls eher dem Banken- und Zahlungsdiensteaufsichtsrecht zuzuordnen sind. Für eine Einordnung als Investmentvermögensanteil im Sinne des § 1 Abs. 1 KAGB fehlt es jedenfalls an einer festgelegten Anlagestrategie. Somit bestehen auch hier erhebliche Bedenken hinsichtlich der Ansicht der BaFin, sämtliche *currency token* wie XRP-Token als Rechnungseinheiten und damit als Finanzinstrumente einzustufen. Dieses Ergebnis dürfte darüber hinaus für sämtliche dezentrale Komplementärwährungen gelten.

(3) Zwischenergebnis

Somit sprechen – bei aller Rechtssicherheit der Beteiligten vor Einführung der Kryptowerte im KWG – vor allem begriffliche Unsicherheiten sowie die am Ergebnis orientierte Auslegung der BaFin dagegen, digitale Komplementär-

²⁷² Dies ergibt aus dem durch die BaFin zu Virtual Currencies veröffentlichten Informationsblatt, vgl. BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Anfragen an die BaFin“. Die Abgrenzungsfrage ist durch die genannte Ergänzung des Katalogs der Finanzinstrumente nunmehr aber vordergründig dogmatischer Natur, da die Rechnungseinheiten nun nicht mehr die *last chance of regulating* darstellen. Kritisch Rennig BKR 2020, 23 (26).

²⁷³ BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Anfragen an die BaFin“; BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten, Nr. 2. b) hh).

währungen als Rechnungseinheiten einzuordnen. Da die BaFin an das Urteil des Kammergerichts jedoch nicht gebunden ist, wurde bis zu einer bundesgerichtlichen Entscheidung keine Änderung der Verwaltungspraxis erwartet.²⁷⁴ Dem ist der Gesetzgeber durch die Einführung der Kryptowerte jedoch zuvor gekommen und hat dadurch für Klarheit hinsichtlich der aufsichtsrechtlichen Einordnung von Bitcoin-Token und anderen *currency token* gesorgt (dazu sogleich).²⁷⁵ Dadurch ist das befürchtete Auseinanderfallen von Aufsichts- und Strafrecht²⁷⁶ zumindest für die Zukunft (für Sachverhalte vor dem 1.1.2020 gilt der strafrechtliche Grundsatz *nulla poena sine lege*, sodass es für diese entscheidend auf die soeben behandelte Frage ankommt) abgewendet worden.

ff) Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG

Etwaigen Rechtsunsicherheiten in dieser Hinsicht ist der deutsche Gesetzgeber nun wie dargestellt jedenfalls durch die Ergänzung des Katalogs der Finanzinstrumente um Kryptowerte in § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG zum 1.1.2020 entgegengetreten. Die Einführung der Kryptowerte in das KWG beruht hierbei auf der Richtlinie zur Änderung der Vierten Geldwäsche-Richtlinie²⁷⁷ und stellt insofern einen Fall der überschießenden Richtlinienumsetzung dar, da die Aufnahme der Kryptowerte in den Katalog der Finanzinstrumente nicht alternativlos erforderlich gewesen wäre, um bestimmte Kryptosachverhalte der gewünschten geldwäscherechtlichen Regulierung zuzuführen.²⁷⁸

Gem. § 1 Abs. 11 S. 4 KWG sind Kryptowerte 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. Keine Kryptowerte sind dagegen gem. § 1 Abs. 11 S. 5 KWG E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG sowie ein monetärer Wert, die die Anforderungen des § 2 Abs. 1 Nr. 10 ZAG erfüllt oder nur für Zahlungsvorgänge nach § 2 Abs. 1 Nr. 11 ZAG eingesetzt wird.

²⁷⁴ Klöhn/Parhofer ZIP 2018, 2093 (2100).

²⁷⁵ Eine Klarstellung durch den (europäischen) Gesetzgeber forderten nach dem Urteil des KG Berlin Klöhn/Parhofer ZIP 2018, 2093 (2101); Froizheim BKR 2018, 475 (477).

²⁷⁶ Dazu Froizheim BKR 2018, 475 (477).

²⁷⁷ Richtlinie (EU) 2018/843 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.2018 zur Änderung der RL (EU) 2015/849 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung und zur Änderung der RL 2009/138/EG und 2013/36/EU.

²⁷⁸ Vgl. zum europäischen und geldwäscherechtlichen Kontext der Regulierung Rennig BKR 2020, 23 (23 f.); Fromberger/Hafke/Zimmermann BKR 2019, 377 (379).

Currency token wie Bitcoin oder XRP-Token erfüllen durch ihre Nutzung als Wertaufbewahrungs- und Tauschmittel sowie als Rechnungseinheit die ökonomischen Funktionen von Geld und dienen damit unproblematisch Zahlungszwecken im Sinne der genannten Legaldefinition,²⁷⁹ wobei man hier auch auf die im Rahmen der E-Geld-Definition des ZAG gewonnenen Erkenntnisse zurückgreifen kann.²⁸⁰ Auch handelt es sich durch ihre Speicherung auf einer Blockchain um die digitale Darstellungen eines Wertes.²⁸¹ Sie stellen mangels Forderung gegen ihre Emittenten auch kein E-Geld im Sinne des ZAG dar und sind somit nicht von § 1 Abs. 11 S. 5 Nr. 1 KWG umfasst. Sie sind damit – unabhängig davon, ob die BaFin in ihrer Verwaltungspraxis weiterhin an der Einordnung als Rechnungseinheiten festhält – Kryptowerte und damit Finanzinstrumente im Sinne des KWG.

gg) De lege ferenda: Kryptowerte im Sinne des MiCA-VO-E

Die sich noch im Entwurfsstadium befindliche MiCA-VO definiert einerseits allgemein den Begriff Kryptowert, andererseits enthält sie demgegenüber speziellere Begriffsbestimmungen wertreferenzierter Token, E-Geld-Token und Utility-Token. Diese stellen aber jeweils selbst Kryptowerte im Sinne des Verordnungsentwurfs dar, nur mit zusätzlichen Eigenschaften. Ein „Kryptowert“ ist gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 2 MiCA-VO-E eine digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können. Diese Voraussetzungen erfüllen die hier in Frage stehenden Bitcoin- und XRP-Token ohne Weiteres. Insbesondere würde auch die – irrtumsbehaftete – Ansicht, XRP-Token würden nicht auf der Blockchain-Technologie basieren, deren Erfassung durch den MiCA-VO-E nicht ausschließen: Die Definition der Kryptowerte erfasst gerade nicht nur die Distributed-Ledger-Technologie,²⁸² sondern auch ähnliche Technologien und ist insofern technologie-neutral ausgestaltet.²⁸³ Im Gegensatz zu der im KWG enthaltenen Begriffs-

²⁷⁹ So auch *Rennig* BKR 2020, 23 (26); *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 256. Vgl. zur Einordnung von *security* und *utility token* *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 257 ff.; *Rennig* BKR 2020, 23 (24 ff.); *Resas/Ulrich/Geest* ZBB 2020, 22 (26 f.).

²⁸⁰ *Resas/Ulrich/Geest* ZBB 2020, 22 (25); siehe dazu auch schon oben, § 5 C. I. 1. a) dd).

²⁸¹ *Schwennicke* geht zwar irrtümlicherweise davon aus, dass XRP-Token nicht auf der Blockchain gespeichert sind (vgl. dazu oben § 5 B. II. 2. a) bb) (2) (a)), kommt aber unter Hinweis auf die insoweit offene Ausgestaltung des Tatbestands dennoch zu dem Ergebnis, das XRP-Token erfasst sind, vgl. *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 255. Zur Technologieneutralität des Tatbestands *Resas/Ulrich/Geest* ZBB 2020, 22 (24 f.).

²⁸² Unter „Distributed-Ledger-Technologie“ versteht der MiCA-VO-E gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 eine Technologie, die die verteilte Aufzeichnung verschlüsselter Daten unterstützt.

²⁸³ Vgl. das im Entwurf genannte Ziel der Beseitigung regulatorischer Hindernisse „unter Wahrung des Grundsatzes der Technologieneutralität“, MiCA-VO-E, S. 161; daneben *Rennig* ZBB 2020, 385 (387).

bestimmung enthält die Definition im MiCA-VO-E keine Einschränkungen hinsichtlich des Verwendungszwecks, sodass es nicht entscheidend darauf ankommt, dass die genannten *currency token* Zahlungszwecken dienen.

„Wertreferenzierte Token“ bezeichnen gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 3 MiCA-VO-E einen Kryptowert, bei dem verschiedene Nominalgeldwährungen, die gesetzliches Zahlungsmittel sind, oder eine oder mehrere Waren oder ein oder mehrere Kryptowerte oder eine Kombination solcher Werte als Bezugsgrundlage verwendet werden, um Wertstabilität zu erreichen. Nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 4 MiCA-VO-E sind dagegen „E-Geld-Token“ Kryptowerte, deren Hauptzweck darin besteht, als Tauschmittel zu dienen, und bei denen eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, als Bezugsgrundlage verwendet werden, um Wertstabilität zu erreichen. Entscheidendes Merkmal solcher Token ist somit die Existenz mindestens einer Bezugsgrundlage zur Herstellung von Wertstabilität. Davon umfasst sind somit gerade die sogenannten Stablecoins.²⁸⁴ Weder Bitcoin- noch XRP-Token nutzen eine derartige Bezugsgrundlage, sodass sie nicht von den durch den MiCA-VO-E vorgesehenen speziellen Kryptowerten erfasst sind.

Ein „Utility-Token“ ist nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCA-VO-E ein Kryptowert, der dazu bestimmt ist, digitalen Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung zu verschaffen, über die Distributed-Ledger-Technologie verfügbar ist und nur vom Emittenten dieses Tokens akzeptiert wird. Dies soll hier nur der Vollständigkeit halber erwähnt werden, da weder Bitcoin- noch XRP-Token hiervon erfasst sind. Die Einstufung als „Utility-Token“ bringt letztlich ohnehin nur punktuelle Anpassungen der Anforderungen aus dem MiCA-VO-E mit sich, zum Beispiel an die Ausgestaltung des noch später zu behandelnden Kryptowert-Whitepapers, Art. 4 Abs. 3; 5 Abs. 5 lit. d) MiCA-VO-E.²⁸⁵

hh) Zwischenergebnis

De lege lata sind *currency token* wie die hier behandelten Bitcoin- oder XRP-Token als Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG einzuordnen und damit im Anwendungsbereich des KWG als Finanzinstrumente zu behandeln. Durch die Ergänzung des Katalogs der Finanzinstrumente durch Kryptowerte hat der Gesetzgeber hier Rechtssicherheit geschaffen, nachdem die bisherige Behandlung als Rechnungseinheiten – durchaus berechtigt – für kontroverse Diskussionen zwischen Aufsichts- und Strafrecht gesorgt hat. Das dadurch zu besorgende Auseinanderfallen von aufsichts- und strafrechtlicher Behandlung von *currency token* ist damit aus der Welt; aus dogmatischer Sicht und bezüglich der Behandlung von Altsachverhalten stellt sich die Abgrenzungsfrage aufgrund des Verharrens der BaFin bei ihrer Rechtsposition allerdings weiter-

²⁸⁴ Vgl. zu diesen schon oben, § 1 B. I. 3. c).

²⁸⁵ Vgl. zu Kryptowert-Whitepaper noch unten, § 5 C. II. 3. b).

hin. Unter Maßgabe des MiCA-VO-E werden *currency token* als Grundform der Kryptowerte zu behandeln sein, da es ihnen an einer Bezugsgrundlage fehlt, durch die Wertstabilität erreicht wird; eine Einordnung als wertreferenzierte oder E-Geld-Token kommt damit nicht in Betracht.

b) IOUs im Rahmen des Ripple-Netzwerks

Im Ripple-Netzwerk können neben XRP-Token auch staatliche Währungen sowie andere Komplementärwährungen übertragen werden. Da diese nicht selbst im Ripple-System gespeichert werden können, werden sie innerhalb des Ripple-Systems als sogenannte *trust lines* dargestellt.²⁸⁶ Dem Zahlenden wird durch ein *gateway* ein IOU ausgestellt, über das er im Rahmen des Ripple-Systems verfügen kann. Zu differenzieren ist dabei zwischen IOUs, die der Zahler durch die Einzahlung von Fiatgeld (Fiatgeld-IOU) und systemfremden Komplementärwährungen (Komplementärwährung-IOU) erhält. Eine aufsichtsrechtliche Einordnung dieser IOUs – die soweit ersichtlich noch nicht Gegenstand einer wissenschaftlichen Auseinandersetzung war – soll im Folgenden vorgenommen werden.

aa) Fiatgeld-IOUs

Für Fiatgeld-IOUs kommt nach derzeit geltender Rechtslage insbesondere eine Einordnung als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG in Betracht, subsidiär als Kryptowert im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG. Durch die Bezugnahme auf eine staatliche Währung kommt nach dem MiCA-VO-E neben der Einordnung als Kryptowert gleichermaßen eine solche als wertreferenzierter oder E-Geld-Token in Betracht.

(1) *De lege lata: E-Geld im Sinne des ZAG und Kryptowert nach KWG?*

In Betracht kommt zunächst eine Einordnung als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG. IOUs werden in der Ripple-Blockchain gespeichert und sind daher ein elektronisch gespeicherter monetärer Wert. Die zentrale Speicherung in der Blockchain schadet der Einordnung als E-Geld nicht, solange festgestellt werden kann, wem die gespeicherten Beträge zustehen.²⁸⁷ Eine solche Zuordnung ist in Distributed-Ledger-Systemen durch die Verbindung der Werteinheiten mit öffentlichen Adressen problemlos möglich. Um die Funktion eines IOU als Zahlungsmittel zu unterstreichen, verpflichtet sich das ausgebende *gateway* gegenüber dem Zahler zu einer Verschiebung des in dem Schuldanerkenntnis verkörperten Werts innerhalb des Ripple-Systems. Darin ist eine Forderung zu erkennen, die den in das System eingezahlten Wert verkörpert. In einer Verschiebung eines IOUs innerhalb des Distributed-Ledger-Netzwerks

²⁸⁶ Vgl. dazu schon oben, § 5 B. II. 2. a) bb) (2) (b).

²⁸⁷ Terlau, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1 Rn. 217.

ist ein Zahlungsvorgang in Form der Übertragung eines Geldbetrags im Sinne des § 675 Abs. 4 S. 1 BGB zu sehen. IOUs werden darüber hinaus im Rahmen des Ripple-Netzwerks von Dritten akzeptiert.

E-Geld muss nach der gesetzlichen Definition jedoch gegen einen Geldbetrag ausgestellt werden. Unter den Begriff des Geldbetrages fallen nach dem ausdrücklichen Willen des europäischen Gesetzgebers allein gesetzliche Zahlungsmittel oder anderes E-Geld im Sinne des ZAG.²⁸⁸ IOUs werden von *gateways* gegen die Zahlung des Betrags ausgegeben, über den der Zahler im Rahmen des Ripple-Systems verfügen will. IOUs, die gegen gesetzliche Zahlungsmittel ausgegeben werden, können damit als E-Geld eingeordnet werden. Eine Einordnung als Kryptowert im Sinne des KWG tritt dahinter schon von Gesetzes wegen zurück, da nach § 1 Abs. 10 S. 5 Nr. 1 KWG E-Geld gerade kein Kryptowert sein kann. IOUs, die gegen andere digitale Komplementärwährungen ausgegeben werden, werden dagegen an dieser Stelle vom Anwendungsbereich des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG ausgeschlossen.

(2) *De lege ferenda: E-Geld-Token im Sinne des MiCA-VO-E*

Durch die Einordnung der Fiatgeld-IOUs als E-Geld im Sinne des ZAG stellt sich naturgemäß die Frage, ob diese unter Geltung der MiCA-VO als E-Geld-Token gelten würden. Zu klären ist dafür nicht nur, ob diese unter die Begriffsbestimmung fallen,²⁸⁹ sondern auch, wie sich das Verhältnis von Verordnung und ZAG gestaltet, wenn Fiatgeld-IOUs sowohl E-Geld als auch E-Geld-Token sind.

Von der in Art. 3 Abs. 1 Nr. 4 MiCA-VO-E enthaltenen Definition der E-Geld-Token scheinen Fiatgeld-IOUs auf den ersten Blick ohne Weiteres umfasst zu sein: Es handelt sich hierbei um Kryptowerte und durch die Bezugnahme auf ein gesetzliches Zahlungsmittel wird auch eine Wertstabilität erreicht. Anlass zu näherer Betrachtung gibt allerdings die genaue Formulierung der Definition, da die Bezugsgrundlage hiernach gerade verwendet werden muss, *um* Wertstabilität zu erreichen. Dies könnte man als Hinweis darauf deuten, dass insofern eine auf Wertstabilität zielende Absicht hinter der Verwendung der Bezugsgrundlage vorhanden sein muss; zumindest im strafrechtlichen Kontext deuten derartige „um zu“-Formulierungen auf das Erfordernis einer Absicht hin (zum Beispiel bei § 253 Abs. 1 StGB). Angewendet auf die von Ripple vorgesehenen Fiatgeld-IOUs könnte man hieraus folgern, dass dahinter das primäre Ziel der Vereinfachung der Übertragbarkeit von auf staatliche Währungen lautenden Beträgen steht und die daraus folgende Wertstabilität lediglich eine Begleitscheinung darstellt. Die Frage würde sich auf diese Weise nicht stellen, wenn

²⁸⁸ Erwägungsgrund 7 der Zweiten E-Geld-RL; BaFin, Merkblatt ZAG, Nr. 4. a) aa); *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 7 Rn. 11; *Terlau*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1a Rn. 223.

²⁸⁹ Vgl. zur Definition der E-Geld-Token schon oben, § 5 C. II. 1. a) gg).

statt der „um zu“-Formulierung das Wort „indem“ gewählt würde. Jedenfalls der Vergleich zur englischsprachigen Version des Verordnungsentwurfs deutet dann nicht darauf hin, dass für die Qualifikation als E-Geld-Token eine entsprechende subjektive Beziehung zwischen Bezugsgrundlage und Wertstabilität bestehen muss, wenn es dort in Art. 3 Abs. 1 Nr. 4 heißt:

„Electronic money token or e-money token means a type of crypto-asset the main purpose of which is to be used as a means of exchange and that purports to maintain a stable value by referring to the value of a fiat currency that is legal tender.“

Die dort vorzufindende Wortwahl scheint es ausreichen zu lassen, wenn der Fiatgeld-IOU durch die Bezugnahme auf das gesetzliche Zahlungsmittel eine Wertstabilität vorzugeben scheint;²⁹⁰ dies muss aber gerade nicht Zweck der Bezugnahme sein. Auch die Erwägungsgründe deuten hierauf hin, da hiernach durch die Definition sämtliche Kryptowerte erfasst sein sollen, die auf eine einzelne als gesetzliches Zahlungsmittel dienende Nominalgeldwährung Bezug nehmen.²⁹¹ Damit dürften Fiatgeld-IOUs als E-Geld-Token einzustufen sein; eine Klarstellung im Gesetzestext in der genannten Weise dürfte allerdings zusätzliche Rechtssicherheit schaffen.

Aus dieser Feststellung resultiert die Frage, wie es sich auswirkt, dass Fiatgeld-IOUs zugleich E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG und E-Geld-Token im Sinne des MiCA-VO-E sind. Grundsätzlich lässt sich aus der unmittelbaren und vorrangigen Wirkung der Verordnung²⁹² herleiten, dass die Vorgaben des ZAG hier durch die MiCA-VO verdrängt sein dürften. Umso mehr verwundert (und verwirrt) der Art. 2 Abs. 2 lit. b) MiCA-VO-E, in dem es heißt, die Verordnung gelte nicht für Kryptowerte, die als E-Geld gelten, es sei denn, es handle sich um E-Geld-Token im Sinne der MiCA-VO. Hierzu wird geschrieben, dass neben der MiCA-VO auch die Vorschriften für E-Geld zur Anwendung kommen können; dies stelle einen Systembruch im Anwendungsbereich der Verordnung dar, die grundsätzlich ein Exklusivitätsverhältnis zu anderen europäischen Aufsichtsvorschriften vorsehe.²⁹³ Die Erwägungsgründe enthalten hier die Aussage, dass sich E-Geld und auf Nominalwährungen bezogene E-Geld-Token trotz ihrer Ähnlichkeit in einigen wesentlichen Punkten unterscheiden würden, gerade hinsichtlich der daraus hervorgehenden Forderungsansprüche des Inhabers gegen den Emittenten.²⁹⁴ Letztlich scheint hier eine Selbstverständlichkeit ausdrücklich geregelt zu werden: Kann E-Geld zugleich unter den Begriff der E-Geld-Token im Sinne der MiCA-VO subsumiert werden, so kommen die auf der E-Geld-Richtlinie basierenden nationalen Vorschriften nicht

²⁹⁰ Durch die Wahl des Wortes *purports* schwingt hier durchaus eine negative Konnotation mit.

²⁹¹ Erwägungsgrund 10 MiCA-VO-E.

²⁹² Vgl. dazu oben, § 2 B. I.

²⁹³ *Siadat* RdF 2021, 12 (13).

²⁹⁴ Erwägungsgrund 10 MiCA-VO-E.

zur Anwendung. Ist eine derartige Subsumtion nicht möglich, bleibt es dagegen bei deren Anwendbarkeit. Nicht herauszulesen ist der Formulierung allerdings, dass die E-Geld-Vorschriften und die Vorschriften der MiCA-VO zeitgleich anwendbar sind. Damit wären die Fiatgeld-IOUs nach hier vertretener Ansicht allein nach den Vorgaben der MiCA-VO zu beurteilen, ohne dass es auf die nationalen E-Geld-Vorschriften noch ankäme. Eine diesbezügliche Klarstellung im endgültigen Verordnungstext wäre dennoch wünschenswert.

bb) Komplementärwährung-IOUs

Für IOUs, die gegen die Übertragung von anderen digitalen Komplementärwährungen ausgegeben werden, kommt somit nur noch eine Einordnung als Finanzinstrument in Betracht. Nach dem MiCA-VO-E könnten sie wertreferenzierte Token, jedenfalls aber Kryptowerte darstellen.

(1) De lege lata: Finanzinstrument

Unabhängig vom Vorliegen der geschriebenen Voraussetzungen der Wertpapier-Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II fehlt es jedenfalls an einer funktionalen Vergleichbarkeit mit den idealtypischen Wertpapieren der MiFID II: IOUs sind im Rahmen des Ripple-Netzwerks für die Verwendung als Zahlungsmittel konzipiert und werden damit schon aus teleologischen Gründen nicht von den kapitalmarktrechtlichen Regelungen der Richtlinie erfasst. Gleiches gilt für eine Einstufung als Geldmarktinstrument im Sinne des § 2 Abs. 2 WpHG.

In Betracht kommt möglicherweise die Einordnung von Komplementärwährung-IOUs als Derivat im Sinne des § 2 Abs. 3 Nr. 1b WpHG. Danach gelten Termingeschäfte als derivative Geschäfte, das heißt als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet mit Bezug auf Devisen oder Rechnungseinheiten. Der monetäre Wert eines Komplementärwährung-IOUs hängt vom Wert der eingezahlten Token ab. Es ist auch davon auszugehen, dass IOUs in den allermeisten Fällen *currency token* zugrunde liegen, die wie oben dargestellt als Rechnungseinheiten im Sinne des § 1 Abs. 11 Nr. 7 KWG einzuordnen sind. Damit wären sie tauglicher Basiswert für ein Termingeschäft im Sinne des § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpHG. Allerdings ist einerseits nicht ersichtlich, dass Forderungen aus einem IOU zeitlich verzögert zu erfüllen wären, andererseits sind Derivate als Finanzinstrumente im Sinne des § 2 Abs. 4 WpHG den gleichen, teleologisch nicht passenden Regelungen des Kapitalmarktrechts unterworfen. Jedenfalls daran scheitert eine Einordnung von Komplementärwährung-IOUs als Derivat im Sinne des § 2 Abs. 3 WpHG.

Es könnte sich bei Komplementärwährung-IOUs wiederum um Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 Nr. 10 KWG handeln.²⁹⁵ Die Speicherung systemfremder Komplementärwährungen im Ripple-System selbst ist technisch nicht möglich, da diese nur in ihrer originären Blockchain existieren. So sind zum Beispiel Bitcoin-Token an die Bitcoin-Blockchain gebunden (*walled-garden-Prinzip*). Der Zahler muss dem *gateway* die Inhaberschaft an dem Bitcoin-Token innerhalb der Bitcoin-Blockchain übertragen, um von diesem ein IOU innerhalb der Ripple-Blockchain ausgestellt zu bekommen. Daraus resultiert die Erkenntnis, dass IOUs die Inhaberschaft an Token in anderen Distributed-Ledger-Systemen in der Ripple-Blockchain lediglich abbilden, selbst aber keine *currency token* im oben beschriebenen Sinne darstellen. Dies dürfte der Einordnung als Kryptowert jedoch nicht entgegenstehen, da es sich dennoch um die digitale Darstellung eines Werts handelt. Der Wert besteht gerade darin, in der Lage zu sein, über die Ripple-Blockchain Transaktionen mit dem IOU zu tätigen. Damit zielen Komplementärwährung-IOUs – eine entsprechende Vereinbarung oder tatsächliche Übung einmal gedanklich vorausgesetzt – gerade darauf ab, als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert zu werden. Es handelt sich bei diesen damit um Kryptowerte und mithin um Finanzinstrumente im Sinne des KWG.

Der Vollständigkeit halber sei angemerkt, dass eine Subsumtion der Komplementärwährung-IOUs als Rechnungseinheit im Sinne des § 1 Abs. 10 Nr. 7 Alt. 2 KWG deutlich näher zu liegen scheint, als dies bei Bitcoin- oder XRP-Token der Fall zu sein scheint: Für den Wert des IOUs als Zahlungsmittel innerhalb des Ripple-Systems ist der Wert des abgebildeten Tokens außerhalb des Systems ausschlaggebend. Damit teilen sie eine wichtige Eigenschaft mit den nach allen Ansichten vom Begriff der Rechnungseinheiten erfassten Währungskörben, zum Beispiel dem Sonderziehungsrecht des Internationalen Währungsfonds (IWF). Aufgrund der Einordnung als Kryptowert im Sinne des KWG kommt es hierauf allerdings im Ergebnis nicht mehr an.

(2) *De lege ferenda: Wertreferenzierte Token im Sinne des MiCA-VO-E?*

Durch die Bezugnahme auf einen anderen Kryptowert in Gestalt von *currency token* wie Bitcoin und XRP-Token kommt eine Einordnung als wertreferenzierter Token im Sinne des MiCA-VO-E in Betracht.²⁹⁶ Auch hier muss jedoch die Verwendung einer Bezugsgrundlage dazu dienen, Wertstabilität zu erreichen. Ein Blick auf die Kursentwicklung zum Beispiel von Bitcoin-Token zeigt jedoch gerade ganz erhebliche Kursschwankungen.²⁹⁷ Da sich der einem Komplementärwährung-IOU innerhalb der Ripple-Blockchain zugeschriebene

²⁹⁵ Vgl. zum Begriff der Rechnungseinheiten schon oben, § 5 C. II. 1. a) ee) (1).

²⁹⁶ Vgl. zur Definition von wertreferenzierten Token im MiCA-VO-E schon oben, § 5 C. II. 1. a) gg).

²⁹⁷ Siehe <https://www.finanzen.net/devisen/bitcoin-euro-kurs> (letzter Abruf: 9.3.2021).

Wert naturgemäß an dem in Bezug genommenen *currency token* orientieren wird, kann von Wertstabilität keine Rede sein. Für wertreferenzierte Token, die gerade auf die sogenannten Stablecoins zugeschnitten sind, lässt sich nun – im Gegensatz zu den E-Geld-Token – den Erwägungsgründen eine entsprechende Verbindung zwischen der Nutzung der Bezugsgrundlage zur Erreichung von Wertstabilität entnehmen. Dort heißt es: „Solche wertreferenzierten Token zielen darauf ab, wertstabil zu bleiben, indem sie mehrere Währungen, die gesetzliches Zahlungsmittel sind, eine oder mehrere Waren, einen oder mehrere Kryptowerte oder einen Korb solcher Werte als Bezugsgrundlage verwenden.“²⁹⁸ Eine derartige Zielrichtung ist bei Komplementärwährung-IOUs gerade nicht zu erkennen; deren Zweck besteht allein in der Ermöglichung von auf systemfremde Komplementärwährungen lautenden Zahlungen über das Ripple-Netzwerk. Damit scheint auch insbesondere das mit der spezifischen Regulierung von wertreferenzierten Token verfolgte Ziel, Herausforderungen für Finanzstabilität, geldpolitische Transmission oder die Währungshegemonie zu begegnen,²⁹⁹ nicht tangiert. Letztlich lässt sich eine Einordnung von Komplementärwährung-IOUs als wertreferenzierte Token daher nicht vornehmen.

Da nach dem ausdrücklichen Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 Nr. 4 MiCA-VO-E allein eine Bezugnahme auf eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, zu einer Einordnung als E-Geld-Token führen kann, scheidet dies für Komplementärwährung-IOUs von vornherein aus. Übrig bleibt die Einordnung als Kryptowert im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 2 MiCA-VO-E, der hier allerdings keine Bedenken entgegenstehen: Es handelt sich um eine digitale Darstellung eines Wertes – jedenfalls der Fähigkeit, Zahlungen über die Ripple-Blockchain zu tätigen –, der unter Verwendung einer der Distributed-Ledger-Technologien einer ähnlichen Technologie übertragen und gespeichert wird.

c) Zusammenfassung

Die rechtliche Einordnung der innerhalb von Distributed-Ledger-Zahlungssystemen eingesetzten Zahlungsmittel ergibt somit ein einigermaßen konsistentes Bild: Sind digitale Komplementärwährungen entweder direkt oder mittelbar am Zahlungsvorgang beteiligt, sind diese Zahlungsmittel allenfalls als Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 Nr. 10 KWG einzustufen. Nachdem der dem deutschen Aufsichtsrecht eigene Begriff der Rechnungseinheiten dabei lange als eine Art Auffangtatbestand fungierte, da auf Komplementärwährungen lautende *currency token* weder vom Anwendungsbereich kapitalmarktrechtlicher Regelungen noch vom Zahlungsdiensteaufsichtsrecht erfasst wurden, hat der Gesetzgeber durch die Ergänzung des KWG um Kryptowerte für Rechtssicherheit gesorgt: Kryptowerte sind Finanzinstrumente. IOUs, die im Ripple-

²⁹⁸ Erwägungsgrund 9 MiCA-VO-E.

²⁹⁹ Erwägungsgrund 4 MiCA-VO-E.

Netzwerk auf staatlich ausgegebenen Währungen basieren können, sind dagegen E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG und fallen damit in den Anwendungsbereich des Zahlungsdiensteaufsichtsrechts.

Unter Geltung der MiCA-VO-E kommt für Fiatgeld-IOWs eine Einordnung als E-Geld-Token in Betracht, da bei diesen nach hier vertretener Ansicht die Beziehung zwischen Bezugsgrundlage und Wertstabilität subsidiär hinter die Funktion als Zahlungs- und Tauschmittelfunktion zurücktreten kann; es reicht daher aus, dass tatsächlich Wertstabilität erreicht wird. Dagegen ist es gerade entscheidendes Merkmal wertreferenzierter Token, dass diese eine Wertstabilität erreichen, sodass bei deren Emittenten eine entsprechende Absicht vorliegen muss. Eine solche lässt sich bei Komplementärwährung-IOWs gerade nicht feststellen, wenn diese mit stark volatilen Kryptowährungen unterlegt sind; hier steht die Funktion als Zahlungs- und Tauschmittel deutlich im Vordergrund. Daher sind Komplementärwährung-IOWs nicht als wertreferenzierte Token, sondern als „einfache“ Kryptowerte einzustufen.

2. Erlaubnispflichten der an Distributed-Ledger-Zahlungssystemen Beteiligten

Basierend auf der aufsichtsrechtlichen Einordnung der eingesetzten Zahlungsmittel kann nun geprüft werden, welchen aufsichtsrechtlichen Pflichten die Teilnehmer eines Distributed-Ledger-Zahlungssystems konkret unterliegen. In Betracht kommen wiederum insbesondere Erlaubnispflichten aus dem KWG und dem ZAG. Der MiCA-VO-E sieht *de lege ferenda* für die von seinem sachlichen Anwendungsbereich erfassten Personen zahlreiche Pflichten vor, unter anderem eigenständige Erlaubnispflichten für bestimmte Tätigkeiten. Daneben können beispielsweise Pflichten zur Veröffentlichung von Kryptowert-Whitepapers oder zur Gewährleistung von Rücktauschbarkeit von E-Geld-Token treten. Lediglich der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass gerade bei einer Einordnung als Kredit-, Finanzdienstleistungs- oder Zahlungsinstitut wegen § 2 Abs. 1 Nr. 1, 2, 3 GwG weitergehende Pflichten aus dem Geldwäschegesetz (GwG) zu beachten sind.³⁰⁰

Zwecks Übersichtlichkeit der nachfolgenden Ausführungen wird die Prüfung anhand der zum Einsatz kommenden Zahlungsmitteln aufgeteilt. Zu beachten ist dabei, dass Gegenstand dieses Kapitels der Einsatz von Distributed-Ledger-Technologien zur Durchführung von Zahlungsvorgängen ist. Daher werden lediglich solche Pflichten erörtert, die im Zusammenhang mit solchen Vorgängen stehen. Dazu gehören das Mining der als Zahlungsmittel eingesetzten *currency token*, die Durchführung der Transaktionen innerhalb des Distributed-Ledger-Systems, die Aufbewahrung der zu den einzelnen Token gehörenden Schlüssel sowie die Liquiditätsbereitstellung durch den Umtausch von *currency token* in staatliche Währungen. Nicht behandelt werden dagegen Kon-

³⁰⁰ Vgl. dazu Rennig, in: Voß (Hrsg.), Recht der FinTechs, in Vorbereitung für 2022.

stellationen, in denen *currency token* nicht als Zahlungsmittel dienen, sondern selbst Ware eines (Investment-)Geschäfts sind. Auch die Pflichten im Zusammenhang mit anderen Token-Erscheinungsformen wie zum Beispiel *security token* sind nicht Gegenstand dieses Kapitels.

a) *Currency token als Zahlungsmittel*

Sowohl im Bitcoin- als auch im Ripple-System erfüllen digitale Komplementärwährungen Geldfunktionen, indem sie insbesondere als Zahlungsmittel eingesetzt werden können. Diese in der Blockchain gespeicherten *currency token* sind jedenfalls als Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG Finanzinstrumente im Sinne dieses Gesetzes. Für die an dem zugrundeliegenden Distributed-Ledger-Netzwerk beteiligten Parteien kommen daher Pflichten aus dem KWG in Betracht, insbesondere Erlaubnispflichten gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG.

aa) *Zahler und Zahlungsempfänger*

Die Nutzung und die Annahme von *currency token* als Zahlungsmittel ist sowohl nach Ansicht der BaFin als auch der herrschenden Literatur grundsätzlich erlaubnisfrei.³⁰¹ Hierfür kommt weder eines der Bankgeschäfte aus § 1 Abs. 1 S. 2 KWG noch eine der Finanzdienstleistungen aus § 1 Abs. 1a S. 2 KWG ernsthaft in Betracht. Das ZAG und kapitalmarktrechtliche Regelungen sind schon deshalb nicht einschlägig, weil Bitcoin-Token weder als Geld noch als Wertpapiere gelten.

bb) *Kernentwickler und Miner als Betreiber des Zahlungssystems*

Als Betreiber von Distributed-Ledger-Zahlungssystemen kommen insbesondere die Kernentwickler sowie die Miner eines solchen Systems in Betracht. Die Kernentwickler des Systems implementieren Verbesserungen und Änderungen der Open Source-Software in das System. Ihnen kommt so – unabhängig von der Frage, ob dadurch im rechtlichen Sinne ein Treuhandverhältnis gegenüber den Token-Inhaber begründet wird³⁰² – eine entscheidende Stellung für die Funktionsfähigkeit des Systems zu. Gleiches gilt für die Miner, die im Rahmen der Bitcoin-Blockchain durch die Zurverfügungstellung von Rechenleistung die Durchführung von Konsensverfahren und damit die Weiterführung des Transaktionsregisters, mithin die Transaktionsabwicklung, erst ermöglichen. Diese zentrale Bedeutung für den Betrieb der Zahlungssysteme könnte dazu

³⁰¹ BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflicht“; Münzer BaFin Journal 2014, 26 (27); Schlund/Pongratz DStR 2018, 598 (601); Kütük-Markendorf, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 73; Hildner BKR 2016, 485 (490); Lerch ZBB 2015, 190 (200); Spindler/Bille WM 2014, 1357 (1364); Djazayeri, jurisPR-BKR 2014, Punkt D. II. 3.

³⁰² Vgl. oben, § 5 C. II. 1. a) bb) (1).

führen, dass die Kernentwickler und Miner wegen des Betriebs eines multilateralen Handelssystems gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG einer Erlaubnispflicht unterliegen. Voraussetzung dafür wäre erstens, dass sie überhaupt in einem erlaubnispflichtigen Umfang tätig sind. Zweitens müsste der Tatbestand des Betriebs eines multilateralen Handelssystems erfüllt sein.

(1) Erlaubnispflichtiger Umfang

Kernentwickler und Miner sind in einem erlaubnispflichtigen Umfang tätig, wenn sie gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, handeln. Eine Gewerbsmäßigkeit liegt schon dann vor, wenn die Finanzdienstleistung auf eine gewisse Dauer angelegt ist und der Betreiber sie mit Gewinnerzielungsabsicht erbringt.³⁰³ Obwohl die dargestellten Distributed-Ledger-Zahlungssysteme auf allgemein zugänglicher Open Source-Software basieren, erhalten zumindest die Kernentwickler im Bitcoin-System eine Kompensation für ihre Tätigkeit.³⁰⁴ Für die Weiterentwicklung Ripple-System werden Entwickler von Ripple selbst beschäftigt.³⁰⁵ Miner erhalten für ihre zumeist dauerhafte Tätigkeit zumindest im Bitcoin-System neu geschöpfte Bitcoin-Token als Belohnung, so dass ihnen insoweit eine Gewinnerzielungsabsicht unterstellt werden kann. Im Ripple-System erhalten die *validator nodes* keine neuen *currency tokens*, da diese *pre-mined* sind und damit keine Neuschürfung möglich ist. Eine unmittelbare Gewinnabsicht ist damit nicht ersichtlich. Davon abgesehen ist nach Ansicht der BaFin für den Betrieb eines multilateralen Handelssystems jedoch regelmäßig ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Gewerbebetrieb notwendig,³⁰⁶ so dass es auf eine Gewinnerzielungsabsicht insoweit nicht ankommen würde. Sollte der Tatbestand des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1b KWG erfüllt sein, wird daher jedenfalls von einer Tätigkeit mit erlaubnispflichtigem Umfang auszugehen sein.

(2) Betrieb eines multilateralen Handelssystems gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG

Eine Erlaubnispflicht aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG kommt erst dann in Betracht, wenn der Tatbestand eines Bankgeschäfts oder einer Finanzdienstleistung erfüllt ist. In Betracht kommt hier insbesondere der Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG. Die Norm definiert den Betrieb eines multilateralen Systems, das

³⁰³ BGH, DB 2006, 2061 (2062); VGH Kassel, WM 2009, 1889 (1892); Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 22; Mielk WM 1997, 2200 (2201 f.); Schwennicke WM 2010, 542 (546 ff.).

³⁰⁴ Vgl. Walch, in: Hacker/Lianos/Dimitropoulos/Eich (Hrsg.), Regulating Blockchain, 58 (66 f.).

³⁰⁵ Vgl. XRP Ledger Development Portal, Responsible Software Governance, 2018, abrufbar unter: developers.ripple.com/xrp-ledger-overview.html#responsible-software-governance (letzter Abruf: 11.4.2021).

³⁰⁶ BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem, Punkt 2.

die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt, als Finanzdienstleistung. Da *currency token* Kryptowerte und damit Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG sind, kommen sie als Gegenstand eines solchen Systems in Betracht.

Unter einem Handelssystem wird ein objektives Regelwerk über die Mitgliedschaft, die Handelsaufnahme von Finanzinstrumenten, den Handel zwischen den Mitgliedern, Meldungen über abgeschlossene Geschäfte und Transparenzpflichten verstanden.³⁰⁷ Die Regeln zum Ablauf einer Transaktion, die objektiv durch die verwendete Software vorgegeben werden, sowie die der Blockchain eigene Transparenz könnten diese Anforderungen durchaus erfüllen. Schwierigkeiten treten allerdings schon bei dem Erfordernis eines *multilateralen* Handelssystems auf. Dieses Merkmal schließt sogenannte bilaterale Systeme vom Anwendungsbereich aus, in denen die Systembetreiber stets selbst Parteien des innerhalb des Systems abgeschlossenen Geschäfts über Finanzinstrumente sind.³⁰⁸ Gerade im Bitcoin-System wird ein Token originär aber stets von einem Miner erworben. Der erste derivative Erwerb eines Bitcoin-Tokens kann damit zunächst nur mit Beteiligung des Miners und somit bilateral erfolgen. Erst danach können Token zwischen Systemteilnehmern ohne Beteiligung von Minern übertragen werden. Damit wäre der Systembetreiber aber nicht *stets* Partei des Vertrags. XRP-Token sind dagegen *pre-mined*, so dass sie nicht ausschließlich von den Minern derivativ erworben werden müssen. Es erscheint somit sowohl für die Bitcoin- als auch die Ripple-Blockchain denkbar, diese als *multilaterales* System einzuordnen.

Unabhängig davon ist der Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG dennoch nicht erfüllt. Dafür wäre erforderlich, dass es innerhalb des Systems zu einem Vertragsschluss über den Kauf von Finanzinstrumenten kommt, wobei die Abwicklung des Vertrages auch außerhalb des Systems erfolgen kann.³⁰⁹ Werden *currency token* als Zahlungsmittel eingesetzt, kommt der Vertrag jedoch schon außerhalb des Systems zustande. Die Übertragung des Tokens innerhalb des jeweiligen Distributed-Ledger-Systems erfolgt dann nur noch zur Erfüllung der außerhalb des Systems übernommenen Verpflichtung (§ 362 Abs. 1 BGB). Damit kommt es innerhalb des Systems nicht zu einem Vertragsschluss über den Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten.³¹⁰ Distributed-

³⁰⁷ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission, BT-Drucks. 16/4928, S. 56, 90; vgl. auch BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem, Punkt 1. a).

³⁰⁸ Vgl. *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 100; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 149.

³⁰⁹ BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem, Punkt 1. d).

³¹⁰ So auch *Keding* WM 2018, 64 (69).

Ledger-Zahlungssysteme erfüllen damit die Voraussetzungen eines multilateralen Handelssystems nicht.

(3) *Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG*

Für den Fall, dass der Vertrag außerhalb des Systems geschlossen wird, kommt nach Ansicht der BaFin alternativ der Tatbestand der Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG in Betracht.³¹¹ Da jedoch keine für eine Anlagevermittlung erforderliche Botentätigkeit der Kernentwickler oder Miner vorliegt, ist auch dieser Tatbestand nicht erfüllt. Jedenfalls die Kernentwickler unterliegen damit keiner Erlaubnispflicht, während für die Miner zusätzliche Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen in Betracht kommen (dazu sogleich).

(4) *De lege ferenda: Auswirkungen des MiCA-VO-E?*

Für Emittenten von Kryptowerten enthält der MiCA-VO-E in den Art. 4 ff. bestimmte Vorgaben. Dazu gehört unter anderem, dass ein Emittent von Kryptowerten zwingend juristische Person sein muss (Art. 4 Abs. 1 lit. a) MiCA-VO-E). Für das Ripple-System stellt dies kein Problem dar, da XRP-Token mit dem Unternehmen Ripple originär durch einen zentralen Emittenten ausgegeben werden, der eine juristische Person ist.³¹²

Noch unklar ist allerdings, wie sich diese Regelung auf vollkommen dezentrale Distributed-Ledger-Zahlungssysteme wie die Bitcoin-Blockchain oder *decentralized finance* (DeFi)³¹³ auswirkt. Dabei helfen auch die in Art. 4 Abs. 2 MiCA-VO-E vorgesehen Ausnahmen nicht weiter. Zwar sind dort in Art. 4 Abs. 2 lit. b) MiCA-VO-E ausdrücklich Kryptowerte ausgenommen, die als Gegenleistung für die Pflege des Distributed-Ledgers oder die Validierung von Geschäften automatisch geschürft werden. Dies trifft auf Bitcoin-Token nach der dargestellten Funktionsweise des Systems ohne Weiteres zu. Allerdings sind solche Kryptowerte nach dem ausdrücklichen Wortlaut nur von den Anforderungen der Art. 4 Abs. 1 lit. b)–d) MiCA-VO-E befreit. Nicht umfasst ist dagegen das Erfordernis, dass der Emittenten des Kryptowerts eine juristische Person sein muss. Deshalb wird befürchtet, dass dezentrale Systeme unter Geltung der MiCA-VO nicht mehr zulässig seien.³¹⁴ Jedenfalls die derzeitige Systematik deutet darauf hin, da Kryptowerte, die durch Mining geschaffen werden, gerade nicht vom sachlichen Anwendungsbereich des Verordnungsentwurfs ausgeschlossen, sondern scheinbar bewusst nur von den genannten Vorgaben befreit sind. Dies deutet daraufhin, dass der Gesetzgeber hier für sämtliche Kryptowerte zur Voraussetzung macht, dass hinter ihnen eine juristische Person als Emittent steht. Naturgemäß würde diese Lesart des Verordnungsentwurfs eine

³¹¹ BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem, Punkt 1. d).

³¹² Vgl. dazu noch unten, § 5 B. II. 2. a) bb) (1) (a).

³¹³ Vgl. dazu überblicksartig oben, § 1 C.

³¹⁴ *Siadat RdF* 2021, 12 (15); für DeFi *Rennig ZBB* 2020, 385 (394).

erhebliche Einschränkung der von der Distributed-Ledger-Technologie ausgehenden Innovationskraft bedeuten; es bleibt abzuwarten, ob diese Regelung bei Inkrafttreten der Verordnung in dieser Form weiterhin im Gesetzestext enthalten ist.

Verwaltungsrechtliche Sanktionen für eine Beteiligung an einem nach dem MiCA-VO-E unzulässigen System wären in Art. 92 MiCA-VO-E geregelt. Ausdrücklich genannt sind dort auch Verstöße gegen die Art. 4–14 MiCA-VO-E. Mögliche Sanktionen sind hier zum Beispiel die Anordnung der Einstellung des Verhaltens sowie die Verhängung einer Verwaltungsgeldstrafe. Die verwaltungsrechtlichen Sanktionsbefugnisse aus dem MiCA-VO-E sind jedoch nicht abschließend, insbesondere schließen sie weitergehende strafrechtliche Konsequenzen nicht aus. Zu denken wäre daran, dass der deutsche Gesetzgeber die Strafvorschrift des § 54 KWG entsprechend ergänzt und so insbesondere die Beteiligung von Kernentwicklern und Minern an dezentralen Systemen strafbewehrt wird. Diese Entwicklungen bleiben allerdings abzuwarten.

(5) Exkurs: Kryptowertpapierregisterführung

Nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit Zahlungssystemen, dafür aber mit der Distributed-Ledger-Technologie steht die Einführung der Finanzdienstleistung der Kryptowertpapierregisterführung im Rahmen der Einführung elektronischer Wertpapiere im Rahmen des eWpG. Eingefügt wurde eine neue Nummer 8 in § 1 Abs. 1a S. 2 KWG, in der die Führung eines Kryptowertpapierregisters nach § 16 eWpG als Finanzdienstleistung festgelegt wird. Registerführende Stelle – und damit Adressat einer etwaigen Erlaubnispflicht – ist nach § 16 Abs. 2 eWpG, wer vom Emittenten des Kryptowertpapiers³¹⁵ gegenüber dem Inhaber³¹⁶ als solche benannt wird; unterbleibt die Benennung, so gilt der Emittent selbst als registerführende Stelle. Die Einführung eines Kryptowertpapierregisters stellt dabei eine der wesentlichen Innovationen des eWpG dar, da dies im Grundsatz die Verwahrung eigener Vermögensgegenstände ohne das Erfordernis eines Intermediärs (zum Beispiel einer Depotbank oder eines Zentralverwahrers) ermöglicht.³¹⁷ Dennoch wird der Aufsicht damit stets ein Adressat aufsichtsrechtlicher Instrumente zur Verfügung gestellt, selbst wenn das Kryptowertpapierregister in technischer Hinsicht dezentral geführt wird. Es kommt nach dem gesetzlichen Wortlaut nämlich gerade nicht darauf an, ob die registerführende Stelle tatsächlich auch in technischer Hinsicht in die Führung des Kryptowertpapierregisters eingebunden ist. Rechtstatsächlich

³¹⁵ Ein Kryptowertpapier ist gem. § 4 Abs. 3 eWpG ein elektronisches Wertpapier, das in ein Kryptowertpapierregister eingetragen ist.

³¹⁶ Inhaber eines elektronischen Wertpapiers ist gem. § 3 Abs. 1 eWpG derjenige, der als Inhaber eines elektronischen Wertpapiers oder eines bestimmten Anteils an einer Gesamtemission im elektronischen Wertpapierregister eingetragen ist.

³¹⁷ *Mittwoch* WM 2021, 375 (381); *Matzke*, Stellungnahme eWpG-Referentenentwurf, S. 23.

könnte diese Regelung dazu führen, dass sich Dienstleister etablieren werden, die Kryptowertpapierregister führen, sodass Emittenten nicht selbst von der bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnispflicht getroffen werden, zumal hierfür gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1b) KWG ein Anfangskapital von mindestens 125.000 Euro erforderlich ist.³¹⁸ Eine derartige Entwicklung würde der von der Distributed-Ledger-Technologie ausgehende Innovationswirkung, die gerade im Potential einer Dezentralität zu sehen ist, erkennbar entgegenstehen.

Betrachtet man die Einführung der Kryptowertpapierregisterführung jedoch aus der hier eingenommenen innovationsrechtlichen Perspektive, so zeigt sich zumindest im Kontext von FinTech-Innovationen eine Besonderheit: Durch die erstmalige Zulassung elektronischer Wertpapiere durch den Gesetzgeber hatte dieser zugleich die Möglichkeit, das Inkrafttreten dieser Regelungen und die damit verbundenen aufsichtsrechtlichen Implikationen gedanklich vorzubereiten. Es kommt damit gerade nicht zu der oftmals zu beobachtenden Latenz zwischen dem Aufkommen der Innovation und deren Regulierung; die bereits oben dargestellten zwischenzeitlichen Rechtsunsicherheiten entstehen damit nicht. Allein von dieser Perspektive aus gesehen ist dieses Vorgehen auch für Innovatoren durchaus von Vorteil.

(6) Zwischenergebnis

Im Ergebnis erbringen Kernentwickler und Miner *de lege lata* keine durch das KWG erfasste Finanzdienstleistung; eine Erlaubnispflicht gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KWG besteht somit nicht. *De lege ferenda* ist unklar, wie sich der MiCA-VO-E auf vollkommen dezentrale Systeme wie die Blockchain auswirken wird. Angesichts der aktuellen Formulierung steht hier zu befürchten, dass diese in Zukunft unzulässig wären. Dies würde für die hiervon ausgehende Innovationskraft eine massive Einschränkung bedeuten.

cc) Betreiber der am Konsensverfahren beteiligten nodes

Die Wirksamkeit einer Transaktion innerhalb des Distributed-Ledger-Systems erfordert die erfolgreiche Durchführung eines Konsensverfahrens, wobei die verschiedenen Systeme auf unterschiedlichen Verfahren basieren: Im Bitcoin-System wird das *proof-of-work*-Verfahren zur Transaktionsvalidierung durchgeführt, während für das Ripple-System mit dem RCPA eine Variante des *Byzantine agreement* gewählt wurde.³¹⁹ Die Rollen der Betreiber der am Konsensverfahren jeweils beteiligten *nodes* variieren je nach Art des durchgeführten Verfahrens: Miner im Rahmen des Bitcoin-Systems erbringen durch das Lösen komplexer Rechenaufgaben einen *proof-of-work* und verifizieren dadurch nicht

³¹⁸ Vgl. dazu und zu der insofern bestehenden Vergleichbarkeit zum Kryptoverwahrgeschäft Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, S. 86.

³¹⁹ Vgl. dazu oben, § 5 B. II. 2. a) aa) (3) (c).

nur die in das System eingespeisten Transaktionen, sondern schaffen darüber hinaus neue Bitcoin-Token, die sie in der Folge als Belohnung erhalten. XRP-Token sind im Gegensatz dazu *pre-mined*, so dass durch die Durchführung des dort als Konsensmechanismus gewählten RCPA keine neuen Token entstehen können. Folglich beschränkt sich die Tätigkeit der *validating nodes* innerhalb des Ripple-Systems auf die Transaktionsverifizierung. Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen, die in der Herstellung von *currency token* und damit Finanzinstrumenten in Form von Rechnungseinheiten erkannt werden könnten, kommen damit allenfalls für die Miner im Bitcoin-System in Betracht.

(1) *Erlaubnispflicht durch Mining von currency token*

Nach Ansicht der BaFin erfüllt die Herstellung neuer Finanzinstrumente in Form von Rechnungseinheiten nicht den Tatbestand eines Bankgeschäfts oder einer Finanzdienstleistung im Sinne des KWG und bedarf somit keiner Erlaubnis.³²⁰ Dieser Ansicht hat sich die Literatur soweit ersichtlich einstimmig angeschlossen.³²¹ Insbesondere werden die *currency token* nicht durch die Miner emittiert oder am Markt platziert,³²² so dass der Tatbestand des Emissionsgeschäfts gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG nicht in Betracht kommt.

Darüber hinaus kann es grundsätzlich keinen Unterschied machen, ob originär oder derivativ erworbene Token als Zahlungsmittel eingesetzt werden, so dass ein Miner, der originär durch das Mining erworbene Token als Zahlungsmittel einsetzt, wie ein normaler Zahler zu behandeln ist und mithin keiner Erlaubnispflicht unterliegt.³²³ Eine Ausnahme von diesem Grundsatz kann bestehen, wenn über das bloße Mining sowie den Kauf und Verkauf der Token hinaus ein besonderer Beitrag geleistet wird, um einen Markt zu schaffen oder zu erhalten; in Betracht kommt dann insbesondere der Tatbestand des Eigenhandels nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 KWG.³²⁴ Da Gegenstand dieses Kapitels die Verwendung von *currency token* als Zahlungsmittel ist, soll darauf an dieser Stelle allerdings nicht weiter eingegangen werden.

³²⁰ BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt Erlaubnispflicht; *Münzer BaFin Journal* 01/2014, 26 (27).

³²¹ *Schlund/Pongratz DStR* 2018, 598 (601); *Hildner BKR* 2016, 485 (489f.); *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 74; *Lerch ZBB* 2015, 190 (200); *Spindler/Bille WM* 2014, 1357 (1365); *Djazayeri jurisPR-BKR* 2014, Punkt D. II. 3.

³²² *Hildner BKR* 2016, 485 (490); *Kütük-Markendorf*, Rechtliche Einordnung von Internetwährungen, S. 74; vgl. auch zum E-Geld-Begriff *Djazayeri jurisPR-BKR* 2014, Punkt D. II. 2.

³²³ Vgl. dazu oben, § 5 C. II. 2. a) aa). So speziell für Bitcoin-Miner auch *Lerch ZBB* 2015, 190 (200); *Spindler/Bille WM* 2014, 1357 (1365).

³²⁴ Dafür muss neben das Handeln auf eigene Rechnung zusätzlich ein Dienstleistungselement treten. Dies kann der Fall sein, wenn eine Person am Markt damit wirbt, regelmäßig Token anzukaufen oder wenn der Betreiber eines sogenannten *mining pools* die geschürften *currency token* für alle anderen gegen Geld an Handelsplattformen veräußert. Vgl. dazu BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflichten beim Mining, An- und Verkauf“; *Schlund/Pongratz DStR* 2018, 598 (601); *Hildner BKR* 2016, 485 (490); *Spindler/Bille WM* 2014, 1357 (1365).

(2) Erlaubnispflicht durch Transaktionsverifizierung

Damit eine Übertragung von *currency token* in die Blockchain aufgenommen wird, muss die Transaktion durch die Durchführung eines Konsensverfahrens verifiziert werden. Während die Miner im Bitcoin-System dazu das *proof-of-work*-Verfahren durchführen, sind die *validating nodes* im Ripple-System für den *Ripple Protocol Consensus Algorithm* (RPCA) zuständig. Es liegt nahe, dass den Betreibern dieser *nodes* aufgrund dieser entscheidenden Stellung innerhalb des Distributed-Ledger-Systems aufsichtsrechtliche Pflichten erwachsen. Dies gilt umso mehr, wenn man sich vergegenwärtigt, dass gerade die vergleichsweise niedrige Anzahl von *validating nodes* im Rahmen des RPCA vertrauenswürdig sein muss, um eine zentrale Vertrauensinstanz innerhalb des Zahlungssystems sicher ersetzen zu können. Wie oben dargestellt kommt eine Erlaubnispflicht wegen des Betriebes eines multilateralen Handelssystems gem. § 32 Abs. 1 S. 1 in Verbindung mit § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG nicht in Betracht.³²⁵ Weitere Tatbestände des KWG kommen daneben nicht ernsthaft in Betracht.

Zu denken wäre jedoch an das Finanztransfergeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG und eine mögliche Erlaubnispflicht für die Tätigkeit als Zahlungsinstitut.³²⁶ Auch dieser Tatbestand ist allerdings nicht erfüllt, da *currency token* schon kein Geld im aufsichtsrechtlichen Sinne sind und damit nicht durch den Anwendungsbereich des ZAG erfasst sind. Davon abgesehen prüfen die Miner beziehungsweise *validating nodes* lediglich die Transaktionen innerhalb des Systems, nehmen dabei aber selbst keine Token zur Weiterleitung an.³²⁷ Somit besteht keine Erlaubnispflicht aus dem ZAG.

dd) Emittent der XRP-Token

XRP-Token wurden im Vergleich zu Bitcoin-Token von der Ripple Foundation als zentrale Stelle *pre-mined* und werden nun von dieser sukzessiv ausgegeben. Sollte die Ripple Foundation dadurch Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen erbringen, könnte sie einer Erlaubnispflicht aus dem KWG unterliegen. Als erlaubnispflichtige Tätigkeiten kommen insbesondere das Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG sowie der Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 KWG in Frage.

(1) Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG

Das Emissionsgeschäft ist in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG definiert als die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien. Das Merkmal der Übernahme schließt

³²⁵ Vgl. oben, § 5 C. II. 2. a) bb) (2).

³²⁶ Vgl. für die Definition des Finanztransfergeschäfts bereits oben, § 4 C. II.

³²⁷ Keding WM 2018, 64 (70).

aus, dass eine Platzierung von Finanzinstrumenten durch den Emittenten selbst (sogenannte Eigenemissionen) in den Anwendungsbereich des Emissionsgeschäfts fällt.³²⁸ Ripple ist selbst Emittent der XRP-Token und verkauft diese nach eigenen Angaben selbst an institutionelle Investoren und auf Handelsplattformen.³²⁹ Damit fehlt es jedenfalls an einer Übernahme durch eine dritte Partei, die für die Tatbestandsmäßigkeit jedoch zwingend erforderlich wäre. Damit betreibt Ripple als Emittent der XRP-Token nicht das Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG.

(2) *Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 KWG*

Eine Erlaubnispflicht nach dem KWG kann jedoch auch denjenigen treffen, der in einer in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 lit. a–d KWG beschriebenen Weise den Eigenhandel betreibt. Für Ripple kommen durch den Verkauf der XRP-Token über Krypto-Handelsplattformen insbesondere die in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4a KWG sowie § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4b KWG geregelten Varianten in Betracht.

Nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4a KWG gilt das kontinuierliche Anbieten des An- und Verkaufs von Finanzinstrumenten zu selbst gestellten Preisen für eigene Rechnung unter Einsatz des eigenen Kapitals als Eigenhandel und damit als Finanzdienstleistung. Ripple bietet als Kryptowerte einzustufende *currency token* auf Krypto-Handelsplattformen und damit Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG in Gestalt der XRP-Token zum Verkauf an. Fraglich ist allerdings, ob es ausreicht, lediglich den Verkauf von Finanzinstrumenten anzubieten oder ob – wie es die Gesetzesformulierung vermuten lässt – das Anbieten von Ankäufen kumulativ vorliegen muss. In diesem Fall wäre der Tatbestand nicht erfüllt, da Ripple soweit ersichtlich keine XRP-Token ankauft und keine entsprechenden Angebote ersichtlich sind.

Für die Erforderlichkeit einer Kumulation von An- und Verkaufsangeboten spricht neben dem Wortlaut („An- und Verkauf“), dass der Tatbestand in erster Linie auf sogenannte *market maker* zugeschnitten ist,³³⁰ nicht aber auf Emittenten von Finanzinstrumente. Diese Frage kann jedoch bis auf weiteres nicht rechtsicher beantwortet werden, da die BaFin es zum Beispiel in ihrer Verwaltungspraxis zum Finanzkommissionsgeschäft trotz der Wahl des Verbindungswortes „und“ ausreichen lässt, wenn Finanzinstrumente entweder angeschafft oder veräußert werden.³³¹ Auf eine Entscheidung kommt es hier aber letztlich nicht an, da es schon keine Hinweise darauf gibt, dass Ripple den Verkaufspreis der XRP-Token selbst bestimmt. Vielmehr ist anzunehmen, dass Ripple die

³²⁸ Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 113; *du Buisson* WM 2003, 1401.

³²⁹ Ripple, Finite XRP Supply, abrufbar unter: developers.ripple.com/xrp-ledger-overview.html#finite-xrp-supply (letzter Abruf: 11.4.2021).

³³⁰ BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Punkt 1. a).

³³¹ Vgl. BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, Punkt 1. d).

Token für den auf der jeweiligen Krypto-Handelsplattform aufgerufenen Marktpreis veräußert. Damit erfüllt der Verkauf der XRP-Token durch Ripple den Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4a KWG nicht.

Der Tatbestand des Eigenhandels erfasst daneben gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4b KWG die sogenannte systematische Internalisierung. Darunter versteht man das häufige und systematische Betreiben von Handel für eigene Rechnung in erheblichem Umfang außerhalb eines organisierten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems, wenn Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems ausgeführt werden, ohne dass ein multilaterales Handelssystem betrieben wird. Unabhängig von der Frage, ob es sich bei Krypto-Handelsplattformen um einen geregelten Markt oder organisierte beziehungsweise multilaterale Handelssysteme handelt, fehlt es hier schon an den erforderlichen Kundenaufträgen, durch die der Tatbestand einen Dienstleistungscharakter erhält: Ripple handelt beim Verkauf der Token ohne Weisung eines Kunden und darüber hinaus auf eigene Rechnung. Somit ist auch der Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4b KWG nicht erfüllt.

Während die ersten beiden Varianten des Eigenhandels jeweils auf spezielle Unterfälle zugeschnitten sind, dient § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG als Auffangtatbestand. Danach liegt Eigenhandel auch bei dem Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere vor. Nach dem Wortlaut der Norm reicht es hier jedenfalls aus, dass Finanzinstrumente – wie von Ripple – lediglich veräußert werden. Allerdings verkauft Ripple die XRP-Token wie oben schon angedeutet nicht als Dienstleistung für andere. Der Verkauf der Token erfolgt vielmehr auf eigene Rechnung. Damit ist auch die Tatbestandsvariante des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG nicht erfüllt. Eine Einbindung einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4d KWG liegt jedenfalls soweit ersichtlich nicht vor, so dass Ripple als XRP-Emittent insgesamt keinen Eigenhandel im durch den Aufsichtsmaßstab erfassten Sinne betreibt.

(3) Erlaubnispflicht wegen des Betriebs des Eigengeschäfts

Nach Ansicht der BaFin fällt ein Handel in Finanzinstrumenten, der zwar auf eigene Rechnung betrieben wird, jedoch mangels Dienstleistungscharakter den Tatbestand des Eigenhandels nicht erfüllt, ohne weiteres unter den Tatbestand des Eigengeschäfts.³³² Das Eigengeschäft unterscheidet sich von den anderen Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen des KWG insofern, dass nicht alleine die Tatbestandsmäßigkeit in Zusammenschau mit einem erlaubnispflichtigen Umfang der Geschäfte eine Erlaubnispflicht auslöst. Stattdessen müssen

³³² BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Punkt 1. c) cc).

zum Eigengeschäft die in §§ 1 Abs. 1a S. 3, 32 Abs. 1a KWG definierten Tatsachen hinzutreten.

Als Finanzdienstleistungsinstitute gelten gem. § 1 Abs. 1a S. 4 KWG auch Unternehmen, die nach Maßgabe des § 1 Abs. 1a S. 3 KWG das Eigengeschäft betreiben. Darunter fällt die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die nicht Eigenhandel im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 KWG ist, wenn das Eigengeschäft von einem Unternehmen betrieben wird, das dieses Geschäft, ohne bereits aus anderem Grund Institut zu sein, gewerbsmäßig oder in einem Umfang betreibt, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Darüber hinaus muss das Unternehmen einer Instituts-, Finanzholding- oder gemischten Finanzholding-Gruppe oder einem Finanzkonglomerat angehören, der oder dem ein CRR-Kreditinstitut angehört.

(a) Tatbestandsmäßigkeit

Das Eigengeschäft bezeichnet schlicht die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die nicht Eigenhandel im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 KWG sind. Die Veräußerung der XRP-Token durch Ripple stellt eine Veräußerung von Finanzinstrumenten dar, die wie dargestellt auf eigene Rechnung erfolgt. Dennoch fällt der Verkauf der Token nicht unter den Tatbestand des Eigenhandels nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG. Der Tatbestand des Eigengeschäfts ist damit zunächst erfüllt.

(b) Erlaubnispflicht

Fraglich ist jedoch, ob neben der Tatbestandsmäßigkeit die weiteren Voraussetzungen einer Erlaubnispflicht vorliegen. Eine Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft ergibt sich nicht primär aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, sondern aus dem spezielleren § 32 Abs. 1a KWG. Lediglich in den Fällen, in denen das Eigengeschäft nach Maßgabe des § 1 Abs. 1a S. 3 KWG als Finanzdienstleistung gilt, kommt eine Erlaubnispflicht aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG in Betracht.³³³ Wegen § 1 Abs. 1a S. 3 Nr. 1 KWG kommt auch nur dort der bei einer Prüfung der Erlaubnispflicht üblichen Frage, ob das Geschäfts gewerbsmäßig oder in einem Umfang betrieben wird, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bedeutung zu. In den durch § 32 Abs. 1a KWG geregelten Konstellationen kann eine Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft davon unabhängig bestehen. Für Ripple kommt aufgrund des Betriebens von Eigengeschäften ernsthaft nur eine Erlaubnispflicht aus § 32 Abs. 1a S. 2 KWG in Betracht, da das Unternehmen keine anderen Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen

³³³ Ein Unternehmen, das von § 1 Abs. 1a S. 3 KWG erfasst wird, gilt gem. § 1 Abs. 1a S. 4 KWG auch als Finanzdienstleistungsinstitut, so dass sämtliche Vorschriften für diese Institute Anwendung finden, vgl. BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Punkt 1. c) cc).

erbringt und somit über keine Erlaubnis verfügt (§ 32 Abs. 1a S. 1, 4 KWG) und auch nicht im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 3 Nr. 2 KWG mit einem CRR-Kreditinstitut verbunden ist.

Nach § 32 Abs. 1a S. 2 KWG besteht eine Erlaubnispflicht grundsätzlich, wenn das Unternehmen das Eigengeschäft als Mitglied oder Teilnehmer eines organisierten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems oder mit einem direkten elektronischen Zugang zu einem Handelsplatz oder mit Warenderivaten, Emissionszertifikaten oder Derivaten auf Emissionszertifikate betreibt. *Currency token* sind weder Derivate noch Emissionszertifikate, so dass die letzte Variante schon deshalb nicht in Betracht kommt. Näher liegt die Teilnahme an einem organisierten Markt oder einem multilateralen Handelssystem in Form der Krypto-Handelsplattformen, über die Ripple XRP-Token veräußert. Fraglich ist, ob Krypto-Handelsplattformen organisierte Märkte oder multilaterale Handelssysteme sind. Der Begriff des organisierten Markts ist deckungsgleich mit der Definition des § 2 Abs. 11 WpHG³³⁴ und erfasst damit ein im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt. Soweit ersichtlich ist bisher keine Krypto-Handelsplattform, über die digitale Komplementärwährungen gehandelt werden können, staatlich genehmigt, geregelt oder überwacht (Stand April 2021). Daher sind diese Plattformen jedenfalls keine organisierten Märkte im Sinne des § 2 Abs. 11 WpHG.³³⁵

Stattdessen könnten Krypto-Handelsplattformen als multilaterale Handelssysteme einzuordnen sein. Unter den Begriff des multilateralen Handelssystems fällt gemäß dem durch das zweite FiMaNoG eingefügten § 2 Abs. 6 BörsG ein multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt. Die BaFin geht davon aus, dass Krypto-Handelsplattformen diese Voraussetzungen regelmäßig erfüllen, wenn sie nicht das Finanzkommissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG betreiben.³³⁶ Somit kommt es für die Erlaubnispflicht des XRP-

³³⁴ Vgl. Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 171 (allerdings noch zur Rechtslage vor Umsetzung des 2. Finanzmarktnovellierungsgesetzes vom 23.6.2017 (BGBl. I S. 1693) und damit unter Verweis auf § 2 Abs. 5 WpHG a. F.).

³³⁵ So auch Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (665).

³³⁶ Vgl. BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflichten für Plattformen und Bör-

Emittenten darauf an, wie die Plattform, über die er Token zum Verkauf anbietet, aufsichtsrechtlich zu bewerten ist. Folglich besteht eine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1a S. 2 KWG, wenn die Tätigkeit der Krypto-Handelsplattform nicht dem Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts unterliegt, sondern ein multilaterales Handelssystem darstellt. Umgekehrt kann der XRP-Emittent eine Erlaubnispflicht vermeiden, wenn er die Token ausschließlich über Krypto-Handelsplattformen anbietet, die das Finanzkommissionsgeschäft betreiben.

Schließlich kommt eine Erlaubnispflicht aufgrund eines direkten elektronischen Zugangs zu einem Handelsplatz in Betracht. Nach § 3 Abs. 30 S. 1 WpHG ist dies eine Vereinbarung, in deren Rahmen ein Mitglied, ein Teilnehmer oder ein Kunde eines Handelsplatzes einer anderen Person die Nutzung seines Handelscodes gestattet, damit diese Person Aufträge in Bezug auf Finanzinstrumente elektronisch direkt an den Handelsplatz übermitteln kann. Eine solche Konstellation ist im Falle von Ripple jedoch nicht ersichtlich.

(4) *De lege ferenda: Pflichten nach dem MiCA-VO-E*

Im Gegensatz zu Bitcoin-Token werden XRP-Token durch einen zentralen Emittenten ausgegeben, sodass diesen die aus Art. 4 ff. MiCA-VO-E folgenden Pflichten für Emittenten von Kryptowerten treffen können. Für diese ist keine bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflicht vorgesehen. Stattdessen muss der Emittent gem. Art. 4 Abs. 1 lit. a) MiCA-VO-E lediglich juristische Person sein; weitere Anforderungen an das Unternehmen selbst sind nicht vorgesehen. Daneben muss für den angebotenen Kryptowert ein den Vorgaben des MiCA-VO-E genügendes Kryptowert-Whitepaper erstellt, veröffentlicht und notifiziert werden.³³⁷

Lediglich der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass für XRP-Token keine der in Art. 4 Abs. 2 MiCA-VO-E vorgesehenen Ausnahmen eingreift: Diese werden insbesondere – im Gegensatz zu Bitcoin-Token – nicht als Gegenleistung für die Pflege der Blockchain oder die Validierung von Geschäften automatisch geschürft, sondern sind *pre-mined*. Auch werden diese nicht kostenlos angeboten und sind fungibel und untereinander austauschbar.

(5) *Zwischenergebnis*

Sollte Ripple die XRP-Token auf Krypto-Handelsplattformen anbieten, die als multilaterale Handelssysteme zu qualifizieren sind, folgt eine Erlaubnispflicht aus §§ 1 Abs. 1a S. 3, 32 Abs. 1a S. 2 KWG. Eine Erlaubnispflicht wegen anderer durch den Aufsichtsmaßstab erfassten Tätigkeiten kommt nach den obenstehenden Ausführungen nicht in Betracht. Auch aus dem MiCA-VO-E ergibt sich für Ripple trotz der Einstufung als Emittent der XRP-Token keine eigen-

sen“; vgl. dazu noch unten die Ausführungen zur aufsichtsrechtlichen Erfassung von Krypto-Handelsplattformen, § 5 C. II. 2. a) ee).

³³⁷ Vgl. genauer dazu noch unten, § 5 C. 3. b).

ständige Erlaubnispflicht; das Unternehmen muss allerdings eine juristische Person sein.

ee) Krypto-Handelsplattformen

Obwohl Bitcoin-Token originär durch das Mining erworben werden können, besteht daneben die Möglichkeit eines derivativen Erwerbs über sogenannte Krypto-Handelsplattformen. Bei *currency token*, die wie zum Beispiel XRP-Token *pre-mined* sind, ist der derivative Erwerb für einen Zahler sogar die einzige Möglichkeit, Inhaber von *currency token* zu werden. Ripple verkauft XRP-Token beispielsweise nach eigenen Angaben auf solchen Krypto-Handelsplattformen.³³⁸ Für diese als „Vertriebsintermediäre“³³⁹ bezeichneten Anbieter kommt eine Vielzahl von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen im Sinne des KWG in Betracht. Zu beachten ist aber, dass es für eine aufsichtsrechtliche Bewertung auf die technische Umsetzung und die konkrete Ausgestaltung der Plattform und der hierüber abgewickelten Geschäfte ankommt.³⁴⁰ Von einem erlaubnispflichtigen Umfang der Geschäfte ist auszugehen, da die Handelsplattformen mit Gewinnerzielungsabsicht handeln und die Tätigkeit darüber hinaus regelmäßig einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Zu klären gilt es deshalb, ob die Tätigkeit der Handelsplattformen den Tatbestand eines Bankgeschäfts oder einer Finanzdienstleistung erfüllt.

(1) Finanzkommissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG

Das Finanzkommissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG beschreibt die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung. Beim Kauf von *currency token* handelt es sich jedenfalls um die Anschaffung von Finanzinstrumenten. Die BaFin geht davon aus, dass auch die weiteren Tatbestandsmerkmale bei Krypto-Handelsplattformen unter folgenden Voraussetzungen erfüllt ist:³⁴¹ Zunächst müssen die einzelnen Teilnehmer der Plattform gegenüber bis zur Ausführung der Order weisungsbefugt sein, indem sie Zahl und den Preis der Geschäfte vorgeben (Dienstleistungselement). Weiter dürfen den Teilnehmern ihre Handelspartner nicht bekannt sein, so dass die Plattform nicht als Vertreter der Teilnehmer, sondern im eigenen Namen auftreten muss („im eigenen Namen“). Die wirtschaftlichen Vor- und Nachteile der Geschäfte müssen die Teilnehmer treffen, die Geld auf Plattform-Konten überweisen oder *currency token* auf deren Adressen übertragen („auf

³³⁸ Vgl. Ripple, Finite XRP Supply, abrufbar unter: developers.ripple.com/xrp-ledger-overview.html#finite-xrp-supply (letzter Abruf: 11.4.2021).

³³⁹ Diesen Begriff verwendete Köndgen, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.6.2018), § 675c Rn. 124.

³⁴⁰ BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflichten für Plattformen und Börsen“; Terlau, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 55a Rn. 174.

³⁴¹ Vgl. dazu BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflichten für Plattformen und Börsen“; vgl. auch Patz BKR 2019, 435 (439); Reschke, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG (195. EL Sep. 2017), § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 Rn. 345.

fremde Rechnung“). Schließlich muss die Plattform verpflichtet sein, dem Teilnehmer über die Ausführung der Geschäfte Rechenschaft abzulegen und angeschaffte *currency token* zu übertragen (Ähnlichkeit zum Kommissionsgeschäft nach den §§ 383 ff. HGB³⁴²). Ob diese Voraussetzungen vorliegen, ist Frage des Einzelfalls.

(2) *Betrieb eines multilateralen Handelssystems gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG*

Liegen die Voraussetzungen des Finanzkommissionsgeschäfts nicht vor, kommt stattdessen der Betrieb eines multilateralen Handelssystems gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG in Betracht. Der Begriff des multilateralen Handelssystems ist in dem durch das zweite FiMaNoG zur Umsetzung der Vorgaben der MiFID II eingefügten § 2 Abs. 6 BörsG definiert:³⁴³ Danach handelt es sich um ein multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt. Die Einordnung als multilaterales Handelssystem ist bei solchen Plattformen naheliegend, auf denen Anbieter *currency token* einstellen und eine Preisschwelle festlegen können, ab der ein Handel abgewickelt werden soll oder auf denen Anbieter die Abwicklung einer Transaktion durch eine Hinterlegung absichern, indem sie der Plattform die *currency token* übertragen und diese erst freigegeben werden, wenn der Anbieter die Zahlung bestätigt.³⁴⁴

(3) *Betrieb eines organisierten Handelssystems gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1d KWG*

Der Tatbestand des Betriebs eines organisierten Handelssystems (OTF) gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1d KWG bleibt außer Betracht, da gem. § 2 Abs. 7 BörsG lediglich Verträge über Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate oder Derivate Handelsobjekt eines solchen Systems sein können.³⁴⁵ *Currency Token* fallen als Kryptowerte unter keines dieser Finanzinstrumente; sie sind insbesondere keine Derivate.³⁴⁶ Bei einer Krypto-Handels-

³⁴² Vgl. dazu statt vieler BVerwG, Urteil v. 27.2.2008 – 6 C 11.07, Rz. 24 m. w. N.; BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, Punkt 1. d); Patz BKR 2019, 435 (439) m. w. N.

³⁴³ Vgl. Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte, BGBl. 2017 I S. 1693 (1791).

³⁴⁴ BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflichten für Plattformen und Börsen“.

³⁴⁵ § 2 Abs. 7 BörsG definiert ein organisiertes Handelssystem als multilaterales System, bei dem es sich nicht um eine Börse oder ein multilaterales Handelssystem handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten innerhalb des Systems in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt.

³⁴⁶ Vgl. schon oben, § 5 C. II. 1. a) dd).

plattform kann es sich somit zumindest im Zusammenhang mit *currency token* nicht um ein organisiertes Handelssystem im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1d KWG handeln, so dass der Tatbestand im Ergebnis nicht erfüllt ist.

(4) *Anlagen- und Abschlussvermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1, 2 KWG*

Nach Ansicht der BaFin handelt es sich regelmäßig um die Anlage- und Abschlussvermittlung, wenn Krypto-Handelsplattformen entgeltlich regional gegliederte Verzeichnisse von Personen und Unternehmen anbieten, die *currency token* zum Kauf oder Verkauf anbieten.³⁴⁷ Eine Anlagevermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG³⁴⁸ durch die Handelsplattform kann dann vorliegen, wenn unter Mitwirkung des Systems zwischen registrierten Teilnehmern auf die Weise ein Kontakt hergestellt wird, dass die Informationen über Anbieter und Nachfrager über das System erst offengelegt werden, wobei die eigentliche Verhandlung und der Geschäftsabschluss außerhalb des Systems der Handelsplattform erfolgen.³⁴⁹ Eine Abschlussvermittlung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 2 KWG kommt dann in Betracht, wenn die Handelsplattform als Stellvertreter eines Teilnehmers auftritt und Angebot und Annahme zwar innerhalb des Systems zustande kommen, die Handelsplattform allerdings – anders als bei einer multilateralen Handelsplattform – einen Ermessensspielraum hat.³⁵⁰

(5) *Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG bei pre-mined currency token*

Wie oben dargestellt können *currency token*, die wie XRP-Token *pre-mined* sind, von Zahlern allenfalls derivativ von dem Emittenten – in diesem Fall Ripple – erworben werden. Ripple bietet der Öffentlichkeit auf Krypto-Handelsplattformen eine bestimmte Anzahl XRP-Token zum Verkauf an.³⁵¹ Die angebotenen Token werden monatlich nach vorformulierten und nicht veränderbaren Bedingungen von einer Treuhand-Adresse innerhalb der Ripple-Blockchain freigegeben (sogenanntes *escrow*).³⁵²

³⁴⁷ BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflichten für Plattformen und Börsen“; Patz BKR 2019, 435 (439).

³⁴⁸ Vgl. zum Begriff schon oben, § 4 C. I. 3. b) ee).

³⁴⁹ Patz BKR 2019, 435 (440).

³⁵⁰ Patz BKR 2019, 435 (440).

³⁵¹ Ripple, Finite XRP Supply, abrufbar unter: developers.ripple.com/xrp-ledger-overview.html#finite-xrp-supply (letzter Abruf: 11.4.2021).

³⁵² Ripple, Finite XRP Supply, abrufbar unter: developers.ripple.com/xrp-ledger-overview.html#finite-xrp-supply (letzter Abruf: 11.4.2021). Dieses Vorgehen soll das Vertrauen der Ripple-Nutzer darin stärken, dass das Unternehmen Ripple das Zahlungssystem nicht unkontrolliert mit Token überflutet und so eine Verwässerung des Werts der Token herbeiführt, vgl. Brad Garlinghouse, Ripple to Place 55 Billion XRP in Escrow to Ensure Certainty of Total XRP Supply, 16.5.2017, abrufbar unter: www.ripple.com/insights/ripple-to-place-55-billion-xrp-in-escrow-to-ensure-certainty-into-total-xrp-supply/ (letzter Abruf: 11.4.2021).

Denkbar ist, dass die Betreiber der Krypto-Plattformen durch deren Bereitstellung das Emissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG betreiben. Dies würde die Übernahme von Finanzinstrumente für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien voraussetzen. Da XRP-Token Kryptowerte und damit Finanzinstrumente im Sinne des KWG sind, können sie Gegenstand des Emissionsgeschäfts sein. Beim Verkauf von XRP-Token durch Ripple übernehmen Krypto-Handelsplattformen diese aber nicht für eigenes Risiko. Dies würde voraussetzen, dass die Betreiber die Token verbindlich und auf eigenes Risiko übernehmen, während Ripple sicher einen Gegenwert erhält.³⁵³ Dem ist beim Verkauf von XRP-Token über Krypto-Plattformen jedoch nicht so: Ripple zieht am Ende jedes Monats nicht verkaufte Token vielmehr von den Plattformen zurück und hinterlegt sie wieder für 54 Monate unter einer treuhänderisch ausgestalteten und nicht zugänglichen Adresse innerhalb der Ripple-Blockchain.³⁵⁴ Damit trägt Ripple selbst das Risiko, ob die XRP-Token über die Krypto-Handelsplattformen veräußert werden. Die Betreiber der Plattformen übernehmen dementsprechend kein derartiges Risiko. Im Ergebnis erbringen sie daher nicht das Emissionsgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG.

(6) *De lege ferenda: Erlaubnispflichten nach dem MiCA-VO-E*

Nach den beschriebenen Geschäftsmodellen wird für Krypto-Handelsplattformen insbesondere die Krypto-Dienstleistung des Betriebs einer Handelsplattform für Kryptowerte einschlägig sein. Darunter fällt nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 11 MiCA-VO-E die Verwaltung einer oder mehrerer Handelsplattformen für Kryptowerte, die die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Kryptowerten so zusammenführt beziehungsweise zusammenführen, dass ein Vertrag über den Tausch eines Kryptowerts entweder gegen einen anderen Kryptowert oder gegen eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, zustande kommt.

Der Betreiber einer Krypto-Handelsplattform ist damit als Person, deren berufliche oder gewerbliche Tätigkeit darin besteht, eine (oder mehrere) Krypto-Dienstleistungen geschäftsmäßig für Dritte zu erbringen, Anbieter von Krypto-Dienstleistungen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 8 MiCA-VO-E. Für diese formuliert Art. 53 Abs. 1 MiCA-VO-E ein Verbot der Geschäftstätigkeit mit Erlaubnisvorbehalt, da Krypto-Dienstleistungen nur von juristischen Personen mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union erbracht werden dürfen, die gem. Art. 55 MiCA-VO-E als Anbieter von Krypto-Dienstleistungen

³⁵³ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften, BT-Drucks. 13/7142, S. 63; *Schwenicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 75; *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 112.

³⁵⁴ Ripple, Finite XRP Supply, abrufbar unter: developers.ripple.com/xrp-ledger-overview.html#finite-xrp-supply (letzter Abruf: 9.4.2021).

zugelassen wurden. Zum Erlaubnisverfahren enthalten die Art. 54 ff. MiCA-VO-E detaillierte Regelungen, die an dieser Stelle nicht näher vertieft werden sollen. Um eine tätigkeits- und risikoangemessene Regulierung zu gewährleisten,³⁵⁵ sieht der MiCA-VO-E für bestimmte Krypto-Dienstleistungen spezielle Regelungen vor. So muss beispielsweise der Betreiber einer Handelsplattform für Kryptowerte gem. Art. 54 Abs. 2 lit. o) MiCA-VO-E im Rahmen seines Erlaubnisanspruchs eine Beschreibung der Betriebsvorschriften der Handelsplattform vorlegen, für die wiederum Art. 68 MiCA-VO-E genaue Anforderungen enthalten. Dort sind auch weitere Verhaltenspflichten für Anbieter von Krypto-Dienstleistungen, die für den Betrieb einer Handelsplattformen zugelassen sind, niedergelegt.

(7) Zwischenergebnis

Abhängig von ihrer konkreten Ausgestaltung können die Betreiber von Krypto-Handelsplattformen damit einer Erlaubnispflicht wegen des Finanzkommissionsgeschäfts oder des Betriebs eines multilateralen Handelssystems unterliegen. Für eine konkrete Einordnung kommt es auf die technische und rechtliche Gestaltung im Einzelfall an.

ff) Wallet-Anbieter

Wallet-Anbieter bieten Softwareprogramme an, in denen nicht die *currency token* selbst, sondern lediglich die zu diesen gehörenden privaten Schlüssel auf dem Endgerät des Token-Inhabers gespeichert werden.³⁵⁶ Diese privaten Schlüssel werden benötigt, um Transaktionen zu verifizieren. Dadurch könnten Wallet-Anbieter das Einlagengeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG, das Depotgeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 KWG oder das neu eingefügte Kryptoverwahrgeschäft nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG erbringen und in der Folge einer Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG unterliegen.

(1) Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG

Das Einlagengeschäft umfasst gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG die Annahme fremder Gelder als Einlagen oder anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums, sofern der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen verbrieft wird, ohne Rücksicht darauf, ob Zinsen vergütet werden.³⁵⁷ *Currency token* sind aber schon keine Gelder im Sinne der Vorschrift und können somit nicht Gegenstand eines Einlagengeschäfts sein.³⁵⁸ Darüber hinaus werden in einem Wallet nur die einem Token zugeordneten

³⁵⁵ Erwägungsgrund 59 MiCA-VO-E.

³⁵⁶ Vgl. *Spindler/Bille WM* 2014, 1357 (1358) sowie oben, § 5 B. II. 2. a) bb) (1).

³⁵⁷ Vgl. zum Einlagengeschäft schon die Ausführungen zum Crowdlending, § 4 C. I. 2.

³⁵⁸ *Keding WM* 2018, 64 (70); vgl. auch BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, Punkt 1.; *Schäfer*, in: *BFS-KWG*, § 1 Rn. 37; *Schwennicke*, in: *ders./Auerbach (Hrsg.)*, *KWG*, § 1 Rn. 12.

öffentlichen und privaten Schlüssel gespeichert, so dass die Wallet-Anbieter nicht die Token selbst annehmen.³⁵⁹ Der Tatbestand des Einlagengeschäfts ist damit nicht erfüllt.

(2) *Depotgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG*

Das Depotgeschäft erbringt gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 KWG, wer für andere Wertpapiere verwahrt und verwaltet. Da das KWG selbst keine Wertpapierdefinition kennt, ist auf den Wertpapierbegriff des § 1 DepotG abzustellen.³⁶⁰ Vom Anwendungsbereich erfasst sind damit Aktien, Kuxe, Zwischenscheine, Zins-, Gewinnanteil- und Erneuerungsscheine, auf den Inhaber lautende oder durch Indossament übertragbare Schuldverschreibungen, ferner andere Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind, mit Ausnahme von Banknoten und Papiergeld. Wie oben festgestellt unterfallen *currency token* nicht dem Wertpapier-Begriff der MiFID II.³⁶¹ Dies lässt sich – im Ergebnis – auf den Wertpapierbegriff des DepotG übertragen, da es *currency token* schon an der hier – im Gegensatz zur MiFID II – erforderlichen Vertretbarkeit im Sinne des § 91 BGB fehlt.³⁶² Daneben kommt es auch nicht zu der erforderlichen Inobhutnahme der Token, da mit den Schlüsseln kein Wert an den Wallet-Anbieter übertragen wird.³⁶³ Im Ergebnis ist somit auch der Tatbestand des Depotgeschäfts nicht erfüllt.

(3) *Kryptoverwahrgeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG*

Durch die schon oben beschriebene Anpassung des KWG im Rahmen der Umsetzung der Geldwäsche-Änderungsrichtlinie³⁶⁴ wurde das Kryptoverwahrgeschäft in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG als Finanzdienstleistung ergänzt. Darunter fällt die Verwahrung, die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte zu halten, zu speichern oder zu übertragen, für andere. Unter Verwahrung fällt die Inobhutnahme der Kryptowerte als Dienstleistung für Dritte in der Weise, dass die Kryptowerte dem Verwahrer zugänglich sind.³⁶⁵ Erfasst werden sollen davon insbesondere Dienstleister, die Kryptowerte ihrer Kunden in einem Sammelbestand aufbewahren, ohne dass die Kunden selbst Kenntnis der dabei ver-

³⁵⁹ Keding WM 2018, 64 (70); Terlau, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 55a Rn. 175.

³⁶⁰ Schäfer, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 78; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 49.

³⁶¹ Vgl. oben, § 5 C. II. 1. a) cc).

³⁶² Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 133d; Rennig BKR 2020, 23 (27).

³⁶³ Keding WM 2018, 64 (70); Terlau, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 55a Rn. 175.

³⁶⁴ Vgl. oben, § 5 C. II. 1. a) ff).

³⁶⁵ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie, BT-Drucks. 19/13827, S. 109; BaFin, Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft, Punkt I. 3.; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 133f.

wendeten kryptografischen Schlüssel haben;³⁶⁶ dies sind gerade verwahrende Wallet-Anbieter, die Kryptowerte in eigene Wallets überführen.³⁶⁷ Nicht erfasst sind dagegen nicht verwahrende Wallet-Anbieter, also solche, die ihren Kunden lediglich Software-Lösungen anbieten, mit denen diese einen besseren Überblick über die auf eigenen Geräten gespeicherten Kryptowerte und insbesondere die dazugehörigen privaten kryptografischen Schlüssel erhalten sollen, soweit der Anbieter keinen bestimmungsgemäßen Zugriff auf die durch den Nutzer verwahrten Kryptowerte oder Schlüssel hat.³⁶⁸

Verwalten im Sinne der Vorschrift ist im weitesten Sinne die laufende Wahrnehmung der Rechte aus dem Kryptowert.³⁶⁹ Davon betroffen dürften eher *security token* oder als Kryptowerte einzustufende *utility token* sein, da *currency token* grundsätzlich keine wahrzunehmenden Rechte vermitteln. Die Sicherung ist sowohl die als Dienstleistung erbrachte digitale Speicherung der privaten kryptografischen Schlüssel Dritter als auch die Aufbewahrung physischer Datenträger (zum Beispiel USB-Stick, Papier), auf denen solche Schlüssel gespeichert sind.³⁷⁰ Letztlich hängt die Frage, ob Wallet-Anbieter das Kryptoverwahrgeschäft erbringen, von der technischen Ausgestaltung im Einzelfall ab. Zu beachten ist jedoch, dass es trotz der Formulierung des Gesetzestextes („und“) ausreicht, wenn eine der genannten Tätigkeiten vorliegt; eines kumulativen Zusammentreffens bedarf es ausweislich der Gesetzesbegründung nicht.³⁷¹ Wird die Tätigkeit eines Wallet-Anbieters durch den Tatbestand erfasst, so besteht eine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, sofern das Kryptoverwahrgeschäft nicht hinter anderen Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen zurücktritt.³⁷²

Zu beachten ist, dass gem. § 2 Abs. 7b KWG für Finanzdienstleistungsinstitute, die außer dem Kryptoverwahrgeschäft keine weitere Finanzdienstleistung

³⁶⁶ Ebd.

³⁶⁷ Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 133 f.

³⁶⁸ Rennig BKR 2020, 23 (27); Fromberger/Haffke/Zimmermann BKR 2019, 377 (385); Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 133g; BaFin, Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft, Punkt I. 3.

³⁶⁹ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie, BT-Drucks. 19/13827, S. 109; BaFin, Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft, Punkt I. 3.; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 133h.

³⁷⁰ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie, BT-Drucks. 19/13827, S. 109; BaFin, Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft, Punkt I. 3.; Schwennicke, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 133i.

³⁷¹ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie, BT-Drucks. 19/13827, S. 109; vgl. auch BaFin, Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft, Punkt I. 3; Rennig BKR 2020, 23 (27); Reses/Ulrich/Geest ZBB 2020, 22 (28).

³⁷² Vgl. zum Verhältnis des Kryptoverwahrgeschäfts zu anderen Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen nach dem KWG BaFin, Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft, Punkt II.; vgl. dazu ausführlich Rennig, Kryptowerte im Aufsichts- und Geldwäscherecht in: Voß (Hrsg.), Recht der FinTechs (in Vorbereitung für 2022).

erbringen, die dort aufgezählten Vorgaben nicht anzuwenden sind.³⁷³ Diese Ausnahmeregelung ersetzte das im ursprünglichen Gesetzesentwurf vorgesehene *ring fencing* des Kryptoverwahrgeschäfts, durch das dessen Betreiber keine andere nach dem KWG erlaubnispflichtige Tätigkeit erbringen durfte.³⁷⁴ Der Gesetzgeber hat aber erkannt, dass das Kryptoverwahrgeschäft hauptsächlich mit operationellen Risiken verbunden ist, an die das Pflichtenprogramm durch die Vorschrift des § 2 Abs. 7b KWG angepasst werden soll.³⁷⁵ Dieses umfasst für Unternehmen, die nur das Kryptoverwahrgeschäft erbringen, insbesondere Vorgaben zum Anfangskapital, zur Eignung der Geschäftsleiter³⁷⁶, zu einer ordnungsmäßigen Geschäftsorganisation (einschließlich der Anwendbarkeit von § 25a KWG und damit der MaRisk und der BAIT) sowie Anzeige- und Meldepflichten, etwa zur Finanzsituation oder bei bestimmten Ereignissen (wie zum Beispiel das Absinken des Anfangskapitals unter dem Mindestanforderungen oder die Absicht der Bestellung eines Geschäftsleiters).³⁷⁷ Diese Ausnahmeregelung gilt nach Inkrafttreten des eWpG und den damit einhergehenden Änderungen des KWG auch für die Finanzdienstleistung der Kryptowertpapierregisterführung, da auch für diese ganz ähnliche Erwägungen wie für das Kryptoverwahrgeschäft angestellt werden können.³⁷⁸

(4) *De lege ferenda: Erlaubnispflichten nach dem MiCA-VO-E*

Für Wallet-Anbieter kommt aus dem Katalog der Krypto-Dienstleistungen insbesondere die in Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 MiCA-VO-E definierte „Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für Dritte“ in Betracht, also die sichere Aufbewahrung oder Kontrolle von Kryptowerten oder der Mittel für den Zugang zu solchen Kryptowerten für Dritte, gegebenenfalls in Form privater kryptografischer Schlüssel. Der Verordnungsentwurf spezifiziert den genauen Inhalt der erfassten Tätigkeiten nicht weiter; inhaltlich dürfte die Dienstleistung aber mit den Varianten des Kryptoverwahrgeschäfts jedenfalls vergleichbar, wenn nicht sogar inhaltsgleich sein.³⁷⁹ Entsprechend kommt es auch hier auf die Ausgestaltung des Angebots durch den Wallet-Anbieter im Einzelfall an.

³⁷³ Dies sind namentlich die §§ 10, 10c–28, 24 Abs. 1 Nr. 14–14b, 24a, 25a Abs. 5, 26a, 45 KWG sowie die Art. 39, 41, 50–403, 411–455 der CRR-VO.

³⁷⁴ Vgl. zum *ring fencing* einzelner Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen *Rennig* BKR 2020, 23 (28f.).

³⁷⁵ Bericht des Finanzausschusses vom 14.11.2019 unter anderem zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung (BT-Drucks. 19/13827), BT-Drucks. 19/15196, S. 51.

³⁷⁶ Vgl. zu deren Innovationsrelevanz aber schon oben, § 2 C. II. 2. a) bb) (1).

³⁷⁷ Bericht des Finanzausschusses vom 14.11.2019 unter anderem zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung (BT-Drucks. 19/13827), BT-Drucks. 19/15196, S. 51; *Rennig* BKR 2020, 23 (29).

³⁷⁸ Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, S. 86; vgl. dazu auch *Preußel/Wöckener/Gillenkirch* BKR 2020, 551 (558).

³⁷⁹ *Rennig* ZBB 2020, 385 (395), vgl. zum Anwendungsbereich des Kryptoverwahrgeschäfts neben dem MiCA-VO-E ebd., S. 396; daneben *Mienert* ZDiW 2021, 148.

Erbringt der Wallet-Anbieter die Krypto-Dienstleistung der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für Dritte, so unterliegt er als Anbieter von Krypto-Dienstleistungen im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 8 MiCA-VO einer Erlaubnispflicht gem. Art. 53 MiCA-VO-E.³⁸⁰ Für diese Krypto-Dienstleistung enthält der MiCA-VO-E in Art. 67 MiCA-VO-E spezielle Anforderungen, unter anderem die Pflicht zum Abschluss einer Vereinbarung mit obligatorischem Mindestinhalt. Bemerkenswert ist zudem die in Art. 67 Abs. 8 MiCA-VO-E vorgesehene Haftung des Anbieters gegenüber ihren Kunden für infolge von Funktionsstörungen oder Hacking erlittene Verluste von Kryptowerten bis zum Marktwert der verloren gegangenen Kryptowerte. An dieser Stelle sei daran erinnert, dass der Gesetzgeber gerade durch Haftungsregeln die Innovationsoffenheit des Rechts steuern kann.³⁸¹ Die hier vorgesehene Haftung des Anbieters der Dienstleistung setzt als Gefährdungshaftung kein Verschulden voraus; insbesondere werden diesen auch Angriffe von außen zugerechnet, selbst wenn die dabei überwundenen technischen Sicherheitsvorkehrungen auf dem neuesten Stand gewesen sein sollten. Innerhalb der vorgestellten Abstufungen kann hier deshalb durchaus von einer zu befürchtenden innovationshemmenden Wirkung dieser Regelung ausgegangen werden.

(5) Zwischenergebnis

Die Wallet-Anbieter traf bis zur Einführung der Finanzdienstleistung des Kryptoverwahrgeschäfts im Jahr 2020 keine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG.³⁸² Inzwischen kommt je nach technischer Ausgestaltung im Einzelfall jedoch eine Erlaubnispflicht nach dem KWG in Betracht. Erbringt der Wallet-Anbieter dabei ausschließlich das Kryptoverwahrgeschäft, so kommen die in § 2 Abs. 7b KWG vorgesehenen Erleichterungen zur Anwendung.

Der MiCA-VO-E kann die Angebote von Wallet-Anbietern abhängig von der Dienstleistung im Einzelfall ebenfalls erfassen. Besonderer Bedeutung kommt im Rahmen dieser die Innovationsrelevanz rechtlicher Vorgaben untersuchenden Arbeit dann der verschuldensunabhängigen Haftung des Anbieters der Dienstleistung für Verluste von Kryptowerten zu. Diese Regel könnte letztlich dazu führen, dass von der Aufnahme der Tätigkeit zur Vermeidung entsprechender Haftungsrisiken von vornherein abgesehen wird.

gg) Wechselstuben

Neben Krypto-Handelsplattformen, die als Vertriebsintermediär tätig sind, existieren auch Wechselstuben, die einen Tausch von Kryptotoken gegen Nominalgeldwährungen oder andere Kryptotoken ermöglichen. Im Unterschied

³⁸⁰ Vgl. dazu schon oben, § 5 C. II. 2. a) ee) (6).

³⁸¹ Vgl. oben, § 2 A. I.

³⁸² *Keding WM* 2018, 64 (69); *Terlau*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 55a Rn. 176.

zu den Handelsplattformen bringen sie dabei nicht lediglich die Vertragsparteien für einen Tausch zusammen, sondern werden selbst Partei eines Vertrags über den Erwerb von *currency token*.

(1) Erlaubnispflichten nach dem KWG

In Betracht kommt daher insbesondere die Finanzdienstleistung des Eigenhandels nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 KWG.³⁸³ Nach Ansicht der BaFin liegt ein solcher vor, wenn *currency token* nicht nur gekauft oder verkauft werden, um damit an einem bestehenden Markt zu partizipieren, sondern ein besonderer Beitrag geleistet wird, um einen Markt zu schaffen oder zu erhalten.³⁸⁴ In Betracht kommt daher insbesondere die in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4a KWG definierte Variante des Eigenhandels, also das kontinuierliche Anbieten des An- und Verkaufs von Finanzinstrumenten zu selbst gestellten Preisen für eigene Rechnung unter Einsatz des eigenen Kapitals. Allerdings ist – wie bei Emittenten von *pre-mined currency token*³⁸⁵ – fraglich, ob der Betreiber der Wechselstube die Preise für den An- und Verkauf selbst stellt oder nicht vielmehr lediglich die durch Angebot und Nachfrage generierten Wechselkurse nutzt.

Auf eine Beantwortung dieser Frage kommt es aber jedenfalls dann nicht an, wenn der Betrieb einer Komplementärwährungs-Wechselstube durch den Auffangtatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG erfasst wird. Danach gilt das Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere als Eigenhandel. Komplementärwährungs-Wechselstuben zeichnen sich gerade dadurch aus, dass sie auf eigene Rechnung *currency token* im Austausch gegen Fiatgeld an- und verkaufen. Für das notwendige Dienstleistungselement reicht es aus, wenn die Wechselstube den Kunden als Dienstleister gegenübertritt und sich bereithält, mit diesen Verträge über die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten abzuschließen.³⁸⁶ Wechselstuben bieten Token-Inhabern durch ihre ständige Bereitschaft, *currency token* im Austausch gegen Fiatgeld zu erwerben, eine erhöhte Liquidität. Auch Personen, die am Erwerb von *currency token* interessiert sind, erhalten durch Wechselstuben die Möglichkeit, ohne aufwendige Suche nach Geschäftspartnern Token anzukaufen. Wechselstuben sind damit sowohl bei einem An- als auch bei einem Verkauf von *currency token* als Dienstleister tätig. Damit ist der Tatbestand des Eigenhandels nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG unabhängig von selbst gestellten Preisen jedenfalls erfüllt.

³⁸³ Der Betrieb eines multilateralen Handelssystems nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG ist dagegen ausgeschlossen, da bilaterale System von diesem Tatbestand nicht erfasst werden, vgl. oben, § 4 C. I. 3. b) ff).

³⁸⁴ BaFin, Virtuelle Währungen, Punkt „Erlaubnispflichten beim Mining, An- und Verkauf“.

³⁸⁵ Vgl. oben, § 5 C. II. 2. a) dd) (2).

³⁸⁶ BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Punkt 1. c) cc).

Eine Erlaubnispflicht aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG besteht, wenn der Eigenhandel gewerbsmäßig oder in einem Umfang betrieben wird, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs erfordert. Mehr als 25 Einzeltransaktionen im Monatsdurchschnitt indizieren nach Ansicht der BaFin bei einem Eigenhandel das Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs.³⁸⁷ Einen derartigen Monatsdurchschnitt werden Wechselstuben regelmäßig erreichen. Davon abgesehen werden sie für gewöhnlich gewerbsmäßig betrieben, da ihr Betrieb auf eine gewisse Dauer angelegt ist und für den An- und Verkauf der Token Gebühren anfallen, so dass die Betreiber der Wechselstuben mit Gewinnerzielungsabsicht handeln. Komplementärwährung-Wechselstuben trifft somit regelmäßig eine Erlaubnispflicht nach §§ 32 Abs. 1 S. 1, 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG.

(2) De lege ferenda: Erlaubnispflichten nach dem MiCA-VO-E

Für Wechselstuben enthält der MiCA-VO-E gleich zwei Krypto-Dienstleistungen, die einschlägig sein können. Zunächst erfasst der Verordnungsentwurf gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 12 MiCA-VO-E den „Tausch von Kryptowerten gegen Nominalgeldwährung“, das heißt den Abschluss von Verträgen mit Dritten über den Kauf und Verkauf von Kryptowerten, die unter Einsatz eigenen Kapitals gegen eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, getauscht werden. Daneben ist auch der „Tausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte“ im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 13 MiCA-VO-E Krypto-Dienstleistung, also der Abschluss von Verträgen mit Dritten über den Kauf oder Verkauf von Kryptowerten, die unter Einsatz eigenen Kapitals gegen andere Kryptowerte getauscht werden. Entscheidender Unterschied zum Betrieb von Krypto-Handelsplattformen, der sich auch in den genannten Tätigkeitsbeschreibungen des MiCA-VO-E niederschlägt, ist der Einsatz eigenen Kapitals.

Folge der Einordnung als Anbieter von Krypto-Dienstleistungen ist das aus Art. 53 Abs. 1 MiCA-VO-E folgende Verbot einer Tätigkeit mit Erlaubnisvorbehalt.³⁸⁸ Besondere Anforderungen an diese Krypto-Dienstleistung enthält der Art. 69 MiCA-VO-E.

hb) Chip-Hersteller

Lediglich der Vollständigkeit halber sei angemerkt, dass die Zurverfügungstellung der Chipkarten, die für die Durchführung der verschiedenen Konsensverfahren und damit für die Validierung einer Transaktion innerhalb des Distributed-Ledger-Zahlungssystems notwendig sind, selbst bei einer Anwendbarkeit des ZAG wegen § 2 Abs. 1 Nr. 9 ZAG kein Zahlungsdienst im Sinne des § 1

³⁸⁷ BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Punkt 2. a).

³⁸⁸ Vgl. dazu schon oben, § 5 C. II. 2. a) ee) (6).

Abs. 1 S. 2 ZAG wäre.³⁸⁹ Eine Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG besteht für die Hersteller dieser Chipkarten damit jedenfalls nicht.

ii) Weitere erlaubnispflichtige Krypto-Dienstleistungen nach dem MiCA-VO-E

Neben den dargestellten Tätigkeiten erfasst der MiCA-VO-E noch weitere Krypto-Dienstleistungen, die für die hier genannten Intermediäre nicht einschlägig sind. Zu nennen ist hier zunächst die Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 14 MiCA-VO-E, also den Abschluss von Verträgen mit Dritten über den Kauf oder Verkauf eines oder mehrerer Kryptowerte oder über die Zeichnung eines oder mehrerer Kryptowerte für Dritte. Die Platzierung von Kryptowerten gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 MiCA-VO-E erfasst die Vermarktung neu ausgegebener oder bereits ausgegebener, aber nicht zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte zugelassener Kryptowerte an bestimmte Käufer ohne öffentliches Angebot oder Angebot an bestehende Inhaber von Kryptowerten des Emittenten. Die Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 16 MiCA-VO-E ist die Annahme eines von einer Person erteilten Auftrags zum Kauf oder Verkauf eines oder mehrerer Kryptowerte oder zur Zeichnung eines oder mehrerer Kryptowerte und die Übermittlung dieses Auftrags an Dritte zur Ausführung durch diese Dritte. Schließlich umfasst die Beratung zu Kryptowerten gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 17 MiCA-VO-E das Angebot oder die Abgabe personalisierter oder spezifischer Empfehlungen an Dritte oder die Zustimmung zur Abgabe solcher Empfehlungen auf Ersuchen des Dritten oder auf Initiative des die Beratung leistenden Anbieters von Krypto-Dienstleistungen in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines oder mehrerer Kryptowerte oder die Nutzung von Krypto-Dienstleistungen.

Die Zusammenschau aller Krypto-Dienstleistungen lässt den Schluss zu, dass der europäische Gesetzgeber das Krypto-Ökosystem möglichst umfassend regeln will.³⁹⁰ Auffällig dabei ist letztlich wieder, dass sämtliche Tätigkeiten erfasst sind, die sich rund um diese Systeme entwickelt haben, nicht jedoch die Tätigkeit der Aufrechterhaltung und des Betriebs des Distributed-Ledger-Zahlungssystems selbst.

jj) Zwischenergebnis

Bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit dem Einsatz von *currency token* als Zahlungsmittel kommen *de lege lata* somit allenfalls bei solchen Beteiligten in Betracht, die für die Funktionsfähigkeit des Distributed-Ledger-Zahlungssystems keine essentielle Bedeutung haben. Eine Erlaubnispflicht aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG trifft lediglich die sogenannten Vertriebs-

³⁸⁹ Vgl. *Keding* WM 2018, 64 (70).

³⁹⁰ Vgl. auch *Mienert* ZDiW 2021, 148 (150).

intermediäre, also Krypto-Handelsplattformen, die entweder das Finanzkommissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG oder ein multilaterales Handelssystem gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG betreiben, Wechselstuben, die grundsätzlich das Eigengeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG betreiben, oder Wallet-Anbieter, die das Kryptoverwahrgeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG betreiben. Für die übrigen Beteiligten, insbesondere die Miner und die am Konsensverfahren beteiligten *nodes* sowie die Emittenten von *pre-mined currency token* kommen dagegen keine Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen in Betracht. Im Umkehrschluss ist es somit grundsätzlich möglich, durch die Nutzung von *currency token* als Zahlungsmittel ein in sich geschlossenes und vollständig außerhalb des bankaufsichtsrechtlichen Aufsichtsmaßstabs stehendes Zahlungssystem zu betreiben.

Durch den MiCA-VO-E fällt erstmals der XRP-Emittent als Emittent von Kryptowerten in den Anwendungsbereich aufsichtsrechtlicher Regulierung. Unklar sind dagegen die Auswirkungen auf dezentrale Systeme wie die Bitcoin-Blockchain, in deren Rahmen es keinen Emittenten der *currency token* gibt. Die derzeitige Formulierung des Verordnungsentwurfs lässt hier befürchten, dass derartige Systeme in Zukunft nicht zulässig wären, was eine Beschränkung der von Distributed-Ledger-Systemen ausgehenden Innovationswirkung bedeuten würde. Für die außerhalb der eigentlichen Zahlungssysteme tätigen Vertriebsintermediäre sieht der MiCA-VO-E eine Vielzahl von Krypto-Dienstleistungen vor, die unter anderem zu einer Erlaubnispflicht für deren Anbieter führen.

b) IOUs als Zahlungsmittel

Wie oben dargestellt können über das Ripple-System neben XRP-Token sowohl Fiatgeld als auch systemfremde *currency token* als Zahlungsmittel eingesetzt werden. Diese sind jedoch nicht unmittelbar im Distributed-Ledger-System von Ripple verkörpert, sondern lediglich mittelbar durch sogenannte IOUs. Die aufsichtsrechtliche Behandlung von Zahlungen mit IOUs weist von solchen mit systemimmanenten Komplementärwährungen insofern Unterschiede auf, als das mit sogenannten *gateways* und *market makern* zusätzliche Akteure an der Durchführung von Zahlungsvorgängen beteiligt sind. Andererseits hat die rechtliche Einordnung zumindest für Fiatgeld-IOUs gezeigt, dass diese als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG einzuordnen sind und so auch die Vorgaben des ZAG zu beachten sind. Eine Subsumtion von Komplementärwährung-IOUs unter den E-Geld-Begriff scheiterte dagegen; stattdessen sind sie wie *currency token* als Rechnungseinheiten und damit als Finanzinstrumente im Sinne des KWG zu behandeln.

aa) Zahler und Zahlungsempfänger

Werden Komplementärwährung-IOUs, die oben als Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG in Form von Rechnungseinheiten eingestuft wurden, als Zahlungsmittel eingesetzt und angenommen, kann daraus ebenso wie bei einer derartigen Nutzung von *currency token* keine Erlaubnispflicht aus § 32 Abs. 1 S. 1 KWG folgen.³⁹¹ Für die als E-Geld im Sinne von § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG eingestuften Fiatgeld-IOUs kommt das ZAG zur Anwendung. Im Ergebnis entsteht aus deren Nutzung und Annahme als Zahlungsmittel ebenfalls keine Erlaubnispflicht, da Zahler und Zahlungsempfänger nicht die Adressaten des ZAG sind.³⁹²

bb) Gateways

Gateways stellen die Schnittstelle zwischen dem Ripple-Netzwerk und der Welt außerhalb des Distributed-Ledger-Systems dar, indem sie Nutzern innerhalb des Netzwerks auf Fiatgeld oder systemfremde Komplementärwährungen lautende IOUs ausstellen.³⁹³ Durch diese Dienstleistung könnten ihnen aufsichtsrechtliche Pflichten entstehen. Zu unterscheiden ist hier wiederum zwischen einer Ausgabe von Fiatgeld-IOUs und Komplementärwährung-IOUs.

(1) Ausstellung von Fiatgeld-IOUs

Fiatgeld-IOUs zeichnen sich dadurch aus, dass sie von *gateways* wie Bitstamp gegen die Zahlung von Fiatgeld ausgegeben werden und so dessen Übertragung innerhalb des Distributed-Ledger-Systems von Ripple ermöglichen. So kann ein Zahler beispielsweise 100 US-Dollar bei Bitstamp einzahlen und erhält auf der Ripple-Blockchain ein IOU, nach dem der Inhaber des IOUs einen Anspruch auf den Rücktausch des IOUs gegen Zahlung von 100 US-Dollar hat. Dadurch kommen Erlaubnispflichten des *gateways* aus dem KWG wegen des Betriebens des Sortengeschäfts nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 7 KWG oder als E-Geld-Institut nach § 11 Abs. 1 ZAG in Betracht.

(a) Sortengeschäft gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 7 KWG

In Betracht kommt zunächst eine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, wenn die Ausgabe von IOUs gegen gesetzliche Zahlungsmittel den Tatbestand des Sortengeschäfts gem. § 1 Abs. 1a Nr. 7 KWG erfüllt. Das Gesetz definiert diese Finanzdienstleistung schlicht als den Handel mit Sorten. Traditionell erfasst der Tatbestand den Tausch von inländischen und ausländischen gesetzlichen Zahlungsmitteln in Form von Banknoten und Münzen.³⁹⁴ Ein Zahler

³⁹¹ Vgl. dazu schon oben ausführlich, § 5 C. II. 2. a) aa).

³⁹² So für *currency token* auch *Keding* WM 2018, 64 (67).

³⁹³ Europäische Zentralbank, *Virtual currency schemes*, S. 12.

³⁹⁴ Vgl. *Schäfer*, in: BFS-KWG, § 1 Rn. 177; *Schwennicke*, in: ders./Auerbach (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 135.

erhält ein Fiatgeld-IOU zwar gegen die Zahlung von inländischen oder ausländischen gesetzlichen Zahlungsmitteln. Diese kann er zum Beispiel bei Bitstamp nur bargeldlos einzahlen.³⁹⁵ Im Gegenzug erhält der Zahler in Form des Fiatgeld-IOU jedoch keine gesetzlichen Zahlungsmittel, sondern E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG. Diese Konstellation kann schon deshalb nicht vom Sortengeschäft im Sinne des KWG erfasst sein, da die Regelungen des ZAG zum E-Geld-Geschäft sonst obsolet wären. Dies kann der Gesetzgeber nicht beabsichtigt haben. Damit ist der Tatbestand des Sortengeschäfts nicht erfüllt. Folglich besteht auch keine Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG.

(b) Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG wegen Ausgabe von E-Geld?

Stattdessen kommt eine Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG in Betracht. Danach bedarf derjenige einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin, der im Inland das E-Geld-Geschäft betreiben will, ohne E-Geld-Emittent im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 1 Nr. 2–4 ZAG zu sein. *Gateway*-Services können unter anderem von Kreditinstituten erbracht werden. Sollte es sich bei diesen um im Inland zugelassene CRR-Kreditinstitute im Sinne des § 1 Abs. 3d S. 1 KWG handeln, sind diese E-Geld-Institute gem. § 1 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 ZAG und benötigen keine gesonderte Erlaubnis nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG.

Für alle anderen als *gateways* tätigen Dienstleister, wie zum Beispiel Bitstamp oder Gatehub, besteht dagegen eine gesonderte Erlaubnispflicht, wenn sie im Sinne von § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG durch die Ausgabe von E-Geld das E-Geld-Geschäft betreiben. Da Fiatgeld-IOUTs bereits als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG eingeordnet werden konnten, bleibt nur noch zu klären, ob diese von den *gateways* ausgegeben werden. Unter Ausgabe versteht man die Übertragung der die monetäre Wertseinheit beinhaltenden digitalen Datensentenz mit samt einer den Aussteller bezeichnenden Kennung und Abschluss eines die Verpflichtung der ausgebenden Stelle begründenden Geschäftsbesorgungsvertrages mit abstrakt-genereller Weisung oder Hervorrufen des zurechenbaren Rechtsscheins desselben.³⁹⁶ Nachdem der Zahler Fiatgeld bei einem *gateway* eingezahlt hat, wird ihm bei Bitstamp auf seinem Account ein entsprechendes Guthaben bereitgestellt. Innerhalb des Ripple-Systems ist der Fiatgeld-IOU mit der öffentlichen Adresse von Bitstamp verbunden,³⁹⁷ so dass der Aussteller hinreichend bezeichnet ist.

³⁹⁵ Bitstamp akzeptiert ausschließlich Zahlungen per SEPA-Überweisung, internationale Banküberweisungen und Kreditkartenzahlung, vgl. Bitstamp, FAQ, How do I deposit funds to my Bitstamp account?, abrufbar unter: <https://www.bitstamp.net/faq/how-do-i-deposit-funds-to-my-bitstamp-account/> (letzter Abruf: 13.3.2021).

³⁹⁶ Vgl. zum Begriff der Ausgabe im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG schon oben, § 5 C. I. 1. b).

³⁹⁷ Vgl. Bitstamp, Ripple Network and Bitstamp IOU service, abrufbar unter: <https://www.bitstamp.net/faq/ripple-network-and-bitstamp-iou-service/> (letzter Abruf: 13.3.2021).

Der Abschluss eines die Verpflichtung der ausgebenden Stelle begründenden Geschäftsbesorgungsvertrags mit abstrakt-genereller Weisung oder das Hervorrufen eines zurechenbaren Rechtscheins ist ebenfalls gegeben. Dazu reicht die Vereinbarung oder der Rechtschein aus, dass der Emittent immer an den jeweiligen Inhaber der elektronischen Werteinheit zahlt, der diese zur Einlösung vorlegt.³⁹⁸ Zumindest Bitstamp ruft jedenfalls einen solchen Rechtschein hervor, indem sie auf ihrer FAQ-Seite angeben, dass die IOUs bei Vorlage durch deren Inhaber zurückgetauscht werden.³⁹⁹ Damit erfüllt die Bereitstellung eines Währung-IOUs durch ein *gateway* alle Merkmale der Ausgabe von E-Geld im Sinne von § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG. Für die Erlaubnispflicht aus § 11 Abs. 1 ZAG ist das Betreiben des E-Geld-Geschäfts hinreichend, auf die Gewerbsmäßigkeit oder die Erforderlichkeit eines kaufmännischen Geschäftsbetriebs kommt es nicht an. Damit unterliegen die *gateways* bei der Ausgabe von Fiatgeld-IOUs einer Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 ZAG und sind gleichzeitig E-Geld-Institute im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 ZAG.

(c) *Rechtsfolgen der Einordnung als E-Geld-Emittent*

Von der Erlaubnis im Sinne des § 11 Abs. 1 ZAG ist gem. § 11 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 ZAG auch die Erbringung von Zahlungsdiensten im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 ZAG umfasst. Daher kann das *gateway* ohne gesonderte Erlaubnis zum Beispiel das Finanztransfergeschäft erbringen, wenn seine Beteiligung an der Transaktion von dessen gesetzlichen Wortlaut in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG erfasst ist.⁴⁰⁰

Darüber hinaus unterliegt das E-Geld-Geschäft den Sondervorschriften der §§ 31 ff. ZAG. Zu beachten ist insbesondere die Verpflichtung zum Rücktausch in gesetzliche Zahlungsmittel zum Nennwert gem. § 33 Abs. 1 S. 2 ZAG. Problematisch ist, dass beispielsweise bei Bitstamp eine Gebühr für den Rücktausch in Höhe von 0,2 % der ausgezahlten Summe anfällt.⁴⁰¹ Einer solchen Gebührenvereinbarung könnte § 33 Abs. 3 ZAG entgegenstehen, nach dessen Maßgabe Gebühren für einen Rücktausch nur aufgrund einer vertraglichen Vereinbarung und in den Fällen des § 33 Abs. 3 S. 2 ZAG verlangt werden dürfen. Sämtliche Fälle, in denen eine solche Vereinbarung zulässig ist, hängen mit der vereinbarten Vertragslaufzeit zusammen. Bei einer Nutzung des Bitstamp-*gateways* ist nicht ersichtlich, dass eine Vertragslaufzeit vereinbart wird, so dass Zweifel an der Zulässigkeit der Gebührenvereinbarung für einen Rücktausch bestehen.

³⁹⁸ Langenbucher, Die Risikoordnung im bargeldlosen Zahlungsverkehr, S. 311.; vgl. zur zivilrechtlichen Einordnung von E-Geld auch Terlau, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG, § 1a Rn. 202 ff.

³⁹⁹ Vgl. Bitstamp, Ripple Network and Bitstamp IOU service, abrufbar unter: <https://www.bitstamp.net/faq/ripple-network-and-bitstamp-iou-service/> (letzter Abruf: 13.3.2021).

⁴⁰⁰ Dies bejahend Hildner BKR 2016, 485 (492).

⁴⁰¹ Vgl. Bitstamp, FAQ: XRP IOU withdrawal (BTC, USD), abrufbar unter: <https://www.bitstamp.net/faq/ripple-btc-usd-withdrawals/> (letzter Abruf: 13.3.2021).

(d) *Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG*

Da *gateways* bei der Ausgabe von Fiatgeld-IOUs Gelder in Form von gesetzlichen Zahlungsmitteln der Zahler entgegennehmen und diese wie dargestellt wegen § 33 Abs. 1 S. 2 ZAG unbedingt rückzahlbar sind, könnte auch der Tatbestand des Einlagengeschäfts nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG erfüllt sein, so dass hieraus eine Erlaubnispflicht nach dem KWG resultieren könnte. Nach § 3 Abs. 2 S. 2 ZAG gelten Gelder, die ein E-Geld-Institut zum Zwecke der Ausgabe von E-Geld entgegennimmt, aber unter zwei Voraussetzungen nicht als Einlagen im Sinne des KWG: Zunächst muss die Ausgabe des E-Geldes gleichzeitig oder unverzüglich nach der Entgegennahme der im Austausch gegen die Ausgabe des E-Geldes einzuzahlenden Gelder erfolgen (§ 3 Abs. 2 S. 2 Nr. 1 ZAG). Daneben darf das E-Geld und das Guthaben, das durch die Ausgabe des E-Geldes entsteht, nicht verzinst werden und dem Inhaber auch sonst keine Vorteile gewähren, die mit der Länge der Haltedauer in Zusammenhang stehen (§ 3 Abs. 2 S. 2 Nr. 2 ZAG). Es ist nicht ersichtlich, dass dem Zahler ein monetärer oder sonstiger Vorteil dadurch entsteht, dass er Fiatgeld bei dem *gateway* einzahlte. Im Ergebnis wird somit regelmäßig die Ausnahmeregelung des § 3 Abs. 2 S. 2 ZAG eingreifen, so dass die durch *gateways* angenommenen Gelder nicht als Einlagen im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 ZAG gelten. Eine Erlaubnispflicht wegen des Betriebs des Einlagengeschäfts kommt somit nicht in Betracht.

(e) *De lege ferenda: Pflichten als Emittent von E-Geld-Token nach dem MiCA-VO-E*

Wie dargestellt stellen Fiatgeld-IOUs im kommenden europäischen Recht E-Geld-Token im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 4 MiCA-VO-E dar. Für deren Emittenten sehen die Art. 43 ff. MiCA-VO-E spezielle Anforderungen vor. Emittent von Kryptowerten ist gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 MiCA-VO-E eine juristische Person, die Kryptowerte jeglicher Art öffentlich anbietet oder die Zulassung solcher Kryptowerte auf einer Handelsplattform für Kryptowerte beantragt. Hierfür dürfte es keinen Unterschied machen, dass *gateways* die Kryptowerte im Prinzip erst schaffen, indem sie die IOUs auf der Ripple-Blockchain erst ausstellen, wenn ein Kunde dies in Auftrag gegeben hat. In der Bereitstellung dieser Dienstleistung in Verbindung mit einer entsprechenden Kommunikation nach außen stellt dies ein öffentliches Angebot im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 9 MiCA-VO-E dar, da es sich hierbei um ein Angebot an Dritte handelt, einen Kryptowert im Tausch gegen Nominalgeldwährung zu erwerben. Damit handelt es sich bei *gateways* um Emittenten von E-Geld-Token; die sich aus Art. 43 ff. MiCA-VO-E ergebenden Pflichten sind entsprechend zu beachten.

(aa) Mittelbare Erlaubnispflicht, Art. 43 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a) MiCA-VO-E

Der MiCA-VO-E statuiert für Emittenten von E-Geld-Token kein unmittelbares, sondern ein mittelbares Verbot mit Erlaubnisvorbehalt.⁴⁰² E-Geld-Token dürfen gem. Art. 43 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a) MiCA-VO-E nur öffentlich angeboten werden, wenn deren Emittent als Kreditinstitut oder E-Geld-Institut zugelassen wurde. Mit anderen Worten: Emittent von E-Geld-Token kann nur sein, wer bereits nach anderen bankaufsichtsrechtlichen Rechtsakten über eine Zulassung verfügt.⁴⁰³ Als Kreditinstitut gilt gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 19 MiCA-VO-E in Verbindung mit Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 CRR-VO ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren.⁴⁰⁴ Damit stellt sich die Regelung als relativ starke Einschränkung heraus, wenn sogar Kreditinstitute im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KWG nicht als Emittent von E-Geld-Token in Frage kämen, wenn sie nicht wenigstens über eine Erlaubnis für das Einlagen- und Kreditgeschäft verfügen. Insbesondere sind auch Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 1 KWG als Emittent von E-Geld-Token nicht zugelassen.

Abgesehen von dieser mittelbaren Erlaubnispflicht muss gem. Art. 43 Abs. 1 UAbs. 1 lit. b) MiCA-VO-E sichergestellt sein, dass die Anforderungen für E-Geld-Institute gemäß den Titeln II („Voraussetzungen für die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten“) und III („Ausgabe und Rücktauschbarkeit von E-Geld“) der E-Geld-Richtlinie erfüllt sind. E-Geld-Institute, die Emittent von E-Geld-Token werden wollen, müssen diese Anforderungen ohnehin schon beachten; einen eigenen Bedeutungsgehalt gewinnt die Regelung somit nur für die genannten Kreditinstitute. Schließlich muss ein der zuständigen Behörde gem. Art. 46 MiCA-VO-E notifiziertes Kryptowert-Whitepaper veröffentlicht werden (Art. 43 Abs. 1 UAbs. 1 lit. c) MiCA-VO-E).⁴⁰⁵

(bb) Ausgabe und Rücktauschbarkeit, Art. 44 MiCA-VO-E

Gem. Art. 44 Abs. 2 S. 2 MiCA-VO-E sind E-Geld-Token, die nicht allen Inhabern einen Forderungsanspruch einräumen, verboten. Emittenten solcher E-Geld-Token müssen diese einerseits zum Nennwert bei Erhalt eines Geldbetrages ausgeben, andererseits auf Verlangen des Inhabers den monetären Wert der E-Geld-Token jederzeit und zum Nennwert entweder in bar oder per Überweisung an die Inhaber zurückzahlen (Art. 44 Abs. 3, 4 MiCA-VO-E). Hierdurch sollen nach dem Willen des europäischen Gesetzgebers die zwischen E-Geld im

⁴⁰² Vgl. dazu *Rennig* ZBB 2020, 385 (393).

⁴⁰³ *Rennig* ZBB 2020, 385 (393).

⁴⁰⁴ Im KWG sind diese Kreditinstitute in § 1 Abs. 3d S. 1 KWG als CRR-Kreditinstitute bezeichnet.

⁴⁰⁵ Vgl. dazu noch genauer unten, § 5 C. II. 3. b).

Sinne der E-Geld-Richtlinie und E-Geld-Token bestehenden Unterschiede abgebaut werden, um einerseits das Vertrauen in E-Geld-Token zu stärken und andererseits Aufsichtsarbitrage zu verhindern.⁴⁰⁶

Für *gateways* sind diese Anforderungen schon heute erfüllt, sind sie doch als E-Geld im Sinne des ZAG zu qualifizieren. Damit geht ein Anspruch des E-Geld-Inhabers auf den jederzeitigen Rücktausch zum Nennwert aus § 33 Abs. 1 S. 2 ZAG einher. Zudem setzt gerade das Geschäftsmodell von *gateways* gedanklich voraus, dass sie die Fiatgeld-IOUs gegen den durch sie verkörperten Geldbetrag zurücktauschen. Nur hierdurch erhalten sie innerhalb des Ripple-Systems ihre Attraktivität als Zahlungsmittel.

(2) Komplementärwährung-IOUs

Gateways wie Bitstamp geben nicht nur auf Fiatgeld lautende IOUs im Ripple-System aus, sondern auch Komplementärwährung-IOUs, die auf systemfremde Komplementärwährungen wie Bitcoin lauten. Deren Einordnung als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG scheiterte an der Ausgabe gegen Geld. Stattdessen sind sie als Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG und damit als Finanzinstrumente zu behandeln. Durch die Ausgabe von Komplementärwährung-IOUs können *gateways* damit nicht das E-Geld-Geschäft betreiben, sondern möglicherweise Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen nach dem KWG erbringen.

(a) Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG

Da *gateways* bei Ausstellung von Komplementärwährung-IOUs *currency token* annehmen und dem Inhaber daraus die Rückübertragung der Token schulden, kommt zunächst das Betreiben des Einlagengeschäfts in Betracht. Da Komplementärwährung-IOUs kein E-Geld sind, kann die Ausnahmeregelung des § 3 Abs. 2 S. 2 ZAG hier nicht zugunsten des *gateways* eingreifen. Der Tatbestand des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG ist jedoch deshalb nicht erfüllt, weil *currency token* keine Gelder im Sinne der Vorschrift sind.⁴⁰⁷ Deren Annahme stellt damit jedenfalls kein Einlagengeschäft dar.

(b) Finanzkommissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG

Komplementärwährung-IOUs können als Finanzinstrumente Gegenstand eines Finanzkommissionsgeschäfts nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG sein. Dieses ist definiert als die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung. Für die Tatbestandmäßigkeit fehlt es allerdings an dem für ein Finanzkommissionsgeschäft erforderlichen Dreipersonenverhältnis: Geregelt sind Konstellationen, in denen ein Dienstleister im eige-

⁴⁰⁶ Erwägungsgrund 10 MiCA-VO-E.

⁴⁰⁷ Vgl. dazu schon oben, § 5 C. II. 2. a) ff) (1).

nen Namen, aber auf Rechnung des Kunden von einer dritten Partei Finanzinstrumente erwirbt oder diese an eine dritte Partei veräußert. Bei der Ausgabe von Komplementärwährung-IOUs existiert eine solche dritte Partei jedoch nicht. Stattdessen wird das IOU von dem *gateway* selbst innerhalb des Ripple-Systems ausgestellt. Das *gateway* veräußert das IOU auch nicht, da die Transaktionen vom Zahler selbst ohne weitere Dienstleistungen des *gateways* vorgenommen werden. Der Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts ist damit nicht erfüllt.

(c) *Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG*

Das Emissionsgeschäft im Sinne von § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG beschreibt die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien. Zweifel bestehen schon daran, ob die Komplementärwährung-IOUs im Sinne des Tatbestands platziert werden sollen. *Gateways* emittieren Komplementärwährung-IOU allerdings ohnehin selbst. Solche Eigenemissionen sind jedenfalls vom Anwendungsbereich des Emissionsgeschäfts ausgenommen.⁴⁰⁸ Auf die Verwirklichung der weiteren Tatbestandsmerkmale kommt es somit nicht mehr an; eine Erlaubnispflicht resultiert für das *gateway* auch nicht aus dem Betrieb des Emissionsgeschäfts.

(d) *De lege ferenda: Pflichten als Emittent von Kryptowerten nach dem MiCA-VO-E*

Für Emittenten von Kryptowerten, die keine wertreferenzierte Token oder E-Geld-Token sind, enthält der MiCA-VO-E in Art. 4 ff. Vorgaben. Art. 4 Abs. 1 MiCA-VO-E statuiert hier zunächst – wie bereits dargestellt – ein grundsätzliches Verbot des öffentlichen Angebots oder der Beantragung einer Zulassung zum Handel auf einer Handelsplattform in der Europäischen Union, wenn nicht bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Dazu gehört, dass der Emittent eine juristische Person sein muss und ein Kryptowert-Whitepaper erstellt, notifiziert und veröffentlicht wird. Eine bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflicht besteht dagegen nicht. Im Gegensatz zu E-Geld-Token fehlt es allerdings an einer Verpflichtung zur Ausgabe zum Nennwert und zur Rücktauschbarkeit, wie dies in Art. 44 MiCA-VO-E vorgesehen ist. Damit sind Inhaber von Komplementärwährung-IOUs in rechtlicher Hinsicht zwar schlechter gestellt als Inhaber von Fiatgeld-IOUs; tatsächlich ist die Rücktauschbarkeit der IOUs jedoch in beiden Fällen notwendige Grundlage der angebotenen Dienstleistung.

(3) *Zwischenergebnis*

Die aufsichtsrechtliche Behandlung von *gateways* unterscheidet sich damit erheblich: Die Ausgabe von Fiatgeld-IOUs erfordert eine Erlaubnis nach § 11

⁴⁰⁸ Vgl. oben, § 5 C. II. 2. a) dd) (1) m. w. N.

Abs. 1 ZAG, während das ZAG bei Komplementärwährung-IOUs schon nicht anwendbar ist. *Gateways* erbringen bei der Ausstellung von Komplementärwährung-IOUs *de lege lata* keine Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen im Sinne des KWG, sodass sie insgesamt nicht durch das Aufsichtsrecht erfasst werden.

Dies wird sich durch die MiCA-VO aller Voraussicht nach ändern: Diese erfasst zum ersten Mal auch Emittenten von Kryptowerten. Diese trifft – solange nicht wertreferenzierte Token vorliegen – zwar keine unmittelbare Erlaubnispflicht aus der MiCA-VO, jedenfalls Emittenten von E-Geld-Token müssen aber nach anderen bankaufsichtsrechtlichen Rechtsakten über eine Zulassung verfügen.

cc) *Market maker*

Eine Transaktion von IOUs innerhalb des Ripple-Netzwerks setzt grundsätzlich einen zwischen den öffentlichen Adressen des Zahlers und des Zahlungsempfängers bestehenden Vertrauenspfad voraus. Ein solcher besteht regelmäßig nicht unmittelbar zwischen einem Zahler und einem Zahlungsempfänger. Regelmäßig muss daher zwischen die Adressen des Zahlers und des Zahlungsempfängers (mindestens) eine dritte Adresse treten, um einen solchen Vertrauenspfad zu etablieren. Sogenannte *market maker* können hier die Etablierung vertrauenswürdiger Adressen innerhalb des Netzwerks anbieten, die zur Überbrückung der fehlenden direkten Vertrauensbeziehung genutzt werden können.⁴⁰⁹ Dazu nimmt der *market maker* zunächst ein IOU des Zahlers an, sofern er dem Aussteller des IOUs vertraut. Gleichzeitig stellt er dem Zahlungsempfänger ein neues IOU auf seinen Namen aus, durch das er gegenüber dem Empfänger der Zahlung bestätigt, diesem den Zahlungsbetrag zu schulden. Fraglich ist, wie diese Dienstleistung unter aufsichtsrechtlichen Gesichtspunkten zu bewerten ist. Aufgrund der unterschiedlichen rechtlichen Einordnung von Fiatgeld- und Komplementärwährung-IOUs ist wiederum zwischen diesen zu unterscheiden.

(1) *Fiatgeld-IOUs*

Da Fiatgeld-IOUs als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG qualifiziert werden konnten, richtet sich die Regulierung der *market maker* nach dem ZAG. Aus diesem können sich Erlaubnispflichten nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG sowie

⁴⁰⁹ Will zum Beispiel die Adresse A an die Adresse B 100 Euro zahlen, muss zwischen B und A eine *trust line* von mindestens 100 Euro bestehen. Besteht eine solche nicht, kann der Dienstleister C dazwischentreten, indem er einerseits für die Adresse A eine *trust line* von 100 Euro einstellt und dieser Adresse bis zu diesem Betrag vertraut, und andererseits die Adresse B für den Dienstleister C eine entsprechende *trust line* in Höhe von mindestens 100 Euro einrichtet. Dann kann der Betrag von A an C und weiter von C an B transferiert werden. Damit schuldet der Dienstleister C dem B den Rücktausch, ebenso der A dem C.

nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG ergeben. Die Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG trifft denjenigen, der Zahlungsdienste erbringen will. Eine Erlaubnis nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG umfasst dagegen gem. § 11 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 ZAG die Erbringung von Zahlungsdiensten. Somit bleibt eine Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG außer Betracht, wenn eine solche bereits aus § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG besteht.

(a) Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG

Das Erfordernis eines Vertrauensverhältnisses zwischen dem Zahler und dem Zahlungsempfänger hat auf die Tätigkeit eines *market makers* ganz konkrete Auswirkungen: Für dessen Zwischenschaltung besteht erst ein Bedürfnis, wenn zwischen diesen innerhalb des Netzwerks bereits keine direkte Vertrauensbeziehung besteht, das heißt der Zahlungsempfänger kein IOU des Zahlers annehmen will. Im Umkehrschluss kann sich die Tätigkeit des *market makers* nicht darauf beschränken, ein IOU des Zahlers an den Zahlungsempfänger weiterzugeben. Es muss vielmehr Gegenstand der von *market makern* angebotenen Dienstleistung sein, dass sie selbst IOUs emittieren, die sie als Schuldner eines entsprechenden Betrags ausweisen. Somit kann sich der Empfänger der Zahlung für einen Rücktausch an den *market maker* wenden und trägt nicht das Risiko einer Insolvenz des Zahlers. Die Fiatgeld-IOUs geben *market maker* dann auch im rechtlichen Sinne aus, indem sie einerseits die IOUs innerhalb der Blockchain an die Adresse des Zahlungsempfängers übertragen und mit diesem einen Geschäftsbesorgungsvertrag mit abstrakt-genereller Weisung abschließen,⁴¹⁰ so dass letztlich keine Unterschiede zu den *gateways* bestehen. Das Angebot zum Abschluss eines solchen Vertrags ist darin zu erblicken, dass der Zahlungsempfänger für den *market maker* innerhalb des Ripple-Systems eine *trust line* vorgibt. Dieses Angebot nimmt der *market maker* durch die Ausstellung des Fiatgeld-IOUs jedenfalls konkludent an. Eines bestimmten Umfangs oder einer Gewinnerzielungsabsicht bedarf es im Rahmen des § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG nicht. *Market maker* benötigen daher im Zusammenhang mit Fiatgeld-IOUs – sofern sie nicht schon nach § 1 Abs. 2 S. 1 Nr. 2–4 ZAG E-Geld-Emittent sind – einer Erlaubnis nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG.

(b) Erbringung von Zahlungsdiensten nach dem ZAG

Von einer Erlaubnis als E-Geld-Emittent ist gem. § 11 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 ZAG die Erbringung von Zahlungsdiensten schon umfasst. Dennoch wirft die Frage, ob und welche Zahlungsdienste ein *market maker* im Rahmen seiner Dienste erbringt, interessante Folgefragen auf. In Betracht kommt hier insbesondere das Finanztransfergeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG. Dieser Tatbestand fungiert als Auffangtatbestand für Zahlungsdienste, die nicht über ein

⁴¹⁰ Vgl. zum Begriff der Ausgabe im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG schon oben, § 5 C. I. 1. b).

Zahlungskonto ausgeführt werden.⁴¹¹ Zu klären wäre daher die Frage, ob es sich bei der Ripple-Blockchain, in der das Fiatgeld-IOU eines Zahlers gespeichert ist, um ein Zahlungskonto handelt. Fraglich ist weiterhin, ob ein *market maker* überhaupt Geldbeträge des Zahlers zur Übertragung entgegennimmt.

Die Ripple-Blockchain wäre gem. § 1 Abs. 17 ZAG Zahlungskonto, wenn sie ein auf den Namen eines oder mehrerer Zahlungsdienstnutzer lautendes Konto darstellt, das für die Ausführung von Zahlungsvorgängen genutzt wird. Der Wortlaut der Vorschrift wurde zum 13.1.2018 der Definition in Art. 4 Nr. 12 PSD II angepasst, soll materiell aber weiterhin der überholten Definition aus § 1 Abs. 3 ZAG a. F. entsprechen.⁴¹² Darin war das Zahlungskonto noch ausführlicher definiert als ein auf den Namen eines oder mehrerer Zahlungsdienstnutzer lautendes und der Ausführung von Zahlungsvorgängen dienendes Konto, das die Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen dem Zahlungsdienstnutzer und dem Zahlungsdienstleister innerhalb der Geschäftsbeziehung buch- und rechnungsmäßig darstellt und für den Zahlungsdienstnutzer dessen jeweilige Forderung gegenüber dem Zahlungsdienstleister bestimmt. Voraussetzung für eine Einstufung als Zahlungskonto ist also, dass der Zahlungsdienstnutzer gegenüber dem Zahlungsdienstleister einen rechtsverbindlichen Anspruch auf die Differenz hat.⁴¹³ Für Bitcoin-Token wurde die Qualifikation der Bitcoin-Blockchain als Zahlungskonto unter anderem aus diesem Grund abgelehnt.⁴¹⁴ Daneben stelle der Transfer von Bitcoin-Token keinen Zahlungsvorgang dar, da damit gem. Art. 4 Nr. 5 der PSD II lediglich die beziehungsweise den vom Zahler, im Namen des Zahlers oder vom Zahlungsempfänger ausgelöste(n) Bereitstellung, Transfer oder Abhebung eines Geldbetrags erfasst ist. Bitcoin-Token sind jedoch weder Bar-, Buch- noch E-Geld und damit vom Begriff des Geldbetrags aus Art. 4 Nr. 25 PSD II nicht erfasst.⁴¹⁵ Im Gegensatz dazu sind Fiatgeld-IOUs als E-Geld von der gesetzlichen Definition des Geldbetrags erfasst und können so Gegenstand eines Zahlungsvorgangs und mithin eines Zahlungskontos sein. Ob die Ripple-Blockchain die weiteren Voraussetzungen eines Zahlungskontos erfüllt, muss an dieser Stelle nicht entschieden werden. Verfügt der *market maker* über die nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG erforderliche Erlaubnis als E-Geld-Institut, kann er sämtliche Zahlungsdienste – unabhängig vom Bestehen eines Zahlungskontos – erbringen.

⁴¹¹ BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 2. e).

⁴¹² Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie, BT-Drucks. 18/11495, S. 110; BaFin, Merkblatt ZAG, Punkt 2. a) aa); *Keding WM* 2018, 64 (69).

⁴¹³ *Hingst/Lösing*, Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, § 6 Rn. 30.

⁴¹⁴ *Keding WM* 2018, 64 (69).

⁴¹⁵ *Keding WM* 2018, 64 (69).

(c) *De lege ferenda: Pflichten als Emittent von E-Geld-Token nach dem MiCA-VO-E*

Zu den Pflichten als Emittent von E-Geld-Token gilt das bereits oben zu den *gateways* Gesagte:⁴¹⁶ Demnach besteht wegen Art. 43 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a) MiCA-VO-E eine mittelbare Erlaubnispflicht, da nur als Kreditinstitute oder E-Geld-Institute zugelassene Unternehmen Emittent von E-Geld-Token sein können. Ferner sind insbesondere die aus Art. 44 MiCA-VO-E folgenden Anforderungen an die Rücktauschbarkeit der E-Geld-Token zu beachten.

(2) *Komplementärwährung-IOUs*

Wie oben dargestellt fallen die als Kryptowerte zu behandelnden Komplementärwährung-IOUs nicht in den Anwendungsbereich des ZAG. Tätigkeiten, die mit diesen in einem Zusammenhang stehen, fallen somit allenfalls unter das Regelungsregime des KWG. Für die *market maker* ist insbesondere an eine aus dem Betrieb von Eigenhandel entstehende Erlaubnispflicht zu denken. Da deren Tätigkeit regelmäßig auf Gewinn abzielt,⁴¹⁷ ist ein erlaubnispflichtiger Umfang der Tätigkeit anzunehmen. Es bleibt zu prüfen, ob die Tätigkeit unter eine der Varianten des Eigenhandels in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG fällt.

(a) *Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4a KWG*

Aufgrund deren Bezeichnung liegt es nahe, dass die *market maker* den auf diese Finanzmarktakteure zugeschnittenen Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4a KWG betreiben.⁴¹⁸ Darunter fällt das kontinuierliche Anbieten des An- und Verkaufs von Finanzinstrumenten zu selbst gestellten Preisen für eigene Rechnung unter Einsatz des eigenen Kapitals. Für ein Anbieten im Sinne der Definition reicht schon die kontinuierliche Anzeige von Handelsbereitschaft aus; ein Angebot im zivilrechtlichen Sinne ist nicht erforderlich.⁴¹⁹ Allerdings ist das Market-Making im Sinne der gesetzlichen Definition darauf gerichtet, dass Finanzinstrumente angekauft, danach aber wieder verkauft werden. Ziel ist entsprechend ein ausgeglichener Bestand und damit Käufe und Verkäufe, die sich volumenmäßig im Grundsatz decken.⁴²⁰ *Market maker* im Ripple-System beabsichtigen allerdings allein, die Inhaberschaft an den Komplementärwährung-IOUs des Zahlers zu erhalten. Als Gegenleistung zahlen sie jedoch keinen Kaufpreis, sondern stellen selbst ein IOU aus, durch das sie gegenüber dem

⁴¹⁶ S. oben, § 5 C. II. 2. b) bb) (e).

⁴¹⁷ Vgl. beispielsweise Ripple, How Market Makers Make Money on Ripple, 26.6.2015 abrufbar unter: www.ripple.com/insights/how-market-makers-make-money-on-ripple/ (letzter Abruf: 12.4.2021).

⁴¹⁸ Die wortgleiche Definition einer Wertpapierdienstleistung in § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 2a WpHG enthält die Legaldefinition des Market-Makings.

⁴¹⁹ Müller-Lankow WM 2017, 2335 (2336).

⁴²⁰ Müller-Lankow WM 2017, 2335 (2337).

Zahlungsempfänger eine Verpflichtung eingehen. Das vom Zahler erhaltene IOU können sie bei dem jeweils ausgebenden *gateway* einlösen und erhalten so die dadurch verkörperten Token. Daher liegt weder ein An- noch ein Verkauf im Sinne der Definition vor, so dass die Voraussetzungen des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG nicht erfüllt sind.

(b) *Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG*

Als Eigenhandel gilt nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG das Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere. Der Begriff des Anschaffens von Finanzinstrumenten ist bei dieser Variante weiter zu verstehen als deren An- und Verkauf und erfasst letztlich jedes Rechtsgeschäft unter Lebenden, das auf die Begründung einer Rechtsposition an einem Finanzinstrument zielt.⁴²¹ Daneben genügt es nach dem Gesetzeswortlaut hier bereits, wenn Finanzinstrumente lediglich angeschafft werden.⁴²² Der Erwerb der Komplementärwährung-IOUs von den Zahlern stellt eine solche Anschaffung von Finanzinstrumenten durch die *market maker* dar. Die Tätigkeit eines *market makers* erfolgt darüber hinaus auf eigene Rechnung, wenn dieser das Preis- und Erfüllungsrisiko in Gänze trägt.⁴²³ Ein solches Risiko übernimmt der *market maker* bei der Annahme des IOUs eines Zahlers dadurch, dass er das Zahlungsrisiko des ausgebenden *gateways* übernimmt, während er sich auf der anderen Seite durch die Ausgabe eines neuen IOUs gegenüber dem Zahlungsempfänger (oder bei mehrgliedrigen *trust lines* einem anderen *market maker*) zur Zahlung verpflichtet.

Fraglich ist allerdings, ob diese Anschaffung als Dienstleistung für andere erfolgt. Den Eigenhändler zeichnet im Unterschied zu dem Betreiber des Eigengeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 3 KWG eine besondere Beziehung zum Kunden aus, dem er als Dienstleister gegenübertritt und sich bereithält, mit diesem Verträge über die Anschaffung von Finanzinstrumenten abzuschließen.⁴²⁴ Eine solche Stellung soll insbesondere dann anzunehmen sein, wenn die in Frage stehende Person über die bloße Marktteilnahme hinaus durch Wahrnehmung besonderer Funktionen maßgeblich an der Schaffung eines Marktes mitwirkt.⁴²⁵ Die *market maker* schaffen durch ihre Tätigkeit innerhalb des Ripple-Systems gerade erst die Voraussetzung dafür, dass Komplementärwährung-IOUs zwischen Zahlern und Zahlungsempfängern übertragen werden können,

⁴²¹ BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und Eigengeschäfts, Punkt 1. c) aa).

⁴²² BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und Eigengeschäfts, Punkt 1. c) aa).

⁴²³ BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und Eigengeschäfts, Punkt 1. c) bb).

⁴²⁴ BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und Eigengeschäfts, Punkt 1. c) cc).

⁴²⁵ *Du Buisson* WM 2003, 1401 (1407).

selbst wenn zwischen diesen kein direkter Vertrauenspfad besteht. Insoweit kann von einer Dienstleistung der *market maker* ausgegangen werden, da die Komplementärwährung-IOUs der Zahler durch deren Wirken am Markt in vielen Fällen erst Liquidität erhalten. Damit ist der Tatbestand des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG erfüllt.

(c) *Emissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr 10 KWG*

Market maker nehmen nicht nur die Komplementärwährung-IOUs der Zahler an, sondern geben auf der anderen Seite solche an die Zahlungsempfänger heraus. Dies ist allerdings nicht durch den Tatbestand des Emissionsgeschäfts erfasst, da dieser – wie oben bereits festgestellt – Eigenemissionen nicht erfasst. Somit erbringen die *market maker* dieses Bankgeschäft nicht.

(d) *De lege ferenda: Pflichten als Emittent von Kryptowerten nach dem MiCA-VO-E*

Die Pflichten als Emittent von Kryptowerten ergeben sich aus Art. 4 ff. MiCA-VO-E. Insbesondere muss der Emittent eine juristische Person sein und ein Kryptowert-Whitepaper erstellen, notifizieren und veröffentlichen (Art. 4 Abs. 1 MiCA-VO-E).⁴²⁶

(3) *Zwischenergebnis*

Market maker treffen damit unabhängig davon, ob sich ihre Tätigkeit auf Fiatgeld- oder Komplementärwährung-IOUs bezieht, aufsichtsrechtliche Pflichten. Im Zusammenhang mit Fiatgeld-IOUs benötigen sie einer Erlaubnis als E-Geld-Institut nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG. *Market maker*, die Komplementärwährung-IOUs annehmen, unterliegen dagegen wegen §§ 32 Abs. 1 S. 1, 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG einer Erlaubnispflicht nach dem KWG. Nach dem MiCA-VO-E kommt es – wie auch bei *gateways* – ebenfalls darauf an, ob sich die Tätigkeit auf Fiatgeld- oder Komplementärwährung-IOUs bezieht; in Betracht kommt entweder die Einstufung als Emittent von E-Geld-Token oder von Kryptowerten mit den entsprechenden Pflichten.

dd) *Validating nodes*

Auch bei Übertragungen von IOUs innerhalb des Ripple-Systems muss die Echtheit korrespondierender Transaktionen durch die *validating nodes* bestätigt werden, damit diese in die Blockchain aufgenommen werden. Fraglich ist, ob diese *nodes* insoweit Erlaubnispflichten unterliegen. Bei Komplementärwährung-IOUs, die als Kryptowerte Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG sind, ergeben sich insoweit keine Unterschiede zur Übertragung von *currency token*, die ebenfalls als Kryptowerte einzuordnen sind; eine Erlaubnis-

⁴²⁶ Vgl. dazu schon oben, § 5 C. II. 2. b) bb) (2) (d).

pflicht nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG besteht insoweit nicht.⁴²⁷ Dagegen sind Fiatgeld-IOUs als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG einzuordnen, so dass die für Komplementärwährung-IOUs gefundenen Ergebnisse hinsichtlich möglicher Pflichten nicht ohne Weiteres übernommen werden können. Zu überlegen ist stattdessen, ob die *validating nodes* durch die Durchführung des Konsensverfahrens gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Zahlungsdienste erbringen und so einer Erlaubnispflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG unterliegen.⁴²⁸ Als Zahlungsdienste im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 ZAG kommen insbesondere das Finanztransfergeschäft sowie das Akquisitionsgeschäft in Betracht.

(1) *Finanztransfergeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG*

Eine Subsumtion der Tätigkeit der *validating nodes* als Finanztransfergeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG scheidet daran, dass die *nodes* keine Fiatgeld-IOUs und damit keine Geldbeträge entgegennehmen.⁴²⁹ Sie werden innerhalb der Blockchain zu keinem Zeitpunkt Inhaber des Fiatgeld-IOUs, sondern sind in ihrer Tätigkeit darauf beschränkt, die Echtheit einer Transaktion zu prüfen und zu bestätigen. Ist das Ergebnis der Prüfung positiv, geht die Inhaberschaft unmittelbar vom ursprünglichen Inhaber des IOUs auf den Transaktionsbegünstigten über, ohne dass die *validating nodes* die IOUs zu irgendeinem Zeitpunkt entgegennehmen.

(2) *Akquisitionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 ZAG*

Das im Rahmen der Umsetzung der PSD II neu eingefügte Akquisitionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 ZAG betreibt unter anderem, wer Zahlungsvorgänge annimmt und abrechnet. Gem. § 1 Abs. 35 S. 1 ZAG beinhaltet die Annahme und Abrechnung von Zahlungsvorgängen einen Zahlungsdienst, der die Übertragung von Geldbeträgen zum Zahlungsempfänger bewirkt und bei dem der Zahlungsdienstleister mit dem Zahlungsempfänger eine vertragliche Vereinbarung über die Annahme und Verarbeitung von Zahlungsvorgängen schließt. Unabhängig von der Verwirklichung der übrigen Tatbestandsmerkmale haben die Betreiber von *validating nodes* keine vertraglichen Beziehungen zu Zahlungsempfängern. Dies ist schon deshalb nicht möglich, weil sie deren Iden-

⁴²⁷ Vgl. dazu oben, § 5 C. II. 2. a) cc) (2).

⁴²⁸ Die Erlaubnispflicht aus § 11 Abs. 1 ZAG bezieht sich allein auf die Ausgabe von E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 2 ZAG. Werden lediglich Zahlungsdienste mit Beteiligung von E-Geld erbracht, kommt daher nicht § 11 Abs. 1 ZAG, sondern § 10 Abs. 1 ZAG in Betracht. Eine Erlaubnispflicht besteht dann nur, wenn Zahlungsdienste gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, erbracht werden.

⁴²⁹ Werden *currency token* als Zahlungsmittel eingesetzt, scheidet der Tatbestand des Finanztransfergeschäfts unter anderem aus diesem Grund ebenfalls aus, vgl. oben, § 5 C. II. 2. a) cc) (1); vgl. auch *Keding* WM 2018, 64 (70).

tität nicht kennen, sondern lediglich die Transaktionen zwischen verschlüsselten Adressen innerhalb des Systems verifizieren. Damit erbringen die Betreiber von *validating nodes* auch nicht das Akquisitionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 ZAG.

(3) Zwischenergebnis

Somit verwirklichen die Betreiber von *validating nodes* weder das Finanztransfergeschäft noch das Akquisitionsgeschäft. Weitere Zahlungsdienste des § 1 Abs. 1 S. 2 ZAG kommen nicht in Betracht. Im Ergebnis unterliegen sie somit keiner Erlaubnispflicht aus § 10 Abs. 1 S. 1 ZAG.

c) Zwischenergebnis

Für die bankaufsichtsrechtliche Behandlung einer Zahlung mit einem IOU als Zahlungsmittel kommt es entscheidend darauf an, ob dieses innerhalb des Distributed-Ledger-Zahlungssystems einen auf Fiatgeld oder auf eine Komplementärwährung lautenden Betrag repräsentiert. Für Fiatgeld-IOUs besteht sowohl für die ursprünglich ausgebenden *gateways* als auch für die *market maker* eine Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG. Dagegen treffen zumindest die *gateways* durch die Ausgabe von Komplementärwährung-IOUs keine Erlaubnispflichten. *Market maker* betreiben allerdings den erlaubnispflichtigen Eigenhandel gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4c KWG. Zahlungssysteme, in deren Rahmen IOUs als Zahlungsmittel genutzt werden, lassen sich somit grundsätzlich außerhalb des bankaufsichtsrechtlichen Aufsichtsmaßstabs betreiben. Dieser Grundsatz ist allerdings einzuschränken: Erstens gilt er nur für Komplementärwährung-IOUs, während schon der originäre Erwerb eines Fiatgeld-IOUs bereits zu einer Erlaubnispflicht des *gateways* führt. Zweitens müssten sich dafür alle Teilnehmer des Distributed-Ledger-Netzwerks gegenseitig vertrauen, da ansonsten die Einschaltung von *market makern* notwendig wird. Diese trifft allerdings wiederum eine Erlaubnispflicht.

3. Exkurs: Prospektpflichten für die Emission von *currency token*

Parallel zur Fallstudie der Fremdkapitalfinanzierung⁴³⁰ soll auch für Distributed-Ledger-Zahlungssysteme das Bestehen möglicher Prospektpflichten in den Blick genommen werden. Besonderen Anlass hierfür gibt einerseits die im Rahmen von *security token* geführte Diskussion um die Wertpapiereigenschaft von Kryptowerten nach der Prospekt-VO, andererseits das durch den MiCA-VO-E vorgesehene Kryptowert-Whitepaper, das sich hinsichtlich Zielsetzung und Inhalt durchaus mit einem Prospekt vergleichen lässt.⁴³¹

⁴³⁰ Dort § 4 C. III.

⁴³¹ Vgl. Rennig ZBB 2020, 385 (392).

a) Prospekt-VO

Damit eine Prospektpflicht nach der Prospekt-VO in Frage kommt, muss ein Wertpapier im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II vorliegen. Wie bereits oben dargestellt fehlt es *currency token* wie Bitcoin- und XRP-Token an der Vergleichbarkeit mit den idealtypischen Wertpapieren, sodass es schon an dieser Voraussetzung fehlt.⁴³² Eine Prospektpflicht nach der Prospekt-VO kommt daher nicht in Betracht.

b) MiCA-VO-E

Kryptowerte, die bereits als übertragbare Wertpapiere im Sinne der MiFID II eingestuft werden können, sind vom sachlichen Anwendungsbereich des MiCA-VO-E gem. Art. 2 Abs. 2 lit. a) als Finanzinstrumente im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II ausgeschlossen. Für alle anderen Kryptowerte kommt nach dem MiCA-VO-E die Pflicht zur Veröffentlichung eines Kryptowert-Whitepapers in Betracht.⁴³³

aa) Bitcoin-Token als Kryptowert

Für „einfache“ Kryptowerte folgt die Pflicht des Emittenten zur Erstellung, Notifizierung und Veröffentlichung eines Kryptowert-Whitepapers aus Art. 4 Abs. 1 lit. b)–d) MiCA-VO-E. Wie bereits dargestellt sind allerdings Kryptowerte, die als Gegenleistung für die Pflege des Distributed-Ledgers oder die Validierung von Geschäften automatisch geschürft werden, gem. Art. 4 Abs. 2 lit. b) MiCA-VO-E von genau diesen Pflichten ausgenommen. Dies trifft auf Bitcoin-Token zu, sodass für diese – unabhängig von der Frage, ob Kryptowerte ohne Emittenten in Gestalt einer juristischen Person unter Geltung der Verordnung überhaupt erlaubt wären⁴³⁴ – jedenfalls keine Pflichten hinsichtlich eines Kryptowert-Whitepapers bestehen würden.

bb) XRP-Token und Komplementärwährung-IOUs als Kryptowert

Dagegen können weder XRP-Token noch Komplementärwährung-IOUs eine Ausnahme des Art. 4 Abs. 2 MiCA-VO-E für sich in Anspruch nehmen, sodass diese zur Erstellung, Notifizierung und Veröffentlichung eines Kryptowert-Whitepapers verpflichtet sind. Dieses muss unter anderem die in Art. 5 Abs. 1 MiCA-VO-E aufgelisteten Informationen, die in Art. 5 Abs. 3 MiCA-VO-E zwingend vorgeschriebene Erklärung⁴³⁵ und Hinweise auf die mit den Kryptowerten verbundenen Risiken sowie eine Erklärung des Leitungsorgans des

⁴³² Vgl. dazu schon ausführlich oben, § 5 C. II. 1. a) cc).

⁴³³ Vgl. zur Primärmarktpublizität im MiCA-VO-E ausführlich *Zickgraf* BKR 2021, 196; *ders.* BKR 2021, 362.

⁴³⁴ Vgl. dazu oben, § 5 C. II. 2. a) bb) (4).

⁴³⁵ „Der Emittent der Kryptowerte ist für den Inhalt dieses Kryptowert-Whitepapers al-

Emittenten zur Vollständigkeit und Richtigkeit der mitgeteilten Informationen⁴³⁶ enthalten. In den Art. 5 Abs. 7–10 MiCA-VO-E finden sich Anforderungen an die formelle Aufmachung des Kryptowert-Whitepapers, die allerdings im Vergleich zu dem für das in Art. 23 ECSP-VO vorgesehenen Anlagebasisinformationsblatt weniger detailreich sind.⁴³⁷

Eine Genehmigung des Kryptowert-Whitepapers durch die zuständige Behörde ist gem. Art. 7 Abs. 1 MiCA-VO-E nicht erforderlich. Der Emittent muss das Kryptowert-Whitepaper allerdings gem. Art. 7 Abs. 2 MiCA-VO-E spätestens zwanzig Arbeitstage vor seiner Veröffentlichung bei der zuständigen Behörde notifizieren. Spätestens zum Startdatum des öffentlichen Angebots oder zum Startdatum dieser Kryptowerte auf einer Handelsplattform für Kryptowerte muss der Emittent das Kryptowert-Whitepaper dann gem. Art. 8 Abs. 1 MiCA-VO-E auf seiner öffentlich zugänglichen Webseite veröffentlichen.

cc) Fiatgeld-IOUs als E-Geld-Token

Fiatgeld-IOUs sind dagegen als E-Geld-Token einzustufen. Neben der mittelbaren Erlaubnispflicht des Emittenten⁴³⁸ muss vor dem öffentlichen Angebot oder der Zulassung zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte ein der zuständigen Behörde gem. Art. 46 MiCA-VO-E notifiziertes Kryptowert-Whitepaper veröffentlicht werden (Art. 43 Abs. 1 UAbs. 1 lit. c) MiCA-VO-E). Art. 46 Abs. 2 MiCA-VO enthält gegenüber dem Art. 5 Abs. 1 MiCA-VO-E speziellere, auf die Eigenschaften von E-Geld-Token zugeschnittene Informationen, die in dem Kryptowert-Whitepaper enthalten sein müssen. Zu nennen ist hier insbesondere der Hinweis auf das Recht auf Rücktausch zum Nennwert nach Art. 44 MiCA-VO-E.⁴³⁹ Daneben unterscheiden sich die Anforderungen, gerade an die Form sowie die Notifizierung des Whitepapers, nur unwesentlich von denen bei „einfachen“ Kryptowerten; insbesondere muss das spätestens zwanzig Tage vor Veröffentlichung bei der zuständigen Behörde notifizierte Kryptowert-Whitepaper vor dem öffentlichen Angebot oder der Zulassung zum Handel auf einer Handelsplattform auf der öffentlich zugänglichen Webseite des Emittenten veröffentlicht werden (Art. 46 Abs. 1, 9 MiCA-VO-E).

lein verantwortlich. Dieses Kryptowert-Whitepaper wurde von keiner zuständigen Behörde eines Mitgliedsstaats der Europäischen Union geprüft oder genehmigt.“

⁴³⁶ Vergleichbar ist dies mit der durch Art. 11 Abs. 1 S. 2 Hs. 2 Prospekt-VO vorgesehenen Erklärung der Prospektverantwortlichen, dass ihres Wissens die Angaben in dem Prospekt richtig sind und darin keine Angaben nicht aufgenommen werden, die die Aussage des Prospekts verändern können.

⁴³⁷ Gem. Art. 23 Abs. 7 ECSP-VO darf zum Beispiel ein Anlagebasisinformationsblatt in gedruckter Form höchstens sechs Seiten im DIN-A4-Format umfassen. Ähnliche Anforderungen sieht der MiCA-VO-E nicht vor.

⁴³⁸ Vgl. dazu oben, § 5 C. II. 2. b) bb) (1) (e) (aa).

⁴³⁹ Vgl. dazu oben, § 5 C. II. 2. b) bb) (1) (e) (bb).

dd) Exkurs: Kryptowert-Whitepaper für wertreferenzierte Token

Auch wenn keines der hier behandelten Zahlungsmittel im Rahmen eines Distributed-Ledger-Zahlungssystems als wertreferenzierter Token eingestuft werden konnte, lohnt eine Darstellung der Anforderungen an das Kryptowert-Whitepaper für diese Art von Kryptowerten, da diese im Vergleich zu E-Geld-Token und Kryptowerten besonders streng sind. So muss das Kryptowert-Whitepaper schon in einem Erlaubnisantrag für Emittenten wertreferenzierter Token enthalten sein (Art. 16 Abs. 2 lit. i) MiCA-VO-E). Gem. Art. 17 Abs. 1 MiCA-VO-E muss dieses Whitepaper zusätzlich zu sämtlichen in Art. 4 MiCA-VO-E genannten die in diesem Artikel speziell für wertreferenzierte Token vorgesehenen Informationen enthalten. Wird dem Emittenten die Zulassung erteilt, so gilt auch das Kryptowert-Whitepaper gem. Art. 19 Abs. 1 S. 2 MiCA-VO-E als genehmigt.

D. Ergebnis

Die Bereitstellung von Zahlungssystemen gehört zu einer der essentiellen Aufgaben eines Finanzsystems, um den Transfer von Kapital zwischen Investoren und Kapitalnehmern zu ermöglichen. Zu diesem Zweck haben sich in den letzten Jahrhunderten Strukturen gebildet, die eine Übertragung gerade von Geld als *dem* universalen Tauschmittel ermöglichen. Innerhalb dieser gewachsenen Strukturen stellen traditionelle Finanzintermediäre wie Banken die wesentlichen Eckpfeiler dar; anderen Institutionen ist der Zugang hierzu schon aus Rechtsgründen faktisch unmöglich. Entgegen aller Verheißungen lösen sich nur wenige FinTech-Lösungen aus dem Bereich der Zahlungssysteme von diesen historisch gewachsenen und heute etablierten bankenbasierten Zahlungssystemen. Stattdessen handelt es sich hierbei oft um sogenannte Dritte Zahlungsdienstleister, deren Ziel die innovative Weiterentwicklung des *front ends* der Zahlung aus Sicht des Zahlers ist. Die so initiierten Zahlungen selbst werden allerdings weiterhin über das bankenbasierte Zahlungssystem abgewickelt. Von einer Disruption oder gar einer Disintermediation der Zahlungssystemsfunktion kann hier also keine Rede sein. Aufsichtsrechtlich sind solche „Dritte Zahlungsdienstleistungen“ seit Umsetzung der PSD II als Zahlungsauslösedienste oder Kontoinformationsdienste gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 7, 8 ZAG erfasst und unterfallen so dem geltenden Aufsichtsmaßstab.

Dennoch lassen sich auch auf dem Gebiet des Zahlungsverkehrs FinTech-Innovationen identifizieren, die nicht lediglich das *front end* einer Zahlung ändern, sondern in deren Rahmen Zahlungen außerhalb des bankenbasierten Zahlungssystems abgewickelt werden: Einerseits sind dies sogenannte *person-*

to-person-Zahlungssysteme wie das von dem TechFin Safaricom zunächst in Kenia betriebene M-Pesa-System, andererseits Distributed-Ledger-Zahlungssysteme wie die Bitcoin- und Ripple-Systeme. Die funktionale Analyse dieser FinTech-Innovationen führt allerdings zu dem Ergebnis, dass zumindest das M-Pesa-System allerdings lediglich zu einer teilweisen Disruption führt, da wesentliche Funktionen von Zahlungssystemen einerseits weiterhin von traditionellen Kreditinstituten, andererseits von der Betreibergesellschaft als Intermediär erbracht werden. Distributed-Ledger-Systeme haben dagegen tatsächlich das Potential, eine Disintermediation des Zahlungsverkehrs zu ermöglichen. In deren aktuellen Ausgestaltung sind allerdings regelmäßig sogenannte Vertriebsintermediäre eingebunden, die weiterhin Intermediärleistungen erbringen. Diese wären – trotz der zweifellosen Vereinfachung des Zugangs zu diesen Zahlungssystemen – für den Betrieb der Distributed-Ledger-Systeme allerdings nicht essentiell.

Aus aufsichtsrechtlicher Sicht zeigt sich insgesamt, dass diejenigen, die innerhalb der Zahlungssysteme als Intermediäre handeln, durch den Aufsichtsmaßstab erfasst werden. Welcher Aufsichtsmaßstab konkret anwendbar ist, bestimmt sich danach, wie das eingesetzte Zahlungsmittel aufsichtsrechtlich einzuordnen ist. Dieser Frage kommt damit entscheidende Bedeutung zu, da sie sich hinsichtlich der weiteren Regulierung als Scheideweg erweisen kann. So träfe die M-Pesa-Betreibergesellschaft Safaricom bei einer Tätigkeit in Deutschland eine Erlaubnispflicht nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG wegen des Betriebs des E-Geld-Geschäfts, da das M-Pesa-Guthaben als E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG qualifiziert werden kann. Distributed-Ledger-Zahlungssysteme fallen dagegen nur in den Anwendungsbereich des ZAG, wenn ausnahmsweise auf staatliche Währungen lautende Beträge übertragen werden, die in dem System durch IOUs verkörpert werden. Diese Fiatgeld-IOUs sind wiederum als E-Geld anzusehen, so dass die ausgebenden *gateways* sowie die *market maker* jeweils nach § 11 Abs. 1 S. 1 ZAG einem präventiven Erlaubnisvorbehalt unterliegen. Werden jedoch *currency token* oder Komplementärwährung-IOUs als Zahlungsmittel genutzt, können diese nicht unter die E-Geld-Definition subsumiert werden. Stattdessen kommt allenfalls eine Einordnung als Kryptowerte in Betracht, um die das KWG zum 1.1.2020 ergänzt wurde; sie gelten damit als Finanzinstrument im Sinne des KWG. Schon an dieser Stelle stellt sich die Frage, ob diese Einordnung angesichts der primären Verwendung als Zahlungsmittel – was der Gesetzgeber auch erkennt – sachgerecht ist. Die weitergehende Frage, ob der (immer noch aktuellen) Verwaltungspraxis der BaFin, *currency token* (auch) als Rechnungseinheiten einzuordnen, beizutreten ist, hat dagegen durch die Ergänzung des KWG an Bedeutung verloren. Die als Vertriebsintermediäre tätigen Krypto-Handelsplattformen und Wechselstuben unterliegen jedenfalls durch die Einordnung als Finanzinstrument *de lege lata* regelmäßig Erlaubnispflichten nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG. Für die anderen Teilnehmer kä-

men dagegen aufsichtsrechtlichen Pflichten nicht in Betracht. Somit ließen sich diese Zahlungssysteme in der Theorie vollkommen außerhalb des Aufsichtsmaßstabs betreiben, wenn sie sich auf die für eine Zahlung essentiellen Bestandteile beschränken würden und insbesondere auf den Einsatz von Vertriebsintermediären verzichtet werden würde.

Aus funktionaler Perspektive verwundert dieses Ergebnis der aufsichtsrechtlichen Analyse. Sämtliche diskutierten Erscheinungsformen traditioneller und innovativer Zahlungssysteme ermöglichen den Transfer monetärer Werte und erbringen so mit der Bereitstellung von Zahlungssystemen dieselbe Unterfunktion eines Finanzsystems. Dennoch unterscheiden sich die regulatorischen Anforderungen wie dargestellt grundlegend und sind dabei insbesondere davon abhängig, welches Zahlungsmittel eingesetzt wird. Insbesondere die Anforderungen des spezifisch auf die Regulierung von Zahlungsdiensten zugeschnittenen ZAG haben einen recht engen Anwendungsbereich. Gerade dies wirkt sich nicht nur im Aufsichtsrecht, sondern daneben ebenfalls auf die Anwendbarkeit zivilrechtlicher Regelungen zur Durchführung von Zahlungsdiensten aus, die wegen § 675c Abs. 3 BGB entscheidend von der Erfassung durch den aufsichtsrechtlichen Maßstab abhängt. Natürlich lassen sich die zahlungsdienstrechtlichen Regelungen der §§ 675c ff. BGB aufgrund des dort vorgesehenen Drei-Personen-Verhältnisses nicht ohne Weiteres auf Distributed-Ledger-Zahlungssysteme übertragen, in deren Rahmen gerade kein zwischen Zahler und Zahlungsempfänger stehender Zahlungsdienstleister existiert.⁴⁴⁰ Dennoch hat ein Zahler auch in solchen Systemen ein Interesse daran, bei nicht autorisierten oder fehlgeleiteten Zahlungen geschützt zu sein. Ein derartiger Schutz folgt hier aber allenfalls aus den allgemeinen Regeln des Bereicherungsrechts, wobei hier insbesondere die Möglichkeit einer Entreicherung zu bedenken ist. Ob der Schutz des mit *currency token* Zahlenden spezieller geregelt werden soll, erfordert eine dahingehende Entscheidung des Gesetzgebers, die sich aufgrund der Bezugnahme des Aufsichtsrechts in § 675c II BGB wohl dort niederschlagen müsste.

Der geltende Aufsichtsmaßstab bietet somit – neben dieser zivilrechtlichen Komponente – der Ausnutzung einer Regulierungsarbitrage auf dem Gebiet der Zahlungssysteme durchaus Raum. Bestimmte innovative Zahlungssysteme können damit unbehelligt durch regulatorische Anforderungen agieren; insofern ließe sich durchaus von einer Innovationsoffenheit des Aufsichtsmaßstabs sprechen. Neben den von Innovationen ausgehenden Chancen können allerdings gleichzeitig Risiken bestehen, die eine Überwachung erfordern, insbesondere wenn das in Frage stehende Zahlungssystem eine Größe erreicht, durch die Schutzzwecke der Aufsicht betroffen sind. Den schmalen Grat zwischen Innovationsoffenheit und Risikosteuerung beschreitet der Aufsichtsmaßstab

⁴⁴⁰ So auch *Köndgen*, in: BeckOGK-BGB (Stand: 1.3.2021), § 675c Rn. 132.

auf dem Gebiet der innovativen Zahlungssysteme *de lege lata* damit noch nicht. Nach den obenstehenden Feststellungen ist dies – anders als beim Crowdfunding im Rahmen der Fremdkapitalfinanzierung – allerdings nicht auf die verwaltungspraktische Anwendung des Aufsichtsmaßstabs durch die Aufsichtsbehörde BaFin zurückzuführen. Diese hat hier sogar versucht, durch den kontrovers beurteilten „Kunstgriff“ auf das Finanzinstrument der Rechnungseinheiten, in dieser Hinsicht aktiv zu werden. Allerdings ist der Aufsichtsmaßstab insbesondere hinsichtlich der Zahlungsmittel zu eng gefasst, dessen Folge gerade dieser Rückgriff der BaFin war. Daneben orientiert sich die Regulierung hauptsächlich an der Stellung als Intermediär innerhalb eines Zahlungssystems, während nicht ausreichend berücksichtigt wird, dass funktional vergleichbare Systeme auch ohne die Zwischenschaltung von Intermediären betrieben werden können. Der tätigkeitsbasierte Ansatz des Bankaufsichtsrechts hält schlicht keine Tätigkeit bereit, durch die der Betrieb eines derartigen Distributed-Ledger-Zahlungssystems in den Anwendungsbereich des Rechtsgebiets fallen würde. Auf die Dezentralität dieser Systeme hält der Aufsichtsmaßstab deshalb noch keine passenden Antworten bereit.

Die bislang nur im Entwurfsstadium vorliegende MiCA-VO-E lässt eine grundsätzliche Neuausrichtung der Regulierung von auf dem Distributed-Ledger-Prinzip basierenden Systemen mit Bezug zum Finanzwesen erwarten. Dies ist im Grundsatz zu begrüßen. Der Fokus der Verordnung liegt allerdings auf speziellen Erscheinungsformen von Kryptowerten, insbesondere den sogenannten Stablecoins, die durch die Bezugnahme auf Basiswerte wie staatliche Währungen eine Wertstabilität erreichen sollen. Die hier untersuchten Erscheinungsformen von *currency token* und IOUs erfüllen die Voraussetzungen dieser speziellen Formen allerdings – mit Ausnahme der Fiatgeld-IOUs, die auf eine staatliche Währung Bezug nehmen – nicht und fallen daher in die Kategorie der „einfachen“ Kryptowerte. Hier bestehen noch Unklarheiten, ob dezentrale Systeme, in denen gerade keine Emittenten der Kryptowerte existieren, unter Geltung der MiCA-VO überhaupt zulässig wären. Jedenfalls die aktuelle Systematik der Verordnung deutet nicht darauf hin. Dahinter steht offenkundig das Bedürfnis des Aufsichtsrechts nach zumindest einer zentralen Institution, die Adressat von Aufsichtsinstrumenten werden kann. Dies würde allerdings eine erhebliche Einschränkung von Innovationen auf dem Gebiet der Distributed-Ledger-Technologie mit sich bringen, die in ihrer Grundkonzeption gerade von dem Ideal der Dezentralität geprägt ist. Das – zumindest kommunizierte – Ziel des Ordnungsgebers, für mehr Innovationsoffenheit zu sorgen, wird auf diese Weise jedenfalls nicht erreicht. Schöner wäre es, wenn sich der Gesetzgeber statt eines Verbots neue Aufsichtsinstrumente überlegen würde, die eine Beaufsichtigung über derartige Innovationen ermöglichen, auch ohne dass eine zentrale Institution existiert. Das gilt insbesondere vor dem Hintergrund der derzeit zu beobachtenden Entwicklungen im DeFi-Bereich.

Zusammenfassung in Thesen, Schlussfolgerungen und Ausblick

Im Folgenden sollen die wesentlichen Ergebnisse der einzelnen Kapitel zunächst in Thesen zusammengefasst werden. Hiernach sollen aus diesen Erkenntnissen Schlussfolgerungen gezogen und ein Ausblick gewagt werden.

A. Zusammenfassung in Thesen

I. Finanztechnologische Innovation

- (1) Die Verbindung von Technologien mit dem Finanzwesen lässt sich bereits seit mehreren Jahrtausenden beobachten und hat durch den verstärkten Einsatz von modernen Informationstechnologien noch einmal eine Beschleunigung erfahren, die sich in der FinTech 1.0-Phase von 1866 bis 1967 sowie der FinTech 2.0-Phase von 1967 bis 2008 niedergeschlagen hat.
- (2) Seit 2008 kann man von einer FinTech 3.0-Phase sprechen, die sich von den vorhergehenden Phasen dadurch differenziert, dass nicht mehr traditionelle Finanzdienstleister Technologien mit dem Finanzwesen verbinden, sondern verstärkt junge Start-Up-Unternehmen oder Technologiekonzerne ohne originären Bezug zum Finanzwesen (sogenannte TechFins) eine solche Verbindung vornehmen.
- (3) Der Übergang zur FinTech 3.0-Phase lässt sich mit mehreren Faktoren begründen: Neben dem mit der Finanzkrise einhergehenden Vertrauensverlust in traditionelle Finanzdienstleister und der technologischen sowie gesellschaftlichen Entwicklung ist hierbei insbesondere an rechtspolitische Reformen wie zum Beispiel die Basel III-Regeln zu denken, die in ihrer Gesamtheit einen *perfect storm* für die Entwicklung innovativer Geschäftsmodelle im Finanzwesen darstellen.
- (4) Dem Begriff FinTech sollte trotz der verstärkten Einbindung neuer Akteure ein funktionales Begriffsverständnis zugrunde liegen, indem darunter technologisch ermöglichte Innovationen auf dem Gebiet der Finanzdienstleistungen, die zu neuen Geschäftsmodellen, Anwendungen, Produkten

und Prozessen führen können, die Auswirkungen auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen sowie Finanzdienstleister haben, gefasst werden. Den Status als Start-Up-Unternehmen oder TechFin zum Bestandteil des Begriffsverständnisses zu machen, führt dagegen zu einer zu starken Beschränkung des FinTech-Begriffs.

- (5) Innovationen aus der FinTech 3.0-Phase betreffen inzwischen mit den Bereichen Finanzierung, Vermögensmanagement und Zahlungsverkehr sämtliche Glieder der Wertschöpfungsketten traditioneller Finanzdienstleister, insbesondere der von Banken.
- (6) FinTech-Innovationen weisen neben dem Bezug zum Finanzwesen keine sämtlichen Innovationen gemeinsamen Merkmale auf. Es lassen sich allerdings gewisse Häufungen bezüglich der Merkmale der Plattformökonomie und der Dezentralität, der Supra- und Transnationalisierung sowie des Einsatzes einer Algorithmisierung und künstlicher Intelligenz beobachten.
- (7) Disruption und Disintermediation sind nicht im eigentlichen Sinne Merkmale von FinTech-Innovationen. Stattdessen sind die dargestellten häufiger auftretenden Merkmale von FinTech-Innovationen möglicherweise Ursache einer Wirkung, die als Disruption oder Disintermediation beschrieben werden kann.
- (8) *Decentralized finance* (DeFi) hat das Potential, durch die technische Umsetzung von Finanzdienstleistungen und -produkten durch *smart contracts* eine FinTech 4.0-Phase einzuläuten, in der keine dahinterstehenden Unternehmen mehr erforderlich sind. In der Realität stehen allerdings in weiten Teilen weiterhin Unternehmen hinter dem DeFi-Ökosystem, sodass es verfrüht wäre, schon heute von einer FinTech 4.0-Phase zu sprechen.

II. FinTech-Innovation im Bankaufsichtsrecht

- (1) Zwischen dynamischen Innovationen und von vorausgegangenem Erfahrungen geprägtem und statischem Recht existiert ein Spannungsverhältnis, das das Recht in einer Weise auflösen muss, das sich die mit Innovationen verbundenen Chancen realisieren können, während die hiervon ausgehenden Risiken ausgeschlossen beziehungsweise so weit wie möglich beschränkt werden.
- (2) Dies gilt in besonderem Maße für Finanzinnovationen, da von diesen einerseits eine Vielzahl von Externalitäten auf die Realwirtschaft ausgehen können und sich die Finanzmarktregulierung durch eine besonders hohe Regulierungsdichte auszeichnet.
- (3) Um das beschriebene Spannungsverhältnis für FinTech-Innovationen aufzulösen, haben verschiedene Gesetzgeber seit 2008 entweder den Weg einer FinTech-spezifischen Regulierung durch Gesetzesanpassung oder ohne

- eine solche Anpassung (zum Beispiel durch die Schaffung von regulierten Experimentierzonen wie *regulatory sandboxes*) gewählt. In anderen Jurisdiktionen fand keine Anpassung der Regulierung statt.
- (4) Der deutsche Gesetzgeber hat bisher lediglich punktuell Regulierung an FinTech-Innovationen angepasst, zum Beispiel durch das Kleinanlegerschutzgesetz oder die Ergänzung des KWG um Kryptowerte und das Kryptoverwahrgeschäft. Die Schaffung einer *regulatory sandbox* oder anderer regulierter Experimentierzonen lehnt der deutsche Gesetzgeber sowie die Aufsichtsbehörde BaFin bislang ab.
 - (5) Innovationsförderung ist in Deutschland kein Ziel des Bankaufsichtsrechts. Im Rahmen des Schutzes der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte muss das Bankaufsichtsrecht Innovationen allerdings neutral gegenüberstehen und darf diese nicht in unangemessener Weise beschränken.
 - (6) Der tätigkeitsbezogene Ansatz des Bankaufsichtsrechts bringt die Gefahr mit sich, dass neuartige innovative Tätigkeiten, die potentiell den Schutzzweck des Bankaufsichtsrechts betreffen, nicht durch den Aufsichtsmaßstab erfasst werden, solange der Gesetzgeber durch die Ergänzung der einschlägigen Gesetze um diese Tätigkeit auf die Innovation nicht reagiert. Hiermit geht allerdings regelmäßig eine zeitliche Latenz zwischen Aufnahme der Tätigkeit und Regulierung einher, die sowohl aus Sicht des Regulators als auch der Innovatoren mit Nachteilen verbunden sein kann.
 - (7) Da es für das Entstehen einer Erlaubnispflicht bereits ausreicht, dass eine durch den Aufsichtsmaßstab erfasste Tätigkeit im Sinne des Bankaufsichtsrechts gewerbsmäßig betrieben wird, bleibt kaum Raum für innovative Unternehmen, neue Geschäftsmodelle ökonomisch sinnvoll zu testen, ohne dass dadurch eine Erlaubnispflicht entsteht.
 - (8) Die Anforderungen, die im Rahmen des Erlaubnisverfahrens an die Antragsteller insbesondere im Hinblick auf die persönliche und fachliche Eignung der beteiligten Personen gestellt werden, benachteiligen junge Start-Up-Unternehmen, da zu befürchten ist, dass die hinter dem Unternehmen stehenden Personen diese hohen Anforderungen kaum werden erfüllen können.
 - (9) Die für Institute geltenden Organisationsanforderungen versprechen in der Theorie durch die Beachtung des Proportionalitätsgrundsatzes die Gewährleistung einer risikoangemessenen Regulierung. In der Praxis steht allerdings zu befürchten, dass die mit der Anwendung der Anforderungen betrauten Aufsichtsbehörden die Risiken einer Innovation nicht korrekt einschätzen und insbesondere überzogene Anforderungen an die Organisation innovativer Unternehmen stellen. Speziell für Deutschland ist gerade vor dem Hintergrund des Wirecard-Skandals und der in diesem Zusammenhang kritisierten Rolle der BaFin für die Zukunft eine eher restriktive Verwaltungspraxis zu befürchten.

- (10) Dem geltenden Aufsichtsmaßstab gelingt es so noch nicht durchgehend, den schmalen Grat zwischen Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung zu beschreiten, da einerseits durch den tätigkeitsbezogenen Ansatz die Gefahr einer Regulierungsarbitrage gegeben ist, sich Innovationen andererseits Anforderungen gegenübersehen, die gerade junge Start-Up-Unternehmen kaum erfüllen können.

III. Die Disintermediation von Finanzsystemen

- (1) Die in der ausgewerteten Literatur vorzufindenden Bestimmungen des Begriffs der Disintermediation können im Ergebnis nicht überzeugen. Insbesondere ist Disintermediation nicht im linguistischen Sinne als vollständiger Verzicht auf Finanzintermediation zu verstehen, da es hierdurch aufgrund der bestehenden Unvollkommenheiten der Finanzmärkte zu Effizienzverlusten kommen würde, die eine Untersuchung des Phänomens schon aus ökonomischen Gründen obsolet machen würde.
- (2) Auch andere Versuche einer Begriffsbestimmung weisen Schwächen auf: Die Differenzierung zwischen Finanzintermediation im engeren und weiteren Sinne bringt teilweise unlösbare Abgrenzungsschwierigkeiten mit sich, während die Gleichstellung der Disintermediation mit der Praxis der *securitization* zu kurz greift.
- (3) Für eine Begriffsbestimmung ist stattdessen auf die Funktionen abzustellen, die sämtliche Finanzsysteme erbringen können, namentlich die Transferfunktion mit den Unterfunktionen (Zahlungssystemfunktion, Informationsfunktion und Lösen von Anreizproblemen, Transformationsfunktionen, Risikoallokation und -management sowie die Allokation von Investitionsmitteln und Unternehmenskontrolle).
- (4) In einem unvollkommenen Finanzsystem, in dem zum Beispiel Informationsasymmetrien auftreten, werden Finanzintermediäre gewissermaßen als „Erfüllungsgehilfe“ des Finanzsystems tätig und erbringen Funktionen, die das Finanzsystem nicht aus sich selbst heraus erbringen kann.
- (5) Vor diesem Hintergrund sollte Disintermediation so verstanden werden, dass Funktionen des Finanzsystems nicht mehr von Finanzintermediären wahrgenommen und erfüllt werden müssen, sondern entweder von Investoren und Kapitalverwendern selbst oder überhaupt nicht mehr gesondert erbracht werden müssen. Diese Begriffsbestimmung erfordert eine funktionale Analyse der Finanzdienstleistung vor und nach Aufkommen der Innovation und ermöglicht insbesondere die Berücksichtigung des Konzepts einer Innovationsspirale.

IV. Fallstudie: Disintermediation der Fremdkapitalfinanzierung

- (1) Nach seinem Grundprinzip ermöglicht das Crowdlending durch die Vermittlung zwischen Kapitalüberschuss und -nachfrage über spezialisierte Internetplattformen eine direkte Kreditvergabe zwischen Investoren und Kapitalnehmern.
- (2) Nach diesem Grundprinzip agieren in der Wirtschaftsrealität allerdings nur wenige Crowdlending-Plattformen (sogenanntes echtes Crowdlending). In den meisten Fällen kam es durch den Einfluss verschiedener Rechtsordnungen zu einer Anpassung des Geschäftsmodells, in deren Rahmen ein lizenziertes Kreditinstitut im rechtlichen Sinne den Darlehensvertrag mit dem Kapitalnehmer abschließt (sogenanntes unechtes Crowdlending). Die genaue Ausgestaltung des unechten Crowdlending variiert: Während die Darlehensforderungen im Rahmen des Abtretungsmodells an die Investoren verkauft und abgetreten werden, werden sie im Rahmen des Anleihe-modells in Inhaberschuldverschreibungen (hier als *borrower payment dependent notes* bezeichnet) umgewandelt, die von den Investoren erworben werden können.
- (3) Die funktionale Analyse der Geschäftsmodelle zeigt, dass im Rahmen des Crowdlendings im Vergleich zur Kreditvergabe durch traditionelle Einlagenkreditinstitute insbesondere keine Transformationsfunktionen mehr durch Finanzintermediäre erbracht werden müssen. Stattdessen werden diese Funktionen durch die Investoren und Kapitalnehmer selbst vorgenommen. Crowdlending-Plattformbetreibergesellschaften erbringen durch die Bereitstellung der Internet-Plattform allerdings als sogenannte Gatekeeper die Informationsfunktion und lösen Anreizprobleme, indem sie Investoren und Kapitalnehmern ermöglichen, sich gegenseitig die Bereitschaft zum Abschluss eines Darlehensvertrags anzuzeigen und die Kreditwürdigkeit potentieller Kapitalnehmer bewerten.
- (4) Die Einschaltung einer *fronting bank* zum Zwecke des Abschlusses von Darlehensverträgen mit den Kapitalnehmern führt in dieser funktionalen Hinsicht zu keinen wesentlichen Unterschieden zwischen den verschiedenen Crowdlending-Geschäftsmodellen.
- (5) Die ECSP-VO entfaltet für die hier untersuchten Crowdlending-Geschäftsmodelle kaum Auswirkungen, da ihr Anwendungsbereich sowohl in sachlicher als auch in persönlicher Hinsicht stark beschränkt ist und insbesondere Geschäftsmodelle ausschließt, bei denen auf Kapitalnehmer- beziehungsweise Projektträgerseite Verbraucher auftreten.
- (6) Nach hier vertretener Ansicht besteht in keinem der Crowdlending-Geschäftsmodelle eine Erlaubnispflicht der Investoren wegen des Betriebs des Kreditgeschäfts gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG. Gerade im Rahmen des echten Crowdlending, in dessen Rahmen der Tatbestand des Kreditge-

- schäfts nach seinem Wortlaut erfüllt ist, ist das Merkmal der Gewerbsmäßigkeit im Sinne des § 32 Abs. 1 S. 1 BGB teleologisch zu reduzieren, da die Kreditvergabe durch die Investoren den (primären) Schutzzweck des Bankaufsichtsrechts nicht berührt, solange nicht ein in kaufmännischer Weise organisierter Geschäftsbetrieb erforderlich wird.
- (7) Ebenso wenig kommt eine Erlaubnispflicht der Kapitalnehmer wegen des Betriebs des Einlagengeschäfts gem. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG in Betracht. Im Rahmen des Abtretungs- und Anleihemodells ist der Tatbestand schon nicht erfüllt. Beim echten Crowdlending ist an eine teleologische Reduktion zu denken, da es sich beim Crowdlending nicht zuletzt um eine moderne Form der Vermögensanlage handelt. Diese ist stets auch mit dem Risiko des (teilweisen) Kapitalverlusts verbunden, sodass nicht von der Unbedingtheit der Zahlungsverpflichtung ausgegangen werden kann.
 - (8) Die Plattformbetreibergesellschaft im Abtretungsmodell trifft keine Erlaubnispflicht, da sie insbesondere die Ausnahme des § 2 Abs. 6 Nr. 8e KWG nutzt. Dagegen betreiben die Plattformbetreibergesellschaften sowohl beim echten Crowdlending als auch im Anleihemodell in einem erlaubnispflichtigen Umfang das Kreditgeschäft, da sie jeweils zum Entzug der Darlehen berechtigt und befähigt sind. Im echten Crowdlending betreibt die Plattformbetreibergesellschaft zudem das erlaubnispflichtige Einlagengeschäft.
 - (9) Hierdurch zeigt sich, dass sich die bankaufsichtsrechtliche Regulierung des Crowdlendings, dem stets dasselbe wirtschaftliche Ziel zugrunde liegt, trotz funktionaler Vergleichbarkeit durch unterschiedliche Ausgestaltungen ganz maßgeblich beeinflussen lässt.
 - (10) Die restriktive Anwendung des Aufsichtsmaßstabs in der Verwaltungspraxis der BaFin ohne (erkennbare) Berücksichtigung teleologischer Gesichtspunkte führt dazu, dass das Crowdlending nach seinem Grundprinzip in Deutschland praktisch nicht durchführbar ist. Die deshalb zu beobachtende Zwischenschaltung einer lizenzierten *fronting bank* bietet allerdings keinen erkennbaren Mehrwert.
 - (11) Sachgerecht erscheint eine Regulierung der Plattformbetreibergesellschaften, wie dies im echten Crowdlending sowie im Anleihemodell geschieht. Diesen begrüßenswerten Ansatz wählt letztlich auch die ECSP-VO, die aufgrund der dargestellten Beschränkungen ihres Anwendungsbereichs allerdings auf dem Gebiet des Crowdlendings nicht zu mehr Rechtssicherheit führt. Stattdessen droht die Entstehung eines regulatorischen Flickentepichs.

V. Fallstudie: Disintermediation des Zahlungsverkehrs

- (1) Die Zahlungssystemfunktion wird traditionell durch ein bankenbasiertes Zahlungssystem erbracht, für das der Kreis potentieller Dienstleister von vornherein auf Kreditinstitute beschränkt ist.
- (2) FinTech-Innovationen auf dem Gebiet des Zahlungsverkehrs lösen sich nur vereinzelt von den Strukturen des bankenbasierten Zahlungssystems, zum Beispiel das in Kenia verbreitete *person-to-person*-Zahlungssystem M-Pesa sowie auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Zahlungssysteme wie die Bitcoin- oder die Ripple-Blockchain.
- (3) Das Potential einer Disintermediation bieten nach einer funktionalen Analyse letztlich lediglich Distributed-Ledger-Zahlungssysteme, wenn diese durch die Teilnehmer selbst betrieben werden und auf die Einschaltung sogenannter Vertriebsintermediäre verzichtet werden kann. Das M-Pesa-System wird dagegen durch eine Mobilfunkgesellschaft als TechFin und damit einen Finanzintermediär betrieben; die Verwahrung der eingezahlten Gelder erfolgt zudem weiterhin durch traditionelle Kreditinstitute.
- (4) Die das M-Pesa-System betreibende Mobilfunkgesellschaft trifft als E-Geld-Institut eine Erlaubnispflicht nach dem ZAG, da die Bereitstellung des über das System übertragbaren Guthabens die Ausgabe von E-Geld darstellt.
- (5) Sogenannte *currency token* sind *de lege lata* nicht als Bar-, Buch- oder E-Geld einzuordnen und stellen auch keine Wertpapiere im Sinne der MiFID II dar. Sie sind aber jedenfalls als Kryptowerte im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG und damit als Finanzinstrumente einzuordnen; auf die kontroverse Verwaltungspraxis der BaFin, *currency token* wie Bitcoin-Token als Rechnungseinheiten zu behandeln, kommt es damit jedenfalls für Sachverhalte ab dem 1.1.2020 nicht mehr an. *De lege ferenda* sind derartige *currency token* als Kryptowerte im Sinne des MiCA-VO-E einzuordnen.
- (6) Fiatgeld-IOUs, mit denen über das Ripple-System auf staatliche Währungen lautende Beträge übertragen werden können, sind als E-Geld im Sinne des ZAG einzustufen. *De lege ferenda* kommt eine Subsumtion unter die Definition der E-Geld-Token des MiCA-VO-E in Betracht. Dagegen sind Komplementärwährung-IOUs, mit denen über das Ripple-System auf systemfremde Komplementärwährungen (wie zum Beispiel Bitcoin) lautende Beträge übertragen werden können, *de lege lata* als Kryptowerte im Sinne des KWG und damit als Finanzinstrumente einzustufen. Da es solchen IOUs an einer Wertstabilität fehlt, kommt *de lege ferenda* keine Einordnung als wertreferenzierter Token, sondern allenfalls als Kryptowert im Sinne des MiCA-VO-E in Betracht.
- (7) Werden *currency token* als Zahlungsmittel eingesetzt, treffen weder Zahler, Zahlungsempfänger noch die Miner oder die *validating nodes* als Betreiber

des Zahlungssystems Erlaubnispflichten nach dem KWG oder dem ZAG. Vertriebsintermediäre und Hilfsdienste wie Krypto-Handelsplattformen, Wechselstuben und Wallet-Anbieter unterliegen dagegen regelmäßig einer Erlaubnispflicht, nicht zuletzt wegen des Betriebs des zum 1.1.2020 eingefügten Kryptoverwahrgeschäfts. *De lege ferenda* unterliegen die Emittenten von *pre-mined currency token* wie den XRP-Token nach dem MiCA-VO-E weiterhin keiner Erlaubnispflicht, sie müssen allerdings juristische Personen sein. Die Auswirkungen auf *currency token*, die wie Bitcoin-Token durch das Mining ausgegeben werden und für die es entsprechend keinen zentralen Emittenten gibt, kann noch nicht abschließend beurteilt werden; zu befürchten steht aber ein innovationsbeschränkendes Verbot solcher Systeme.

- (8) Bei der Verwendung von IOUs als Zahlungsmittel kommt es für die aufsichtsrechtliche Beurteilung entscheidend darauf an, ob diese auf Fiatgeld oder Komplementärwährungen lauten. Bei Fiatgeld-IOUs kommt für die beteiligten *gateways* und *market maker* die Ausgabe von E-Geld in Betracht, während Komplementärwährung-IOUs keine Erlaubnispflichten bei *gateways* auslösen und *market maker* wegen des Betriebs des Eigengeschäfts einer Erlaubnispflicht unterliegen können. Die für die Verifizierung der Transaktionen verantwortlichen *validating nodes* trifft dagegen bei einer Zahlung mit IOUs keine Erlaubnispflicht.
- (9) Der geltende tätigkeitsbezogene Aufsichtsmaßstab ermöglicht so die Ausnutzung einer Regulierungsarbitrage, wenn Distributed-Ledger-Zahlungssysteme ohne Vertriebsintermediäre betrieben werden können. Keine der hierfür zwingend erforderlichen Tätigkeit wird durch den Aufsichtsmaßstab erfasst, sodass der Betrieb des Zahlungssystems außerhalb des Bankaufsichtsrechts möglich ist. Erreichen derartige Systeme allerdings eine gewisse Größe, können die Schutzzwecke des Bankaufsichtsrechts durchaus betroffen sein.
- (10) Der sich noch im Entwurfsstadium befindliche MiCA-VO-E führt zwar eine Vielzahl von im Zusammenhang mit Distributed-Ledger-Zahlungssystemen stehenden Tätigkeiten einer Regulierung zu. Die Verifizierung von Transaktionen über das Zahlungssystem wird allerdings auch hierdurch nicht erfasst. Zudem gehen von dem Entwurf noch innovationsbeschränkende Wirkungen aus, insbesondere im Hinblick auf dezentrale Lösungen wie die Bitcoin-Blockchain oder die Anbieter der Krypto-Dienstleistung der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für Dritte, die durch ihre Tätigkeit einer verschuldensunabhängigen Gefährdungshaftung unterliegen können.

B. Schlussfolgerungen und Ausblick

Das Finanzwesen stellte schon immer einen nahrhaften Boden für Innovationen dar. Und doch sticht die mit dem Zeitalter der Digitalisierung einhergehende FinTech 3.0-Phase heraus, stellt sie doch die im Finanzsystem historisch gewachsenen Strukturen in Frage: Finanzdienstleistungen werden nunmehr von jungen Start-Up- und Technologieunternehmen ohne originären Bezug zum Finanzwesen erbracht und kratzen so an der dominierenden Stellung traditioneller Finanzintermediäre als „Erfüllungsgehilfen“ des Finanzsystems. Eine Verlangsamung der durchaus rasanten Entwicklungen ist für die nächste Zeit nicht zu erwarten: Dies zeigt insbesondere das aufkommende Phänomen *decentralized finance*, dem das – bislang noch nicht realisierte – Potential zukommt, sogar eine FinTech 4.0-Phase einzuläuten.

Dennoch dürfen die Auswirkungen der aktuellen FinTech 3.0-Phase nicht überbewertet werden, gerade wenn von der Zukunftsvision eines „Banking Without Banks“ gesprochen wird. Die Ergebnisse dieser Arbeit machen zwar durchaus sichtbar, dass das Monopol traditioneller Finanzintermediäre bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen zumindest in der Außenwahrnehmung aufgeweicht wird. Allerdings ergibt die funktionale Analyse mehrerer Geschäftsmodelle, dass eine vollkommene Disintermediation nicht festzustellen ist. Stattdessen nehmen andere die Stellung als Intermediär ein, wenn zum Beispiel im Bereich der Fremdkapitalfinanzierung die Kreditvergabe nicht mehr der Losgrößen- und Fristentransformation durch Kreditinstitute bedarf, sondern durch die Erbringung der Informationsfunktion durch die Bereitstellung einer Crowdlending-Plattform im Internet ersetzt wird. Man kann daher möglicherweise aufgrund der Substitution traditioneller Kreditinstitute mit Start-Up-Unternehmen von einem „Banking Without Banks“ sprechen; mit einem „Banking Without Intermediaries“ ist dies allerdings nicht gleichzusetzen.

Gleichwohl haben die aktuellen innovativen Entwicklungen einerseits für die Finanzmarktregulierung massive Implikationen, andererseits beeinflusst das Recht Innovationen gleichermaßen. Diese Zusammenhänge belegen schon die Vielzahl von rechtswissenschaftlichen Beiträgen zu FinTech-Innovationen der letzten Jahre, die auch in der vorliegenden Arbeit ausgewertet wurden. Regulierung kann sich hinsichtlich Innovationen entweder als innovationsfreundlicher *enabler* oder als risikoaverse Bremse oder gar Verhinderer positionieren. Die zugrundeliegende Frage, wie viel des von Innovationen ausgehenden Risikos man tolerieren will, ist hierbei abhängig von politischen Entscheidungen, denen das Recht nur zu folgen vermag. Gleichwohl wird hier unterstellt, dass sich weder Politik noch Recht vor den mit Innovationen verbundenen Chancen von vornherein verschließen wollen. Zugleich muss aber naturgemäß dafür Sorge getragen werden, dass von FinTech-Innovationen ausgehende Risiken nicht

oder jedenfalls nicht ungehindert in das Finanzsystem hineinwirken, gerade aufgrund der Auswirkungen, die eine Krise auf den Finanzmärkten für die Realwirtschaft bedeuten kann. Diesen schmalen Grat gilt es für das Bankaufsichtsrecht zu finden und fortlaufend zu beschreiten.

Die geltenden bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben kommen von diesem schmalen Grat zwischen möglichst großer Innovationsoffenheit bei gleichzeitiger Begrenzung der von Innovationen ausgehenden Risiken allerdings zu beiden Seiten ab. Der dieser Arbeit zugrunde liegende Ansatz, für die analysierten Geschäftsmodelle und die hieran Beteiligten sämtliche in Betracht kommenden Bankgeschäfte, Finanzdienstleistungen und Zahlungsdienste akribisch abzuarbeiten, diente dabei keinem Selbstzweck: Jede dieser Tätigkeiten löst bankaufsichtsrechtliche Pflichten aus, wobei insbesondere das präventive Verbot mit Erlaubnisvorbehalt besondere Relevanz gewinnt. Hier lassen sich Regelungen identifizieren, die es Innovatoren erschweren, die FinTech-Innovation nach ihrem Grundprinzip und insbesondere ohne den Rückgriff auf eine lizenzierte *fronting bank* an den Markt zu bringen – hiermit verbunden ist jedoch eine gewisse Abschwächung einer maximalen Innovationswirkung. Zugleich stellt der tätigkeitsbezogene Ansatz des Aufsichtsmaßstabs potentiell das Einfallstor für eine Regulierungsarbitrage dar, durch die eine Begrenzung der Risiken faktisch ausgeschlossen werden kann. Im Ergebnis scheint der Aufsichtsmaßstab insgesamt nicht flexibel genug zu sein, um einerseits Ausnahmen hiervon zuzulassen und andererseits Sachverhalte, die bei der Konzeption der Vorgaben noch nicht bedacht werden konnten, einer angemessenen Regulierung zu unterwerfen.

Gerade im Rahmen der Fallstudie zur Disintermediation der Fremdkapitalfinanzierung durch die FinTech-Innovation Crowdlending konnte jedoch gezeigt werden, dass der geltende Aufsichtsmaßstab durch eine teleologische Auslegung durchaus zu einer risikoangemessenen Regulierung führen kann: So lässt sich insbesondere begründen, dass Investoren wie Kapitalnehmer im echten Crowdlending keiner Erlaubnispflicht unterliegen, da der primäre Schutzzweck des Bankaufsichtsrechts schlicht nicht in einem Maße tangiert wird, dass dies eine Regulierung erfordern würde. Allerdings wäre es riskant, sich alleine hierauf zu verlassen. Das liegt zunächst daran, dass die teleologische Auslegung stets mit Unsicherheiten verbunden ist und möglicherweise Aufsichtsbehörden zu anderen Ergebnissen kommen als die Innovatoren selbst; rechtlich belastbare Schlussfolgerungen kann es so nur schwerlich geben. Die Situation ähnelt hier dem Problem bei der Frage, welche Organisationsanforderungen für Institute gelten. Hier wird die offene Formulierung des Aufsichtsmaßstabs mit dem Proportionalitätsgrundsatz begründet. Gerade dies kann in der praktischen Anwendung letztlich aber zu Unsicherheiten führen, wenn die Aufsichtsbehörde – die insofern am längeren Hebel sitzt – von der Innovation ein anderes Bild hat als der Innovator. Zudem hat eine teleologische Auslegung auf dem Gebiet des Bankaufsichtsrechts Grenzen. Begründet werden kann hierdurch – wie im Rah-

men dieser Arbeit geschehen – im Wege der teleologischen Reduktion die Nichtanwendbarkeit einer Norm, deren Wortlaut im Grundsatz einschlägig ist. Da das Bankaufsichtsrecht aber eine Form der Eingriffsverwaltung darstellt, erscheint es wesentlich problematischer, im Wege einer teleologischen Extension eine Regel für anwendbar zu erklären, deren Wortlaut gerade nicht erfüllt ist. Zumindest die Rechtsprechung ist hier zurückhaltend.¹ Allein auf die Möglichkeit der teleologischen Auslegung zu vertrauen, um eine innovationsangemessene Regulierung zu gewährleisten, sollte damit nicht die Lösung sein.

Gerade die ECSP-VO sowie der MiCA-VO-E zeugen von dem darüber hinausgehenden Willen des europäischen Gesetzgebers, an FinTech-Innovationen angepasste Regeln zu formulieren, um so deren Besonderheiten angemessen berücksichtigen zu können. In der Theorie ist es vor dem Hintergrund der aufgezeigten Schwächen des Aufsichtsmaßstabs im Grundsatz begrüßenswert, neue Wege zu gehen. In der Praxis zeigen sich bei Analyse der „FinTech-Verordnungen“ aber noch einige Anlaufschwierigkeiten. So führt insbesondere die ECSP-VO gerade nicht dazu, dass Crowdfunding-Geschäftsmodelle einer einheitlichen Regulierung zugeführt werden. Eher das Gegenteil ist der Fall: Durch die Beschränkung des Anwendungsbereichs der Verordnung in sachlicher und persönlicher Hinsicht entsteht die Gefahr, dass ein regulatorischer Flickenteppich entsteht, in dem FinTech-Innovatoren durch die Gestaltung ihrer Geschäftsmodelle effektiv ein Wahlrecht zwischen europäischer und nationaler Regulierung haben. Der MiCA-VO-E enthält ebenfalls noch einige Vorgaben, die einerseits zu Rechtsunsicherheit führen – Stichwort ist hier die Zulässigkeit von Kryptowerten ohne zentralen Emittenten, wie dies im Bitcoin-System der Fall ist – und andererseits hohe rechtliche Hürden für Innovationen darstellen. Zu denken ist hier insbesondere an die verschuldensunabhängige Haftung von Wallet-Anbietern nach Art. 67 Abs. 8 MiCA-VO-E.

Abgesehen von diesen inhaltlichen Fragen kann schon die durch den europäischen Gesetzgeber erkannte Erforderlichkeit, die genannten „FinTech-Verordnungen“ auf den Weg zu bringen, als Beleg dafür dienen, dass das aktuelle Aufsichtskonzept konzeptuelle wie strukturelle Schwächen aufweist. Hieraus ergibt sich nämlich im Umkehrschluss, dass dieser selbst erkannt hat, dass das Bankaufsichtsrecht in seinem aktuellen Zuschnitt nicht den erwünschten schmalen Grat zwischen Innovationsoffenheit und Risikobegrenzung beschreitet. Ferner ist es nicht möglich, die geltenden Regeln entsprechend anzupassen, um Innovationen effektiv zu begegnen. Nur so lässt es sich erklären, dass nun spezifische Regulierung für einzelne FinTech-Innovationen geschaffen wird. Für alle anderen, nicht in den Anwendungsbereich fallenden Innovationen bleibt es demgegenüber bei den Vorgaben, die durch den Gesetzgeber so zumindest implizit als unpassend gekennzeichnet wurden.

¹ Vgl. dazu statt vieler *Danwerth* ZfPW 2017, 230 (244f.) m. w. N. aus der Rechtsprechung.

Hinzu tritt noch Folgendes: Das Bitcoin-System basiert auf einem Whitepaper aus dem Jahr 2008, die erste Crowdlending-Plattform ging im Jahr 2005 an den Markt. Die ECSP-VO trat im Jahr 2020 in Kraft, während mit einem Inkrafttreten der MiCA-VO nicht vor dem Jahr 2022 zu rechnen ist. Der Ansatz, für bestimmte Innovationen spezielle Regulierung zu schaffen, leidet daher leicht ersichtlich an einer zeitlichen Latenz, die in zweierlei Hinsicht problematisch werden kann. Zunächst kann es mit erheblichen Risiken für die Funktionsfähigkeit der Finanzsysteme selbst sowie deren Teilnehmer verbunden sein, wenn Innovationen – sei es auch nur über eine vergleichbar kurze Zeitspanne – ohne risikoangemessene Regulierung auf den Finanzmärkten aktiv sind. Zugleich kann es aber für die Innovatoren selbst eine Belastung darstellen, wenn sie sich zunächst auf die Vorgaben des geltenden Aufsichtsmaßstabs einstellen und dann nach einiger Zeit mit gänzlich anderen Regeln konfrontiert werden. Zu denken ist hier zum Beispiel an die durch den MiCA-VO-E vorgesehene (mittelbare) Erlaubnispflicht für Emittenten von E-Geld-Token oder die Pflicht zur Veröffentlichung eines Kryptowert-Whitepapers. Vergleichbare Vorgaben kennt der geltende Aufsichtsmaßstab gerade nicht; eine entsprechende Anpassung der vom Anwendungsbereich erfassten Innovatoren wird zukünftig erforderlich. Zweifelsohne führt allein dies zu erheblichen Mehrkosten, im schlimmsten Fall verbunden mit einer Abschwächung der von der Innovation ausgehenden positiven Effekte.

Die Auswirkungen der in dieser Arbeit identifizierten Schwächen des Aufsichtsmaßstabs potenzieren sich nur, wenn man sich der inhaltlichen Beschränkung dieser Arbeit auf die nationale Regulierung von FinTech-Innovationen bewusst wird. Diesen Innovationen kommt gerade das Potential zu, Finanzdienstleistungen und -produkte unabhängig von nationalstaatlichen Grenzen im Wesentlichen friktionslos bereitzustellen; Supra- und Transnationalisierung wurden auch im Kontext dieser Arbeit als häufig anzutreffendes Merkmal von FinTech-Innovationen identifiziert. Soll eine solche Innovation nun gleich in mehreren Staaten erbracht werden, steht sie unter dem Einfluss mehrerer Rechtsordnungen, die möglicherweise unterschiedliche Anforderungen bereithalten. Es fällt nicht schwer, sich hier eine Überforderung der Innovation durch die verschiedenen regulatorischen Vorgaben vorzustellen, die entweder sämtliche positive Effekte der Innovation ausschließt oder aber jedenfalls zu einem Verzicht auf das potentielle supra- oder transnationale Element führt. Es wird daher der in der Sache nachvollziehbare wie begrüßenswerte, letztlich aber (derzeit) unrealistische Wunsch nach einer globalen Regulierung von FinTech geäußert.²

² *Lehmann*, in: MüKoBGB, Band 13, Teil 12 (Internationales Finanzmarktrecht) Rn. 485, der die derzeitigen Erfolgsaussichten eines derartigen Vorhabens allerdings realistisch als gering einschätzt.

Dieser Hintergrund und die Berücksichtigung der in dieser Arbeit gefundenen Ergebnisse führt naturgemäß zu der Frage, ob und wie sich eine innovationsangemessene Regulierung überhaupt realisieren lässt. Zu denken ist hierbei zunächst an die Schaffung regulierter Experimentierzonen wie *regulatory sandboxes*. Dieser verweigert sich der deutsche Gesetzgeber bis heute, während sein europäisches Pendant zumindest die Möglichkeiten eines solchen Vorgehens auslotet. Als erster Schritt zu einem innovationsangemessenen Regulierungsrahmen ist die Etablierung solcher Zonen sicherlich ein gangbarer Weg: Einerseits können sie dazu dienen, den Geschäftsleitern innovativer Unternehmen in geschützter Atmosphäre die erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten zu vermitteln, über die sie nicht von vornherein verfügen. Andererseits können sich Aufsichtsbehörden eine Vorstellung von der Funktionsweise der Innovation verschaffen, die bei der Formulierung der Anforderungen an die Organisation des innovativen Unterfangens verwertet werden können. Allerdings dürften auch *regulatory sandboxes* und Konsorten nicht der Weisheit letzter Schluss sein, wenn es um die dauerhafte Gewährleistung eines innovationsoffenen Bankaufsichtsrechts geht. Hiergegen spricht schon, dass hierdurch letztlich ein nur vorübergehendes Sonderrecht für FinTech-Innovationen geschaffen wird, dessen Weg letztlich aber wieder im geltenden Aufsichtsmaßstab mündet. Ferner ändert ein solches Konzept nichts daran, dass vom Anwendungsbereich des Bankaufsichtsrechts nicht erfasste Tätigkeiten weiterhin durch das zwar engmaschige, aber dennoch an einigen Stellen durchlässige Raster des tätigkeitsbezogenen Ansatzes fallen.

Weder die dauerhafte noch die vorübergehende spezifische Regulierung von FinTech-Innovationen scheint deshalb der Weg zu sein, den schmalen Grat zwischen möglichst großer Innovationsoffenheit bei Ausschluss oder Begrenzung der hieraus resultierenden Risiken zu finden. Das Rechtsgebiet steht deshalb insgesamt vor einer Aufgabe, annähernd von der Schwierigkeit des gordischen Knotens: Wie lässt sich das Bankaufsichtsrecht von vornherein möglichst innovationsbeständig ausgestalten, ohne Innovationen dabei spezifisch zu regulieren? Das Finden einer passenden Antwort auf diese Frage ist maßgeblich dafür, dass Regulierung nicht auf lange Sicht zum Spielball innovativer Entwicklungen wird. Dabei sollte es aufgrund der zu erwartenden positiven Effekte von Innovationen nicht die Lösung sein, solche vollständig auszuschließen.

Ein neuer Ansatz könnte es sein, für den Anwendungsbereich des Bankaufsichtsrechts nicht mehr primär die Tätigkeit, sondern die wahrgenommene Funktion in den Blick zu nehmen. Als Beispiel mag hier zunächst wiederum das Crowdlending dienen: Investoren, die eigenes Geld verleihen und damit keine Transformationsfunktionen wahrnehmen, sind anders zu regulieren als Einlagenkreditinstitute, die Kredite durch Einlagen finanzieren und dabei zum Beispiel die Fristen- und Losgrößentransformation erbringen. Im geltenden Aufsichtsmaßstab ließ sich dieses Ergebnis – in Form der Feststellung, dass die Investoren keiner Erlaubnis wegen des Kreditgeschäfts benötigen – erst durch eine

teleologische Reduktion erreichen, die zumindest nach der nach außen kommunizierten Ansicht der BaFin dort noch keinen Anklang gefunden hat. Im Rahmen des Crowdlendings sind es allerdings Plattformbetreibergesellschaften, die durch die Bereitstellung der Crowdlending-Plattform Anreizprobleme lösen und die Informationsfunktion erfüllen. Hieran und an den hiervon ausgehenden Risiken setzt eine Regulierung sinnvollerweise an. Gleichermaßen erfüllen zum Beispiel die Miner durch den Betrieb des Bitcoin-Systems die Zahlungssystemfunktion. Vorstellbar ist, dass damit eine entsprechende Beaufsichtigung einhergeht. Da dennoch nicht jeder Miner einer Erlaubnispflicht unterliegen soll, zeigt dieses Beispiel – wie auch die aktuellen Entwicklungen im DeFi-Bereich –, dass das Aufsichtsrecht nicht ausschließlich der Regulierung von Rechtsträgern als Adressaten von Aufsichtsinstrumenten verhaftet bleiben darf. Es muss neue Wege suchen, auch dezentrale Strukturen einer staatlichen Aufsicht unterwerfen zu können, wenn diese die Schutzzwecke des Rechtsgebiets berühren.

Als Vorbild für einen derartigen Regulierungsansatz dienen mag hier der Wertpapierbegriff der MiFID II. Dieser ist in einer Weise formuliert, dass es nicht auf Technikalitäten wie eine Verbriefung ankommt, sondern auf andere Eigenschaften wie Standardisierung, Übertragbarkeit sowie Handelbarkeit. Mit anderen Worten: Was aussieht wie ein Wertpapier und sich verhält wie ein Wertpapier, wird im Kontext der MiFID II auch wie ein Wertpapier behandelt. Diese Offenheit erlaubt es zum Beispiel, *security token* auch ohne innovations-spezifische Anpassung des Rechtsakts als Wertpapiere zu behandeln. Entsprechend offen sollte auch der Aufsichtsmaßstab formuliert sein, um Innovationen ohne die Notwendigkeit einer vorherigen Anpassung seiner Regelungen einer angemessenen bankaufsichtsrechtlichen Regulierung zuzuführen. Das (verstärkte) Abstellen auf die innerhalb des Finanzsystems wahrgenommenen Funktionen hat das Potential, eine derartige Offenheit herbeizuführen.

Die ausführliche Formulierung eines dies berücksichtigenden Reformvorschlags für den Aufsichtsmaßstabs übersteigt schon im Umfang ersichtlich das, was diese Arbeit zu leisten vermag. Dazu kommt noch das Folgende: Ein derartiges Unterfangen muss zwingend eine interdisziplinäre Aufgabe sein, bei der die Wirtschaftswissenschaften zunächst die Funktionen des Finanzsystems herausarbeiten und die hiermit verbundenen Risiken identifizieren, während die Rechtswissenschaften auf Grundlage dieser essentiellen Vorarbeit verhältnismäßige Regelungen zum Ausschluss oder zur Begrenzung dieser Risiken finden und formulieren. Die vorliegende Arbeit versteht sich angesichts der identifizierten Schwächen sowie der Funktionen des Finanzsystems diesbezüglich als Gedankenfutter und kann so als Ausgangspunkt für die Schaffung eines innovations-beständigen Bankaufsichtsrechts dienen. So könnte man einem grundlegenden Wandel der aktuellen Zusammensetzung des Finanzsystems entspannter entgegensehen – selbst einem von FinTech-Innovationen ausgehenden „Banking Without Banks“.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A.*: The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), 488–500.
- Allen, Franklin/Santomero, Anthony M.*: The theory of financial intermediation, *Journal of Banking & Finance* 21 (1998), 1461–1485.
- dies.*: What do financial intermediaries do?, *Journal of Banking & Finance* 25 (2001), 271–294.
- Altwater, Christian/Schweinitz, Oliver von*: Trennbankensystem: Grundsatzfragen und alternative Regulierungsansätze, *WM* 2013, 625–633.
- Annuss, Christine/Rupprecht, Manuel*: Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland: Die Rolle der realen Rendite, in: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.), *Niedrigzinsen – Ursachen, Wirkungen, Ausstiegsoptionen*, Berlin 2016, 95–109.
- Arlt, Roland*: True Sale Securitisation unter besonderer Berücksichtigung der Rechtslage in Deutschland und Italien, Berlin 2009.
- Armbrüster, Christian*: Rechtliche Anforderungen beim Online-Vertrieb von Versicherungsprodukten, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, München 2019, 791–837 (zit. als *Armbrüster*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 31).
- Armknecht, Frederik/Karame, Ghassan O./Mandal, Avikarsha/Youssef, Franck/Zenner, Erik*: Ripple: Overview and Outlook, abrufbar unter: www.researchgate.net/publication/281631024_Ripple_Overview_and_Outlook (letzter Abruf: 6.5.2021, zit. als *Armknecht et al.*, *Ripple*).
- Armour, John/Awrey, Dan/Davies, Paul/Enriques, Luca/Gordon, Jeffrey N./Mayer, Colin/Payne, Jennifer*: Principles of Financial Regulation, New York 2016 (zit. als *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*).
- Arner, Douglas W./Barberis, János/Buckley, Ross P.*: The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm, *University of New South Wales Law Research Series No. 2015/047*, 2015.
- dies.*: FinTech, RegTech and Reconceptualization of Financial Regulation, *Northwestern Journal of International Law & Business* 37 (2017), 371–413.
- Arrow, Kenneth J.*: The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing, *The Review of Economic Studies* 31 (1964), 91–96.
- ders./Debreu, Gerard*: Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy, *Econometrica* 22 (1954), 265–290.
- Aschenbeck-Florange, Tanja/Drefke, Thorge*: Neueste Entwicklungen der Crowdfunding-Regulierung und aufsichtsrechtliche Anforderungen an Crowdfunding in Deutschland, *RdF* 2015, 284–293.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schlitt, Michael/von Kopp-Colomb, Wolf* (Hrsg.): *Wertpapierprospektgesetz/Vermögensanlagegesetz*, 3. Aufl., Köln 2017.

- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O. (Hrsg.): Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl., Köln 2019.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A./Buck-Heeb, Petra (Hrsg.): Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl., München 2020 (zit. als: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts).
- Atz, Ulrich/Bholat, David: Peer-to-peer lending and financial innovation in the UK, Bank of England Working Paper No. 598, 2016.
- Auer-Reinsdorff, Astrid/Conrad, Isabell (Hrsg.): Handbuch IT- und Datenschutzrecht, 3. Aufl., München 2019 (zit. als: *Bearbeiter*, in: Auer-Reinsdorff/Conrad (Hrsg.), IT- und Datenschutzrecht).
- Auffenberg, Lutz: Bitcoins als Rechnungseinheiten – Eine kritische Auseinandersetzung mit der aktuellen Verwaltungspraxis der BaFin, NVwZ 2015, 1184–1187.
- Awrey, Dan: Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets, Harvard Business Law Review 2 (2012), 236–294.
- ders.: Toward a Supply-Side Theory of Financial Innovation, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 401–419.
- ders./van Zwieten, Kristin: The Shadow Payment System, Journal of Corporation Law 43 (2018), 775–816.
- Bank for International Settlements: Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement, 2017, abrufbar unter: www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Bauerfeind, Tobias: Ein Resümee zum Finanztransfersgeschäft – Das Zahlungsdienstrecht in der Praxis, WM 2018, 456–461.
- Baumann, Diethelm: Mobile Payment – neuer Wein in alten Schläuchen?, GWR 2014, 493–496.
- Baumanns, Charlotte: FinTechs als Anlageberater? Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Robo-Advisory, BKR 2016, 366–375.
- Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred (Hrsg.): GmbH-Gesetz, 21. Aufl., München 2017 (zit. als *Bearbeiter*, in: Baumbach/Hueck (Hrsg.), GmbHG).
- Beck, Benjamin: Bitcoins als Geld im Rechtssinne, NJW 2015, 580–586.
- Beck, Heinz (Begr.)/Samm, Carl-Theodor/Kokemoor, Axel (Hrsg.): Kreditwesengesetz mit CRR, Stand: 205. Ergänzungslieferung, Heidelberg 2019.
- Becker, Bernhard/Böttger, Peter/Ergün, Ismail/Müller, Stefan: Basel III und die möglichen Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung, DStR 2011, 375–380.
- Beck'scher Online-Großkommentar zum BGB: Beate Gsell/Wolfgang Krüger/Stephan Lorenz/Christoph Reymann (Gesamtherausgeber für das Zivilrecht), laufend aktualisiert (zit. als: *Bearbeiter*, in: BeckOGK-BGB).
- Beck'scher Online-Kommentar zum BGB: Heinz Georg Bamberger/Herbert Roth/Wolfgang Hau/Roman Poseck (Hrsg.), laufend aktualisiert (zit. als: *Bearbeiter*, in: BeckOK-BGB).
- Beck'scher Online-Kommentar zum HGB: Martin Häublein/Roland Hoffmann-Theinert (Hrsg.), laufend aktualisiert (zit. als: *Bearbeiter*, in: BeckOK-HGB).
- Beck'scher Online-Kommentar zur InsO: Alexander Fridgen/Arndt Geiwitz/Burkard Göpfert (Hrsg.), laufend aktualisiert (zit. als: *Bearbeiter*, in: BeckOK-InsO).
- Begner, Jörg: Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrechts, BaFin Journal 9/2012, 11–15.
- Behrendt, Philipp: Die Ausgabe elektronischen Geldes – Fragen des Bankaufsichts- und Zentralbankrechts, München 2007.

- Belleflamme, Paul/Lambert, Thomas/Schwiebacher, Armin*: Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, *Journal of Business Venturing* 29 (2014), 585–609.
- Benzler, Marc/Krieger, Kai*: Organisatorische Anforderungen, in: Jens-Hinrich Binder/Alexander Glos/Jan Riepe (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, Köln 2018, 447–544.
- Berger, Sven Christian/Gleisner, Fabian*: Emergence of Financial Intermediaries in Electronic Markets: The Case of Online P2P Lending, *Business Research* 2 (2009), 39–65.
- Berger, Sven Christian/Skiera, Bernd*: Elektronische Kreditmarktplätze: Funktionsweise, Gestaltung und Erkenntnisstand bei dieser Form des „Peer-to-Peer Lending“ Kredit und Kapital 2012, 289–311.
- Bergmann, Jan (Hrsg.): *Handlexikon der Europäischen Union*, 5. Aufl., Baden-Baden 2015.
- Bernet, Beat*: *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, München 2003.
- Bernholz, Peter*: Zahlungsmittel und Dezentralisierung ökonomischer Aktivitäten, in: Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen. *Handbuch des Finanzsystems*, S. 38–57.
- Bhattacharya, Sudipto/Thakor, Anjan V.*: Contemporary Banking Theory, *Journal of Financial Intermediation*, 3 (1993), 2–50.
- Bialluch-von Allwörden, Stephanie M.*: Zivil- und prospektrechtliche Aspekte des eWpG-E, *RDi* 2021, 13–19.
- dies./von Allwörden, Sebastian*: Initial Coin Offerings: Kryptowährungen als Wertpapier oder Vermögensanlage?, *WM* 2018, 2118–2123.
- Biber, Eric/Light, Sarah E./Ruhl, J.B./Salzman, James E.*: Regulating Business Innovation as Policy Disruption: From the Model T to Airbnb, *Vanderbilt Law Review* 70 (2017), 1561–1626.
- Binder, Jens Hinrich*: „Prozeduralisierung“ und Corporate Governance – Innerbetriebliche Entscheidungsvorbereitung und Prozessüberwachung als Gegenstände gesellschaftsrechtlicher Regulierung – Entwicklungslinien und Perspektiven, *ZGR* 2007, 745–788.
- ders.*: Vorstandshandeln zwischen öffentlichem und Verbandsinteresse: Pflichten- und Kompetenzkollisionen im Spannungsfeld von Bankaufsichts- und Gesellschaftsrecht, *ZGR* 2013, 760–781.
- ders.*: Organisationspflichten und das Finanzdienstleistungs–Unternehmensrecht: Bestandsaufnahme, Probleme, Konsequenzen, *ZGR* 2015, 667–708.
- ders.*: Erlaubnispflicht, Zulassungsvoraussetzungen und Zulassungsverfahren, in: *ders./Alexander Glos/Jan Riepe (Hrsg.), Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, Köln 2018, 97–151.
- Bitkom: *Positionspapier zum Status Quo der FinTechs in Deutschland*, Berlin 2015, abrufbar unter: www.bitkom.org/sites/default/files/pdf/noindex/Publicationen/2015/Positionspapier/Positionspapier-zum-Status-Quo-der-FinTechs-in-Deutschland/20151123-Bitkom-Positionspapier-Status-Quo-FinTechs-in-Deutschland.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021).
- Bitz, Michael*: Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, *WiSt* 1989, 430–436.
- Bodie, Zvi/Merton, Robert C.*: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in: Dwight B. Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Boston 1995, 3–31.

- Bohnert, Dieter/Szesny, André-M.*: Geldwäscheverdachtsanzeige bei Kenntnisnahme von der Selbstanzeige eines Bankkunden? Zum Umgang mit dem Rundschreiben der BaFin 01/2014 (GW), BKR 2015, 265–271.
- Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfrid/Schulte-Mattler, Hermann* (Hrsg.): Kreditwesengesetz – Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, München, 4. Aufl. 2012 (zit. als *Bearbeiter*, in: BFS-KWG⁴).
- dies.*: Kreditwesengesetz – Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, München, 5. Aufl. 2016 (zit. als *Bearbeiter*, in: BFS-KWG).
- Borkert, Kristian*: Crowdfunding goes Blockchain – Einordnung und rechtliche Rahmenbedingungen von Tokensales, insb. Initial Coin Offerings, ITRB 2018, 39–43.
- Boujong, Karlheinz/Ebenroth, Carsten Thomas/Joost, Detlev/Strohn, Lutz* (Hrsg.): Handelsgesetzbuch (zit. als *Bearbeiter*, in: EBJS-HGB):
- Band 2: §§ 343–475h. Transportrecht, Bank- und Börsenrecht, 4. Aufl., München 2020.
- Boyd, John H./Prescott, Edward C.*: Financial intermediary-coalitions, *Journal of Economic Theory* 38 (1986), 211–232.
- Bracht, Hannes*: Anlageberatung, in: Hans-Peter Schwintowski (Hrsg.), *Bankrecht*, 4. Aufl., Köln 2014, 807–841 (zit. als *Bracht*, in: Schwintowski (Hrsg.), *Bankrecht*, § 18).
- Bradford, C. Steven*: Crowdfunding and the Federal Securities Law, *Columbia Business Law Review* 2012, 1–150.
- Brandt, Markus*: Aufklärungs- und Beratungspflicht der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage: wertpapiergeschäftliche Informationspflichten im Spiegel kapitalmarktrechtlicher Effizienz, Baden-Baden 2002.
- Breuer, Wolfgang*: Finanzintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht, Wiesbaden 1993.
- Broecker, Thorsten*: Credit-Worthiness Tests and Interbank Competition, *Econometrica* 58 (1990), 429–452.
- Broer, Frank*: Economics von FinTech-Geschäftsmodellen, *ZVglRWiss*, 2017, 189–204.
- Brummer, Chris*: Disruptive Technology and Securities Regulation, *Fordham Law Review* 84 (2015), 977–1052.
- Brunnermeier, Markus/Crocket, Andrew/Goodhart, Charles/Persaud, Avinash D./Shin, Hyun*: The Fundamental Principles of Financial Regulation, *Geneva Reports on the World Economy* 11, 2009.
- Buch, Claudia M./Golder, Stefan M.*: Foreign Competition and Disintermediation: No Threat to the German Banking System?, *BNL Quarterly Review* 53 (2000), 107–133.
- Buck-Heeb, Petra*: Das Kleinanlegerschutzgesetz, *NJW* 2015, 2535–2541.
- dies.*: Aufsichtsrechtliches Produktverbot und zivilrechtliche Rechtsfolgen – Der Anleger zwischen Mündigkeit und Schutzbedürftigkeit, BKR 2017, 89–99.
- dies.*: Kapitalmarktrecht, 9. Aufl., Heidelberg 2017.
- Burghof, Hans-Peter/Rudolph, Bernd*: Bankenaufsicht. Theorie und Praxis der Regulierung, Wiesbaden 1996.
- Busch, Christoph*: Mobile Payment – Rechtliche und technische Rahmenbedingungen für Innovationen im Zahlungsverkehr, *WiVerw* 2014, 148–154.
- ders./Mak, Vanessa*: Peer-to-peer lending in the European Union, *EuCML* 2016, 181.
- Büschgen, Hans E.*: Bankbetriebslehre. Bankgeschäfte und Bankmanagement, 5. Aufl., Wiesbaden 1998.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Die Ausgabe von Namensgewinnschuldverschreibungen an Arbeitnehmer in bankaufsichtsrechtlicher Sicht, *BB* 1978, 227–235.

- Casper, Matthias*: Das Kleinanlegerschutzgesetz – zwischen berechtigtem und übertriebenem Paternalismus, ZBB 2015, 265–282.
- ders.*: Anlegerschutz bei Crowdfunding: eine kritische Evaluation des Kommissionsvorschlags für ein optionales europäisches Modell, in: Katharina Boele-Woelki/Florian Faust/Matthias Jacobs/Thilo Kuntz/Anne Röthel/Karsten Thorn/Birgit Weitemeyer (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Band I, München 2019, S. 197–211.
- ders.*: Vorschläge zur Regulierung des Crowdfunding auf EU-Ebene – brauchen wir ein optionales europäisches Instrument?, in: Alfred Bergmann/Michael Hoffmann-Becking/Ulrich Noack (Hrsg.), Recht und Gesetz. Festschrift für Ulrich Seibert, Köln 2019, S. 181–197.
- ders./Terlau Matthias* (Hrsg.): Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG). Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, München 2014 (zit. als: *Bearbeiter*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG¹).
- dies.*: Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG). Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Geldes, München, 2. Aufl. 2020 (zit. als: *Bearbeiter*, in: Casper/Terlau (Hrsg.), ZAG).
- Cervený, Frank/Bechtold, Hartmut/Meyer, Heinrich*: Einführung, in: Heinrich Meyer/Frank R. Primozic (Hrsg.), Die Verbriefungstransaktion. Forderungsbasierte Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 21–65.
- Chiu, Iris*: FinTech and Disruptive Business Models in Financial Products, Intermediation and Markets-Policy Implications for Financial Regulators, Journal of Technology Law & Policy 21 (2016), 55–112.
- dies.*: An Emerging Strategy für Governing Financial Innovation – The UK’s Pro-Innovation Tools in Regulation, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, 2. Aufl., München 2021, 949–963 (zit. als *Chiu*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 35).
- Choulet, Celine/Shulyatyeva, Yelena*: History and major causes of US banking disintermediation, BNP Paribas Conjoncture 2016, 3–24.
- Cohen, Dave/Schwartz, David/Britto, Arthur*: The XRP Ledger Consensus Process, abrufbar unter: <https://xrpl.org/consensus.html> (letzter Abruf: 9.4.2021).
- Colaert, Veerle*: On the absence of peer-to-peer lending in Belgium, EuCML 2016, 182–184.
- Cortez, Nathan*: Regulating Disruptive Innovation, Berkeley Technology Law Journal 29 (2014), 175–228.
- Danwerth, Christopher*: Mobile Payment – Innovation des Zahlungsverkehrs oder unkalkulierbares Risiko?, ZBB 2015, 119–136.
- ders.*: Der gesetzliche Zins als Geschenk des Himmels – Die Sanktionswirkung des § 494 Abs. 2 Satz 2 BGB in der Niedrigzinsphase, WM 2015, 1605–1611.
- ders.*: Crowdfunding – Ist das Kleinanlegerschutzgesetz das junge Ende einer innovativen Finanzierungsform?, ZBB 2016, 20–39.
- ders.*: Analogie und teleologische Reduktion – zum Verhältnis zweier scheinbar ungleicher Schwestern, ZfPW 2017, 230–249.
- Dapp, Thomas F.*: Fintech – Die digitale (R)evolution im Finanzsektor, Deutsche Bank Research, 23.9.2014.
- Debreu, Gerard*: Theory of Value – An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium, New Haven, London 1959.

- Dell’Erba, Marco*: The qualification of Initial Coin Offerings (ICOs) in the United States, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, München 2018, 539–554 (zit. als *Dell’Erba*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*¹, § 21).
- Denga, Michael*: Die Regulierung der Blockchain-Infrastruktur, *JZ* 2021, 227–236.
- Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2016, Frankfurt am Main 2016.
- dies.: Distributed-Ledger-Technologien im Zahlungsverkehr und in der Wertpapierabwicklung: Potentiale und Risiken, Monatsbericht 9/2017, 35–50.
- dies.: Zahlungsverhalten in Deutschland 2017 – Vierte Studie über die Verwendung von Bargeld und unbaren Zahlungsinstrumenten, Frankfurt am Main 2017, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/publikationen/berichte/studien/zahlungsverhalten-in-deutschland-737966> (letzter Abruf: 14.4.2021).
- dies.: Zahlungsverhalten in Deutschland 2020 – Erhebung über die Verwendung von Zahlungsmitteln im Jahr der Corona-Pandemie, Frankfurt am Main 2020, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/publikationen/berichte/studien/zahlungsverhalten-in-deutschland-737966> (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Diamond, Douglas W.*: Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51 (1984), 393–413.
- dies.: Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy* 99 (1991), 689–721.
- dies./*Dybvig, Philip H.*: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy* 91 (1983), 401–419.
- Diekmann, Hans/Wieland, Andreas*: Der neue aufsichtsrechtliche Rahmen für das E-Geld-Geschäft, *ZBB* 2011, 297–305.
- Dinger, Valeriya/Grundke, Peter/Hartmann, Bernd J.*: Marketplace Lending und Verbriefungen: beunruhigende Parallelen?, *ZBB* 2018, 321–332.
- Djazayeri, Alexander*: Die virtuelle Währung Bitcoin – Zivilrechtliche Fragestellungen und internationale regulatorische Behandlung, *jurisPR-BKR* 6/2014.
- Domanski, Dietrich*: Disintermediationstendenzen im deutschen Finanzsystem und ihre Auswirkungen auf die Rolle der Kreditinstitute – Eine Bewertung aus geldpolitischer Sicht, in: Bernhard Gahlen/Helmut Hesse/Hans Jürgen Ramser (Hrsg.), *Finanzmärkte*, Tübingen 1997, 271–290.
- Dorfleitner, Gregor/Hornuf, Lars*: *FinTech-Markt in Deutschland*, 2016, abrufbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf%3F__blob%3DpublicationFile (letzter Abruf: 14.4.2021).
- dies.: Allgemeiner Marktüberblick, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, 2. Aufl., München 2021, 25–43 (zit. als *Hornuf/Dorfleitner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 2).
- Dörner, Heinrich*: *Dynamische Relativität. Der Übergang vertraglicher Rechte und Pflichten*, München 1985.
- du Buisson, Joachim*: Die Reichweite der Erlaubnistatbestände Emissionsgeschäft und Eigenhandel für andere in § 1 Kreditwesengesetz (KWG), *WM* 2003, 1401–1412.
- Eberle, Nicolas*: *Die Regulierung des Peer-to-Peer-Lending in Deutschland – eine Untersuchung unter Einbeziehung alternativer Gestaltungsvarianten und Regelungsansätze in den USA und Großbritannien*, Baden-Baden 2019.
- Eichelberger, Jan*: Innovationsrelevante Regeln des allgemeinen Zivilrechts und ihre Innovationswirkung, in: Hilty, Reto M./Jaeger, Thomas/Lamping, Matthias (Hrsg.),

- Herausforderung Innovation. Eine interdisziplinäre Debatte, Berlin, Heidelberg 2012, 45–64.
- Eisele, Wolfgang/Knobloch, Alois*: Offene Probleme bei der Bilanzierung von Finanzinnovationen (Teil I), DStR 1993, 577–586.
- dies.*: Offene Probleme bei der Bilanzierung von Finanzinnovationen (Teil II), DStR 1993, 617–623.
- Ellenberger, Jürgen/Findeisen, Michael/Nobbe, Gerd* (Hrsg.): Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht – Praxiskommentar zum Zivil- und Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs, 2. Aufl., Heidelberg 2013.
- Elliott, Douglas/Salloy, Suzanne/Santos, André Oliveira*: Assessing the Cost of Financial Regulation, IMF Working Paper 12/233, September 2012, abrufbar unter: www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Assessing-the-Cost-of-Financial-Regulation-40021 (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Engelhardt, Christian/Klein, Sascha*: Bitcoins – Geschäfte mit Geld, das keines ist: Technische Grundlagen und zivilrechtliche Betrachtung, MMR 2014, 355–360.
- Engert, Andreas*: Digitale Plattformen, AcP 218 (2018), 304–376.
- Ettl, Helmut*: Finanzinnovation und Aufsicht – eine Annäherung, ZfgK 2016, 737–739.
- Europäische Zentralbank: Virtual currency schemes, Frankfurt am Main 2012.
- Fama, Eugene F.*: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance 25 (1970), 383–417.
- dies.*: Efficient Capital Markets: A Reply, The Journal of Finance, 31 (1976), 143–145.
- dies.*: Banking in the Theory of Finance, Journal of Monetary Economics 6 (1980), 39–57.
- Fang, Lily/Ivashina, Victoria/Lerner, Josh*: The disintermediation of financial markets: Direct investing in private equity, Journal of Financial Economics 116 (2015), 160–178.
- Faßbender, Dominik*: P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre. Eine empirische Analyse deutscher P2P-Kreditmärkte zur Beurteilung der Eignung als Finanzintermediäre, München 2012.
- Fett, Torsten/Bentele, Florian*: Der E-Geld-Intermediär im Visier der Aufsicht – Das Gesetz zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-Richtlinie und seine Auswirkungen auf E-Geld-Agenten, BKR 2011, 403–410.
- dies.*: E-Geld-Aufsicht light? – Das Gesetz zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-Richtlinie und seine Auswirkungen auf E-Geld-Institute, WM 2011, 1352–1363.
- Financial Conduct Authority: Regulatory Sandbox, London 2015, abrufbar unter: www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Financial Stability Board: Financial Stability Implications from FinTech, 2017, abrufbar unter: www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Fischer, Thomas/Boegl, Martin*: Grundlagen, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München 2017, § 125.
- dies.*: Die Aufsichtsbehörden und ihre Instrumente, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München 2017, § 126.
- dies.*: Die Betriebserlaubnis, organisatorische Pflichten, Geldwäscheprävention und Geschäftsleiter, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München 2017, § 128.

- Frame, W. Scott/White, Lawrence J.:* Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O.S. Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford, 2. Aufl. 2015, 271–291.
- Freixas, Xavier/Rochet, Jean-Charles:* *Microeconomics of Banking*, Cambridge, 2. Aufl. 2008.
- Frerichs, Arne/Schumann, Matthias:* Peer to Peer Banking, Arbeitsbericht des Instituts für Wirtschaftsinformatik 02, 2008.
- Froitzheim, Oliver:* Anmerkung zu KG, Urt. v. 25.9.2018 – (4) 151 Ss 28/18 (35/18), BKR 2018, 475–477.
- Fromberger, Mathias/Haffke, Lars/Zimmermann, Patrick:* Kryptowerte und Geldwäsche. Eine Analyse der 5. Geldwäscherichtlinie sowie des Gesetzesentwurfs der Bundesregierung, BKR 2019, 377–386.
- Froot, Kenneth A.:* Incentive Problems in Financial Contracting, in: Dwight B. Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Boston 1995, 225–261.
- Fuchs, Andreas:* Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), München, 2. Aufl. 2016.
- Funk, Burkhardt/Bachmann, Alexander/Becker, Alexander/Buerckner, Daniel/Hilker, Michel/Kock, Frank/Lehmann, Mark/Tiburtius, Philip:* Online Peer-to-Peer Lending – A Literature Review, *Journal of Internet Banking and Commerce* 16 (2011), 1–18 (zit. als Funk et al., Online Peer-to-Peer-Lending).
- Ganter, Hans Gerhard:* Das Schicksal akzessorischer Globalsicherheiten im Falle der Singularabtretung von gesicherten Forderungen und Forderungsteilen – eine Studie zu § 401 BGB, in: Georg Bitter/Claus Ott/Herbert Schimansky (Hrsg.), *Bankgeschäfte zwischen Markt, Regulierung und Insolvenz. Festschrift für Hans-Jürgen Lwowski zum 75. Geburtstag*, München 2014, 187–196 (zit. als: *Ganter*, in: FS Lwowski, 187).
- ders.:* Sicherungsabtretung, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 5. Aufl., München 2017, § 96.
- Geiger, Martin:* Asset Backed Securities, in: Mathias Habersack/Peter O. Mülbart/Michael Schlitt (Hrsg.), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Köln, 3. Aufl. 2013, 781–800.
- Geiling, Luisa:* Distributed Ledger – Die Technologie hinter den virtuellen Währungen am Beispiel der Blockchain, *BaFin Journal* 2/2016, 28–32.
- Gifford, Karen/Cheng, Jessie:* Implementation of real-time settlement for banks using decentralised ledger technology: policy and legal implications, *Banque de France – Financial Stability Review* 04/2016, 143–151.
- Glatz, Florian:* Blockchain – Ein Paradigmenwechsel, in: Stephan Breidenbach/Florian Glatz (Hrsg.), *Rechtshandbuch Legal Tech*, München 2018, 59–78 (zit. als *Glatz*, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), *Rechtshandbuch Legal Tech*, Kap. 4.1).
- Glos, Alexander:* Laufende Aufsicht, Eingriffsinstrumente und Sanktionen, in: Jens-Hinrich Binder/Alexander Glos/Jan Riepe (Hrsg.), *Handbuch Bankenaufsichtsrecht*, Köln 2018, 609–654.
- Goetzmann, William N./Rouwenhorst, K. Geert (Hrsg.):* *The Origins of Value*, Oxford 2005.
- Gorton, Gary/Pennacchi, George:* Financial Intermediaries and Liquidity Creation, *Journal of Finance* 45 (1990), 49–71.
- Greenbaum, Stuart I./Thakor, Anjan V./Boot, Arnoud W. A.:* *Contemporary Financial Intermediation*, Oxford, 3. Aufl. 2016.

- von der Groeben, Hans/Schwarze, Jürgen/Hatje, Armin (Hrsg.): Europäisches Unionsrecht, 7. Aufl., Baden-Baden 2015 (zit. als: *Bearbeiter*, in: von der Groeben/Schwarze/Hatje, Europäisches Unionsrecht).
- Groß, Wolfgang: Kapitalmarktrecht, München, 6. Aufl. 2016 (zit. als: *Groß*, Kapitalmarktrecht⁶).
- ders.*: Kapitalmarktrecht, München, 7. Aufl. 2020.
- Grundmann, Stefan (Hrsg.): Bankvertragsrecht, Teilband 1: Grundlagen und Commercial Banking, Berlin/Boston 2020 (zit. als: *Bearbeiter*, in: Grundmann (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Teilband 1).
- ders./Möslein, Florian*: Vertragsrecht als Infrastruktur für Innovation, ZfPW 2015, 435–453.
- Gurlit, Elke: Handlungsformen der Finanzaufsicht, ZHR 177 (2013), 862–901.
- Haas, Tillmann: Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Struktur, Aufgaben, Rechtsschutz), in: Simon G. Grieser/Manfred Heemann (Hrsg.), Bankaufsichtsrecht: Entwicklungen und Perspektiven, Frankfurt am Main 2010, 59–69.
- Hacker, Philipp: Corporate Governance for Complex Cryptocurrencies? – A Framework for Stability and Decision Making in Blockchain-Based Organizations, 2017, abrufbar unter: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2998830 (letzter Abruf: 14.4.2021).
- ders./Thomale, Chris*: Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, ECFR 2018, 645–696.
- Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard H.: Finanzsystem und Komplementarität, in: Hans-Hermann Francke/Eberhart Ketzler/Hans-Helmut Kotz (Hrsg.), Finanzmärkte im Umbruch, Beiheft zu Kredit und Kapital, 2000, 53–102.
- Hakert, Anka/Kirschbaum, Benjamin: Ether Classic und Bitcoin Cash: Bilanzierung und Besteuerung von Kryptowährungen aus einer Hard Fork, DStR 2018, 881–886.
- Handrick, Michael: Corporate Finance – Disintermediation oder ein neues strategisches Geschäftsfeld der Kreditinstitute?, in: Hans J. Krümmel/Bernd Rudolph (Hrsg.), Corporate Finance, Frankfurt am Main 1991, 19–30.
- Hannemann, Ralf/Schneider, Andreas/Weigl, Thomas: Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk). Kommentar unter Berücksichtigung der Instituts-Vergütungsverordnung (InstitutsVergV), 4. Aufl., Stuttgart 2013.
- Hartmann, Bernd J.: Digitale Ökonomie am Beispiel der Fintechs, BKR 2017, 321–327.
- Haug, Ulrich: Die Giroüberweisung im internationalen Geschäftsverkehr, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München 2017, § 51a.
- ders.*: Die Deutsche Bundesbank, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München 2017, § 123.
- Heckelmann, Martin: Zulässigkeit und Handhabung von Smart Contracts, NJW 2018, 504–510.
- Hecker, Jan: Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht. Öffentlich-rechtliche Probleme staatlicher Wirtschaftsinterventionen zur Steigerung der Funktionsfähigkeit des Marktes, Tübingen 2007.
- Heemann, Manfred: Gewährung von Darlehen als erlaubnispflichtiges Bankgeschäft, in: Simon G. Grieser/Manfred Heemann (Hrsg.), Bankaufsichtsrecht. Entwicklungen und Perspektiven, Frankfurt am Main 2010, 623–634.

- Heer, Philipp E.*: Die Übertragung von Darlehensforderungen – eine systematische Übersicht – zugleich Anmerkung zum Urteil des BGH vom 19.4.2011 – XI ZR 256/10, BKR 2012, 45–51.
- Helios, Marcus/Link, Mathias*: Zweifelsfragen der Abgeltungsteuer auf Kapitalerträge aus Finanzinnovationen und offenen Fonds, DStR 2008, 386–392.
- Hellwig, Martin*: Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems, in: Jürgen von Hagen/Johann Heinrich von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., Stuttgart 2000, 3–36.
- Henke, Matthias*: Zum einlagenlosen Kreditgeschäft im Kreditwesengesetz – über die Reichweite des Einlagengeschäfts und das Verhältnis von Bankaufsichts- und Gesellschaftsrecht, WM 2010, 2157–2163.
- Henssler, Martin/Strohn, Lutz (Hrsg.): Gesellschaftsrecht, München, 3. Aufl. 2016.
- Heppe, Hansjörg/Tielmann, Jörgen*: Die Neuerungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – Eine Auswahl, WM 2011, 1883–1893.
- Heun, Werner*: Finanzaufsicht im Wandel, JZ 2012, 235–242.
- Hildner, Alicia*: Bitcoins auf dem Vormarsch: Schaffung eines regulatorischen Level Playing Fields?, BKR 2016, 485–495.
- Hingst, Kai-Michael/Lösing, Carsten*: Die geplante Fortentwicklung des europäischen Zahlungsdiensteaufsichtsrechts durch die Zweite Zahlungsdienste-Richtlinie, BKR 2014, 315–324.
- dies.*: Zahlungsdiensteaufsichtsrecht, München 2015.
- Hingst, Kai-Michael/Neumann, Karl-Alexander*: Negative Zinsen – Die zivilrechtliche Einordnung eines nur scheinbar neuen geldpolitischen Phänomens, BKR 2016, 95–101.
- Hippeli, Michael*: Verbotsirrtum über die Erlaubnispflicht von Bankgeschäft oder Finanzdienstleistung bei Auskunft der Aufsichtsbehörde, WM 2018, 253–258.
- Hoffmann-Riem, Wolfgang/Schneider, Jens-Peter (Hrsg.): Rechtswissenschaftliche Innovationsforschung. Grundlagen, Forschungsansätze, Gegenstandsbereiche, Baden-Baden 1998.
- Hofmann, Stefan/Walter, Bernhard*: Die Veräußerung Not leidender Kredite – aktives Risikomanagement der Bank im Spannungsverhältnis zwischen Bankgeheimnis und Datenschutz, WM 2004, 1566–1574.
- Holzborn, Timo (Hrsg.): Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften, 2. Aufl., Berlin 2014.
- Horn, Norbert*: Werksparkassenverbot und Vermögensbildung durch Belegschaftsdarlehen und -obligationen, ZGR 1976, 435–446.
- Huertas, Michael*: Das Regime der Regulatory Sandbox in Großbritannien: Entwicklung und Zukunftsperspektiven, in: Dennis Kunschke/Kai A. Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech. Grundlagen – Regulierung – Finanzierung – Case Studies, Berlin 2018, 103–113.
- Hügler, Wolfgang Johannes*: Finanzsysteme, wirtschaftliches Wachstum und die Rolle des Staates. Ein funktionaler Ansatz unter Berücksichtigung der Reformfahrung lateinamerikanischer Länder, Marburg 2001.
- Hulme, Michael K./Wright, Collette*: Internet Based Social Lending: Past, Present and Future, Oktober 2006, abrufbar unter: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.130.3274&rep=rep1&type=pdf> (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Humphrey, David*: Payments and Payment Systems, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O.S. Wilson (Hrsg.), The Oxford Handbook of Banking, Oxford, 2. Aufl. 2015, 408–428.

- Jachmann, Monika*: Besteuerung von Erträgen aus Finanzinnovationen, DStR 2007, 877–882.
- Jack, William/Suri, Tavneet*: Mobile Money: The Economics of M-Pesa, NBER Working Paper No. 16721, 2011, abrufbar unter: www.nber.org/papers/w16721.pdf (letzter Abruf: 28.12.2018).
- Jacklin, Charles J.*: Demand Deposits, Trading Restrictions, and Risk Sharing, in: Edward C. Prescott/Neil Wallace (Hrsg.), Contractual Arrangements for Intertemporal Trade, Minneapolis 1987, 26–47.
- Jobst, Andreas*: What Is Securitization?, Finance & Development 45 (2008), 48–49.
- Jørgensen, Tanja*: Peer-to-peer lending in Denmark, EuCML 2016, 185–187.
- Judge, Kathryn*: Intermediary Influence, University of Chicago Law Review 82 (2015), 573–642.
- Jung, Peter*: Handelsrecht, 11. Aufl., München 2016.
- Jungmann, Carsten*: Das zahlungsdienstrechtliche Regelungsregime für „Proximity Payments“ – Initiierung, Autorisierung und Risiken (kartenbasierter oder mobiler) Nahzahlungen, WM 2021, 557–573.
- Just, Clemens/Voß, Thorsten/Ritz, Corinna/Zeising, Michael* (Hrsg.): Wertpapierprospektgesetz, München 2007.
- Kaal, Wulf A./Vermeulen, Erik P. M.*: How to Regulate Disruptive Innovation – From Facts to Data, Jurimetrics 57 (2017), 169–209.
- Kaufman, George G.*: The U.S. Financial Systems – Money, Markets and Institutions, New Jersey, 6. Aufl. 1995.
- Kaulartz, Markus*: Die Blockchain-Technologie, CR 2016, 474–480.
- ders.*: Blockchain-Technologien, in: Florian Möslin/Sebastian Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, 2. Aufl., München 2021, 93–114 (zit. als: *Kaulartz*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 5).
- Keding, Sebastian*: Die aufsichtsrechtliche Behandlung von Machine-to-Machine-Zahlungen unter Rückgriff auf Peer-to-Peer-Netzwerke, WM 2018, 64–71.
- Kidwell, David S./Blackwell, David W./Whidbee, David A./Sias, Richard W.*: Financial Institutions, Markets, and Money, 11. Aufl., Singapur 2013.
- Kim, Jongchul*: How Modern Bank Originated: The London Goldsmith-Bankers’ Institutionalization of Trust, Business History 53 (2011), 939–959.
- Klebeck, Ulf/Dobrauz-Saldapenna, Günther*: FinTechs im Lichte und Schatten des Aufsichtsrechts – quo vadis EU?, RdF 2015, 276–283.
- Klein, Ernst*: Deutsche Bankengeschichte – Band 1. Von den Anfängen bis zum Ende des alten Reiches (1806), Frankfurt am Main 1982.
- Klein, Johannes/Nathmann, Marc*: FinTechs im Spannungsfeld der Regulatorik – Von der Kooperation bis zur eigenen Erlaubnis, CF 2020, 342–350.
- Kleinert, Ursula/Mayer, Volker*: Elektronische Wertpapiere und Krypto-Token. Aktuelle Rechtslage und die Blockchain-Strategie der Bundesregierung vom 18.9.2019, EuZW 2019, 857–863.
- Klesen, Raphael*: Qualifizierter Rangrücktritt bei Crowdfunding, BKR 2021, 32–36.
- Klöhn, Lars/Hornuf, Lars*: Crowdinvesting in Deutschland – Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektive, ZBB 2012, 237–266.
- ders.*: Die Regelung des Crowdfunding im RegE des Kleinanlegerschutzgesetzes – Inhalt, Auswirkungen, Kritik, Änderungsvorschläge, DB 2015, 47–53.
- Klöhn, Lars/Parhofer, Nicolas*: Bitcoins sind keine Rechnungseinheiten – ein Paukenschlag und seine Folgen, ZIP 2018, 2093–2101.

- dies./Resas, Daniel*: Initial Coin Offerings (ICOs) – Markt, Ökonomik und Regulierung, ZBB 2018, 89–106.
- Klopschinski, Simon*: Finanzinnovationen und Patentrecht, in: Florian Möslein (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, Zürich, Basel, Genf 2014, 101–126.
- Knops, Kai-Oliver/Wahlers, Kristin*: Evolution des Zahlungsverkehrs durch Mobilepayment – am Beispiel von M-Pesa, BKR 2013, 240–243.
- Kokert, Josef/Held, Markus*: Zahlungsdiensterichtlinie II – Risiken und schwerwiegende Folgen für Nutzer und Kreditinstitute, BaFin Journal 6/2014, 26–34.
- Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz: Heribert Hirte (Hrsg.), 2. Aufl., Köln 2014 (zit. als: *Bearbeiter*, in: KK-WpHG).
- Kotz, Hans-Helmut/Francke, Hans-Hermann*: Innovationen in der Finanzintermediation: Mikro- und Makroaspekte, in: Hans-Hermann Francke/Eberhart Ketzler/Hans-Helmut Kotz (Hrsg.), Finanzmärkte im Umbruch, Berlin 2000, 39–50.
- Krall, Markus*: Bank-, Börsen- und Finanztransaktionen – Umwälzung durch die Blockchain, in: Stephan Breidenbach/Florian Glatz (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, München 2018, 154–167 (zit. als *Krall*, in: Breidenbach/Glatz (Hrsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, Kap. 5.7).
- Krebs, Peter/Jung, Stefanie*: Europäische Rechtsmethodik, in: Stefanie Jung/Peter Krebs/Sascha Stiegler (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in Europa, Baden-Baden 2019, 47–122 (zit. als: *Krebs/Jung*, in: Gesellschaftsrecht in Europa, § 2).
- Krimphove, Dieter*: Die „neue“ MaRisk (BA) 9/2017, BKR 2018, 1–5.
- Kuhlmann, Nico*: Bitcoins – Funktionsweise und rechtliche Einordnung der digitalen Währung, CR 2014, 691–696.
- Kunz, Jens H.*: Die neue Zahlungsdiensterichtlinie (PSD II) – Regulatorische Erfassung „Dritter Zahlungsdienstleister“ und anderer Leistungsanbieter – Teil 2, CB 2016, 457–462.
- ders.*, Finanzdienstleistungen im Internet, in: Peter Bräutigam/Daniel Rücker (Hrsg.), E-Commerce. Rechtshandbuch, München 2017, 12. Teil.
- Kütük-Markendorf, Merih Erdem*: Rechtliche Einordnung von Internetwährungen im deutschen Rechtssystem am Beispiel von Bitcoin, Frankfurt am Main et al. 2016.
- Kütük, Merih Erdem/Sorge, Christoph*: Bitcoin im deutschen Vollstreckungsrecht – Von der „Tulpenmanie“ zur „Bitcoinmanie“, MMR 2014, 643–646.
- Landmann, Robert von/Rohmer, Ernst (Hrsg.): Gewerbeordnung, München, 76. Aufl. 2017.
- Langenbacher, Katja*: Die Risikoordnung im bargeldlosen Zahlungsverkehr, München 2001.
- dies.*: Kredithandel nach dem Risikobegrenzungsgesetz, NJW 2008, 3169–3173.
- dies.*: Digitales Finanzwesen – vom Bargeld zu virtuellen Währungen, AcP 218 (2018), 385–429.
- Langer, Thomas/Weber, Martin*: Banken als Finanzintermediäre, in: Jürgen von Hagen/Johann Heinrich von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., Stuttgart 2000, 201–231 (zit. als: *Langer/Weber*, in: Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen).
- Langner, Olaf/Müller, Friedrich Andreas*: Negativzinsen im Passivgeschäft auf dem Prüfstand, WM 2015, 1979–1985.
- Lee, David Kuo Chen/Teo, Ernie G. S.*: Emergence of FinTech and the LASIC Principles, 2015, abrufbar unter: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2668049 (letzter Abruf: 14.4.2021).

- Lehmann, Matthias*: Volcker-Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities, LSE Law, Society and Economy Working Papers No. 25/2014, 2014.
- ders./Rehahn, Johannes*: Trennbanken nach Brüsseler Art: Der Kommissionsvorschlag vor dem Hintergrund nationaler Modelle, WM 2014, 1793–1803.
- Leininger, Wolfgang*: Korreferat zum Referat M. Hellwig, in: Bernhard Gahlen/Helmut Hesse/Hans Jürgen Ramser (Hrsg.), Finanzmärkte, Tübingen 1997, 245–247.
- Leland, Hayne E./Pyle, David H.*: Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32 (1977), 371–387.
- Lerch, Marcus P.*: Anlageberater als Finanzintermediäre. Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen von Finanzdienstleistern in Beratungskonstellationen, Tübingen 2015.
- ders.*: Bitcoin als Evolution des Geldes: Herausforderungen, Risiken und Regulierungsfragen, ZBB 2015, 190–204.
- Lerner, Josh/Tufano, Peter*: The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda, *Annual Review of Financial Economics* 3 (2011), 41–85.
- Lindardatos, Dimitrios*: Die Zukunft der Finanzbranche in der Ära der Disintermediation, DB 2018, 2033–2035.
- ders.* als Hrsg.: Rechtshandbuch Robo-Advice: Automatisierte Finanz- und Versicherungsdienste, München 2020.
- Liu, Yang-Yu/Nacher, Jose C./Ochiai, Tomoshiro/Martino, Mauro/Altshuler, Yaniv*: Prospect Theory for Online Financial Trading, *PLoS One* 2014, 1–7.
- Lo, Andrew W.*: Moore’s Law vs. Murphy’s Law in the financial system: who’s winning?, BIS Working Papers No. 564, 2016.
- Lordt, Arne*: Das Recht der digitalen Kapitalanlage – Eine Untersuchung ausgewählter zivil- und aufsichtsrechtlicher Probleme bei der Erbringung von Robo-Advice, Dissertationsschrift, in Vorbereitung für 2021.
- Lösing, Carsten*: Das neue Gesetz zur Umsetzung der Zweiten E-Geld-Richtlinie, ZIP 2011, 1944–1949.
- Lutz, Peter*: Regulatorische Herausforderung von Bezahlssystemen: PayPal & Co, ZVglRWiss 2017, 177–188.
- Madel, Tobias*: Robo-Advice: Aufsichtsrechtliche Qualifikation und Analyse der Verhaltens- und Organisationspflichten bei der digitalen Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Baden-Baden 2019.
- Manns, Thorsten/Schulte-Mattler, Hermann*: Aufsichtsfeuerwerk Basel III und CRD IV – Antwort der Bankenaufsicht auf die Finanzmarktkrise, WM 2010, 1577–1584.
- Martinek, Michael/Omlor, Sebastian*: Das Factoringgeschäft, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, München, 5. Aufl. 2017, § 102.
- Martini, Mario*: Transformation der Verwaltung durch Digitalisierung, DÖV 2017, 443–455.
- Mas, Ignacio/Morawczynski, Olga*: Designing Mobile Money Services: Lessons from M-PESA, *Innovations* 4 (2009), 77–91.
- Mas, Ignacio/Radcliffe, Dan*: Mobile Payments Go Viral: M-PESA in Kenya, in: Punam Chuhan-Pole/Manka Angwafo (Hrsg.), Yes Africa Can – Success Stories from a Dynamic Continent, 353–369.
- Mason, Scott P.*: The Allocation of Risk, in: Dwight B. Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Boston 1995, 153–195.

- Matzke, Robin*: Elektronische Wertpapiere – Stellungnahme zum Referentenentwurf vom 23.7.2020, Stand: 11.9.2020, abrufbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2020-08-11-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-rechtsanwalt-rm.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (letzter Abruf: 14.4.2021, zit. als: *Matzke*, Stellungnahme eWpG-Referentenentwurf).
- Maute, Lena*: Die Übertragung von Kryptotoken, in: Philipp Maume/Lena Maute/Mathias Fromberger (Hrsg.), *Rechtshandbuch Kryptowerte*, München 2020, 130–137 (zit. als: *Maute*, in: Maume/Maute/Fromberger (Hrsg.), *Rechtshandbuch Kryptowerte*, § 5).
- Meller-Hannich, Caroline*: Zu einigen rechtlichen Aspekten der „Share-Economy“, WM 2014, 2337–2345.
- Merritt, Cynthia*: Mobile Money Transfer Services: The Next Phase in the Evolution in Person-to-Person-Payments, Retail Payment Risk Forum White Paper, August 2010.
- Merton, Robert C.*: The Financial System and Economic Performance, *Journal of Financial Services Research* 4 (1990), 263–300.
- ders.*: Financial Innovation and Economic Performance, *Journal of Applied Corporate Finance* 4 (1992), 12–22.
- ders.*: A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial Management* 24 (1995), 23–41.
- ders./Bodie, Zvi*: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in: Dwight B. Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Boston 1995, 3–31.
- ders.*: Finance. International edition, Upper Saddle River, New Jersey 2000.
- Michael, Lothar*: Rechts- und Außenwirkung sowie richterliche Kontrolle der MaRisk VA, *VersR* 2010, 141–148.
- Mielk, Holger*: Die wesentlichen Neuregelungen der 6. KWG-Novelle – Teil I, WM 1997, 2200–2210.
- Mienert, Biyan*: Mit der deutschen Kryptoverwahrlizenz bereit für die EU MiCA-VO?, *ZDiW* 2021, 148–153.
- Mittwoch, Anne-Christin*: Der Entwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere – ein Quantensprung für das Zivil- und Finanzmarktrecht?, WM 2021, 375–383.
- Moeninghoff, Sebastian C./Wieandt, Axel*: The Future of Peer-to-Peer Finance, *ZfbF* 2013, 466–487.
- Möller, Michael*: Die Anleihebedingungen, in: Heinrich Meyer/Frank R. Primozic (Hrsg.), *Die Verbriefungstransaktion. Forderungsbasierte Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Stuttgart 2011.
- Möllers, Thomas M.J./Kastl, Stephanie*: Das Kleinanlegerschutzgesetz, *NZG* 2015, 849–855.
- Mollick, Ethan*: The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing* 29 (2014), 1–16.
- Möslein, Florian*: Finanzinnovation als Rechtsproblem – Einordnung, Bewertung und Regulierung, *ZBB* 2013, 1–16.
- ders.*: Grundsatz- und Anwendungsfragen zur Spartenrennung nach dem sog. Trennbankengesetz, *BKR* 2013, 397–405.
- ders.*: Finanzinnovationen und Rechtsordnung: Eine Einführung, in: *ders.* (Hrsg.), *Finanzinnovationen und Rechtsordnung*, Zürich, Basel, Genf 2014, 3–44.

- ders.*: Rechtliche Grenzen innovativer Finanztechnologien (FinTech): Smart Contracts als Selbsthilfe?, ZBB 2018, 208–221.
- ders./Lordt, Arne*: Rechtsfragen des Robo-Advice, ZIP 2017, 793–803.
- Möslein, Florian/Omlor, Sebastian*: Die europäische Agenda für innovative Finanztechnologien (FinTech), BKR 2018, 236–243.
- dies.*: Grundlagen, in: *dies.* (Hrsg.), FinTech-Handbuch, 2. Aufl., München 2021, 1–24 (zit. als *Möslein/Omlor*, in: *dies.* (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 1).
- Möslein, Florian/Rennig, Christopher*: Anleger- und Verbraucherschutz bei Crowdfunding-Finanzierungen, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, 2. Aufl., München 2021, 505–533 (zit. als *Möslein/Rennig*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 21).
- Müller, Robert*: Wertpapierprospektgesetz, 2. Online-Aufl. 2017.
- Müller-Lankow, Hendrik*: Abgrenzung des Eigenhandels durch Market-Maker vom Eigengeschäft durch sonstige Liquiditätsgeber, WM 2017, 2335–2344.
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: Franz Jürgen Säcker/Roland Rixecker/Hartmut Oetker/Bettina Limperg (Hrsg.) (zit. als *Bearbeiter*, in: MüKo-BGB):
- Band 2 (§§ 241–310 BGB), 8. Aufl., München 2019;
 - Band 3 (§§ 311–432 BGB), 8. Aufl., München 2019;
 - Band 4 (§§ 433–534 BGB), 8. Aufl., München 2019;
 - Band 6 (§§ 631–704 BGB), 8. Aufl., München 2020;
 - Band 7 (§§ 705–853 BGB), 8. Aufl., München 2020;
 - Band 13 (Internationales Privatrecht II, Internationales Wirtschaftsrecht, Art. 50–253 EGBGB), 8. Aufl., München 2021.
- Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz: Holger Fleischer/Wulf Goette (Hrsg.) (zit. als *Bearbeiter*, in: MüKoGmbHG):
- Band 1, 3. Aufl., München 2018.
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch: Karsten Schmidt (Hrsg.) (zit. als *Bearbeiter*, in: MüKoHGB):
- Band 5, 4. Aufl., München 2018;
 - Band 6, 4. Aufl., München 2019.
- Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch: Wolfgang Joecks/Klaus Mießbach (Hrsg.) (zit. als *Bearbeiter*, in: MüKoStGB):
- Band 1, 3. Aufl., München 2017.
- Münzer, Jens*: Bitcoins: Aufsichtliche Bewertung und Risiken für Nutzer BaFin-Journal, 1/2014, 26–30.
- Nakamoto, Satoshi*: Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, White Paper 2008, abrufbar unter: www.bitcoin.org/bitcoin.pdf (letzter Abruf: 13.4.2021).
- Nastold, Ulrich*: Crowdfunding im Lichte des Kleinanleger-Schutzgesetzentwurfes, ZVertriebsR 2014, 366–369.
- Nathmann, Marc*: FinTech: Herausforderung bei der Regulierung digitaler Geschäftsmodelle anhand von Gestaltungen aus dem Wertpapierbereich, Baden-Baden 2019.
- Neal, Larry*: A concise history of international finance: from Babylon to Bernanke, Cambridge 2015.
- Neumann, Dania*: Bezahlfverfahren elektronischer Marktplätze, in: Jürgen Taeger/Jan Pohle (Hrsg.), Computerrechts-Handbuch. Loseblatt, Stand: 34. Ergänzungslieferung Mai 2018, Kapitel 110.

- Niebage, Frank*: FinTechs erobern die Bankenwelt, in: Oliver Everling/Robert Lempka (Hrsg.), Finanzdienstleister der nächsten Generation, Frankfurt am Main 2016, 33–46.
- Nießner, Stefan/Schlupp, Stephanie*: Bankenaufsichtsrechtliche Anforderungen an FinTech-Unternehmen, in: Dennis Kunschke/Kai A. Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech. Grundlagen – Regulierung – Finanzierung – Case Studies, Berlin 2018, 33–51.
- Nietsch, Michael/Eberle, Nicolas*: Bankaufsichts- und prospektrechtliche Fragen typischer Crowdfunding-Modelle, DB 2014, 1788–1795.
- dies.*: Crowdinvesting – Welche Auswirkungen hat das geplante Kleinanlegerschutzgesetz?, DB 2015, 2575–2580.
- dies.*: Grundsatzfragen der Regulierung internetgestützter Alternativ-Finanzierungen (Online Alternative Finance) unter Berücksichtigung der Entwicklungen in Großbritannien und den Vereinigten Staaten, ZVglRWiss 116 (2017), 205–229.
- Nobbe, Gerd*: Bankgeheimnis, Datenschutz und Abtretung von Darlehensforderungen, WM 2005, 1537–1548.
- ders.*: Der Verkauf von Krediten, ZIP 2008, 97–106.
- Omlor, Sebastian*: Abschied vom Bargeld? – Überlegungen aus geldgeschichtlicher, währungs- und geldprivatrechtlicher Perspektive, WM 2015, 2297–2303.
- ders.*: Die zweite Zahlungsdiensterichtlinie: Revolution oder Evolution im Bankvertragsrecht?, ZIP 2016, 558–564.
- ders.*: Geld und Währung als Digitalisate – Normative Kraft des Faktischen und Geldrechtsordnung, JZ 2017, 754–763.
- ders.*: E-Geld im reformierten Zahlungsdiensterecht, ZIP 2017, 1836–1842.
- ders.*: Nanopayments – Monetisierung des Cyberspace? – Funktionsweise und Rechtsrahmen von Blockchain-basierten Zahlungsmitteln, MMR 2018, 428–433.
- ders.*: Zahlungsdiensteaufsichtsrecht im zivilrechtlichen Pflichtengefüge, WM 2018, 57–63.
- ders.*: FinTech – Versuch einer begrifflichen und rechtssystematischen Einordnung, JuS 2019, 306–307.
- ders.*: Privatrecht der Kryptowährungen und Token, in: ders./Mathias Link (Hrsg.), Kryptowährungen und Token, Frankfurt am Main 2021, 257–304 (zit. als: *Omlor*, in: ders./Link (Hrsg.), Kryptowährungen und Token, Kap. 6).
- ders./Birne, Aurelia*: Digitales Zentralbankgeld im Euroraum, RD 2020, 1–10.
- Oppenheim, Robert/Bögeholz, Daniel*: Der qualifizierte Rangrücktritt in AGB – Zivilrechtliche Grenzen für Crowdfunding-Modelle? Zugleich Anmerkung zu OLG München, Endurt. v. 25.4.2018 – 13 U 2823/17, BKR 2018, 518 (rechtskräftig), BKR 2018, 504–507.
- Oranburg, Seth C.*: Bridgdfunding: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance, Cornell Journal of Law and Public Policy 25 (2015), 397–452.
- Pannen, Klaus*: Bankaufsichtsrechtliche Instrumentarien bei der Krisenbewältigung, in: Simon G. Grieser/Manfred Heemann (Hrsg.), Bankaufsichtsrecht. Entwicklungen und Perspektiven, Frankfurt am Main 2010, 73–107.
- Papier, Hans-Jürgen*: Wirtschaftsaufsicht und Staatshaftung – BGHZ 74, 144 und BGH, NJW 1979, 1879; JuS 1980, 265–270.
- Parenti, Radostina*: Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs for FinTech – Impact on innovation, financial stability and supervisory convergence, Studie des „Policy Department für Economic, Scientific and Quality of Life Policies“ im Auftrag des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, September 2020,

- abrufbar unter: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652752/IPOL_STU\(2020\)652752_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652752/IPOL_STU(2020)652752_EN.pdf) (letzter Abruf: 14.4.2021, zit. als: *Parenti*, Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs for FinTech).
- Paul, Stephan*: Bankenintermediation und Verbriefung. Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?, Wiesbaden 1994.
- ders./Prystav, Fabian/Stein, Stefan*: Die neuen Banken, ZfgK 2014, 880–885.
- Paul, Stephan/Stein, Stefan/Kaltofen, Daniel*: Auf die Größe kommt es an: Mittelstandsprivilegien im Rahmen von Basel III und die Auswirkungen auf die Kosten von Unternehmenskrediten, DStR 2013, 1849–1856.
- Patz, Anika*: Handelsplattformen für Kryptowährungen und Kryptoassets, BKR 2019, 435–443.
- Perold, André F.*: The Payment System and Derivative Instruments, in: Dwight B. Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Boston 1995, 33–79.
- Peters, Hans*: Die Krisis der ländlichen Selbstverwaltung, in: *Verwaltungsakademie Berlin* (Hrsg.), *Gegenwartsfragen der Kommunalverwaltung*, Berlin 1929, 139–163.
- Pieper, Stefan Ulrich*: Aufsicht. Verfassungs- und verwaltungsrechtliche Strukturanalyse, Köln, Berlin, München 2006.
- Pilbeam, Keith*: *Finance and financial markets*, 3. Aufl., Hampshire 2010.
- Poelzig, Dörte*: Die „gespaltene Auslegung“ von Verhaltensnormen im Straf-, Aufsichts- und Zivilrecht oder wer gibt den Ton an?, ZBB 2019, 1–10.
- Polke, Tobias*: Crowdfunding oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe. Eine Analyse der finanzmarktaufsichts- und gewerberechtlichen Regulierung in Deutschland, Berlin 2015.
- Polster, Dirk*: Finanzintermediation und institutioneller Wandel. Finanzsystem, Universalbanken, Kreditgenossenschaften, Aachen 2001.
- Pope, Devin G./Sydnor, Justin R.*: What’s in a Picture? Evidence of Discrimination from Prosper.com, *Journal of Human Resources* 46 (2011), 53–92.
- Preuße, Thomas/Wöckener, Karsten/Gillenkirch, Daniel*: Der Gesetzesentwurf zur Einführung elektronischer Wertpapiere – Überblick und Bewertung der zukünftigen Rechtslage mit Blick auf die Rechtsordnungen in Frankreich und Luxemburg, BKR 2020, 551–559.
- Quarch, Benedikt M.*: Die Europäische Regulierung des Crowdlendings. Ein interdisziplinärer und rechtsvergleichender Beitrag zu den rechtlichen Herausforderungen der FinTech-Disruption, Baden-Baden 2020.
- Ramos, Thanos*: The future is near... field communication?, CR 2014, 67–72.
- von Randow, Philipp*: Rating und Regulierung, ZBB 2015, 140–156.
- Raschauer, Nicolas/Müller, Thomas*: Peer-to-peer lending in Austria, EuCML 2016, 222–223.
- Rehm, Johannes*: Die Zukunft der Bankindustrie – Bestimmungsgründe und Entwicklungslinien künftiger Geschäftsmodelle, ZVglRWiss 2017, 117–133.
- Reifner, Udo*: Der Verkauf notleidender Verbraucherdarlehen, BKR 2008, 142–154.
- Reimer, Franz*: *Juristische Methodenlehre*, Baden-Baden 2016.
- Reischauer, Friedrich/Kleinhans, Joachim (Hrsg.): *Kreditwesengesetz (KWG)*, Stand 2018.
- Renner, Moritz*: „Banking Without Banks“? Rechtliche Rahmenbedingungen des Peer-to-Peer Lending, ZBB 2014, 261–273.
- ders.*: Peer-to-peer lending in Germany, EuCML 2016, 224–226.

- ders.*: Theoretische und dogmatische Grundlagen, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, München, 2. Aufl. 2021, 583–614 (zit. als *Renner*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 23).
- Rennig, Christopher*: ‚Recht – Finanzen – Digitalisierung‘ Philipps-Universität Marburg, 6 July 2018, ERPL 2018, 951–954.
- ders.*: FinTech-Aufsicht im künftigen EU-Recht, ZBB 2020, 385–397.
- ders.*: KWG goes Krypto – Die Aufnahme von Kryptowerten und des Kryptoverwahrgeschäfts in das KWG, BKR 2020, 23–29.
- ders.*: Untersagung der Tätigkeit einer Kryptohandelsplattform wegen des Betriebs des Depotgeschäfts, zugl. Anmerkung zur Entscheidung der BaFin in Sachen mycoinelite.com, RD 2021, 206–207.
- ders.*: Kryptowerte im Aufsichts- und Geldwäscherecht, in: Thorsten Voß (Hrsg.), Recht der FinTechs, in Vorbereitung für 2022.
- Resas, Daniel/Ulrich, Niklas/Geest, André*: Kryptoverwahrung nach dem KWG: Der Versuch einer Konturierung des neuen Erlaubnistatbestands, ZBB 2020, 22–35.
- Reschke, Hartmut*: Finanzierungsleasing und Factoring – Zwei neue Erlaubnistatbestände im Kreditwesen, BKR 2009, 141–150.
- Riethmüller, Tobias*: Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes auf die Praxis der bankenunabhängigen Finanzierung, das Crowdfunding und Crowdlending, DB 2015, 1451–1457.
- ders.*: Crowdfunding und Crowdfunding – Praktische Anwendungsfragen, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, 2. Aufl., München 2021, 534–582 (zit. als *Riethmüller*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 22).
- Ringe, Wolf-Georg/Rouf, Christopher*: A Regulatory Sandbox für Robo-Advice, EBI Working Paper Series, No.26/2018, 2018, abrufbar unter: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3188828 (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Ritter-Döring, Verena*: Finanzdienstleistungen nach dem Brexit, EuZW-Sonderausgabe 1/2020, 34–39.
- Röhl, Christian*: Finanzmarktaufsicht, in: Michael Fehling/Matthias Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, Tübingen 2010, 1003–1051 (zit. als *Röhl*, in: Fehling/Ruffert (Hrsg.), Regulierungsrecht, § 18).
- Röhrich, Volker/Westphalen, Friedrich Graf von* (Hrsg.): HGB. Kommentar zu Handelsstand, Handelsgesellschaften, Handelsgeschäften und besonderen Handelsverträgen (ohne Bilanz-, Transport- und Seerecht), 4. Aufl., Köln 2014 (zit. als *Bearbeiter*, in: Röhrich/von Westphalen (Hrsg.), HGB).
- Rolle, Jaqueline*: Treuhandverhältnisse und deren Behandlung in der Insolvenz, Hamburg 2011.
- Roßbach, Peter*: Blockchain-Technologien, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, München 2019, 72–98 (zit. als *Roßbach*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 4).
- Rott, Peter*: Kreditvermittlung nach der Reform des Verbraucherkreditrechts, VuR 2008, 281–285.
- Rudolph, Bernd*: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Tübingen 2006.
- ders.*: Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformbedarf, ZGR 2010, 1–47.
- ders.*: Funktionen, Risiken und Regulierung von Schattenbanken, ZfbF 2012, 846–867.
- Rupa, Joanna*: Peer-to-peer lending in Poland, EuCML 2016, 226–228.

- Rusch, Konrad*: Der finale Entwurf einer Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister ECSP-VO – Anwendungsbereich und Regelungsüberblick, ZBB 2020, 217–224.
- Sademach, Marit*: Regionalwährungen in Deutschland. Strategie, Hintergrund und rechtliche Bewertung, Baden-Baden 2012.
- Schäfer, Hendrik*: Bankenaufsichtsrecht in Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten. Rechtsvergleichende Implikationen für die Restrukturierung des deutschen Rechts, Baden-Baden 2011.
- Schär, Fabian*: Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-Based Financial Markets, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 2021, 153–174.
- Schaffelhuber, Kai A.*: Regulierung des „Schattenbankensystems“, GWR 2011, 488–490.
- ders.*: Grundsätzliche Fragestellungen und Grundbegriffe, in: Kunschke, Dennis/Kai A. Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech: Grundlagen – Regulierung – Finanzierung – Case Studies, Berlin 2018, 15–20.
- ders.*: Ansatzpunkte für regulatorische Liberalisierung, in: Dennis Kunschke/Kai A. Schaffelhuber (Hrsg.), FinTech. Grundlagen – Regulierung – Finanzierung – Case Studies, Berlin 2018, 263–266.
- Schefold, Dietrich*: Fremdwährungsschuld, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München 2017, § 115.
- Schlund, Albert/Pongratz, Hans*: Distributed-Ledger-Technologie und Kryptowährungen – eine rechtliche Betrachtung, DStR 2018, 598–604.
- Schmidt, Reinhard H.*: Entwicklung und Vielfalt von Bank- und Finanzsystemen, ZVgl-RWiss 117 (2018), 429–439.
- ders./Hackethal, Andreas/Tyrell, Marcel*: Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison, Journal of Financial Intermediation 8 (1999), 36–67.
- Schmieder, Sandra*: Bargeldloser Zahlungsverkehr im Allgemeinen, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München 2017, § 46.
- Schmitt, Christoph*: Umsetzung von Basel III in europäisches Recht – Implikationen für die Mittelstandsfinanzierung (Update zu BB 2011, 105), BB 2011, 2347–2350.
- Scholl, Gerd/Behrendt, Siegfried/Flick, Christian/Gossen, Maike/Henseling, Christine/Richter, Lydia*: Peer-to-Peer-Sharing – Definition und Bestandsaufnahme, PeerSharing Arbeitsbericht 1, September 2015, abrufbar unter: www.peer-sharing.de/data/peersharing/user_upload/Dateien/PeerSharing_Ergebnispapier.pdf (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Scholz-Fröhling, Sabine*: FinTechs und die bankaufsichtsrechtlichen Lizenzpflichten, BKR 2017, 133–139.
- Schrey, Joachim/Thalhofer, Thomas*: Rechtliche Aspekte der Blockchain, NJW 2017, 1431–1436.
- Schulte-Bunert, Kai*: Das Vertragsstatut der Treuhand im internationalen Privatrecht, Frankfurt am Main 2005.
- Schumpeter, Joseph A.*: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 9. Aufl., Tübingen 2018.
- Schur, Wolfgang*: Grundprobleme der Wirkungsweise von Akzessorietätsprinzip und Sicherungsabrede, JURA 2005, 361–368.

- Schürnbrand, Jan*: Gestaltungsrechte als Verfügungsgegenstand, AcP 204 (2004), 177–207.
- Schüwer, Ulrich*: Funktionen und Einsatz von Finanzderivaten, in: Jean-Claude Zerey (Hrsg.), *Finanzderivate. Rechtshandbuch*, 4. Aufl., Baden-Baden 2016 (zit. als *Schüwer*, in: Zerey (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 1).
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.): *Kapitalmarktrechts-Kommentar* 5. Aufl., München 2020 (zit. als: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), *Kapitalmarktrecht*).
- Schwartz, David/Youngs, Noah/Britto, Arthur*: *The Ripple Protocol Consensus Algorithm*, White Paper 2014, abrufbar unter: www.ripple.com/files/ripple_consensus_whitepaper.pdf (letzter Abruf: 9.4.2021).
- Schwennicke, Andreas*: Vergabe privater Darlehen und Erlaubnispflicht nach dem KWG, WM 2010, 542–550.
- ders./Auerbach, Dirk (Hrsg.): *Kreditwesengesetz (KWG) mit Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) und Finanzkonglomerate-Aufsichtsgesetz (FKAG)*, 3. Aufl., München 2016 (zit. als *Bearbeiter*, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), *KWG³*).
- ders.: *Kreditwesengesetz (KWG) mit Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) und Finanzkonglomerate-Aufsichtsgesetz (FKAG)*, 4. Aufl., München 2021 (zit. als *Bearbeiter*, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), *KWG*).
- Scott, Hal S.*: *The Importance of the Retail Payment System*, 2014, abrufbar unter: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2539150 (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Seitz, Jochen*: Das neue Wertpapierprospektrecht – Auswirkungen auf die Emission von Schuldverschreibungen, AG 2005, 678–689.
- Sethe, Rolf*: Verbriefung von Forderungen – Asset Backed Securities („ABS“), in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 5. Aufl., München 2017, § 114a.
- Shapiro, Fred R.*: *Yale Book of Quotations*, New Haven 2006.
- Shmatenko, Leonid/Möllenkamp, Stefan*: Digitale Zahlungsmittel in einer analog geprägten Rechtsordnung – A bit(coin) out of control – Rechtsnatur und schuldrechtliche Behandlung von Kryptowährungen, MMR 2018, 495–501.
- Siadat, Alireza*: Markets in Crypto Assets Regulation – erster Einblick mit Schwerpunktsetzung auf Finanzinstrumente, RdF 2021, 12–19.
- Siering, Lea Maria*: Praktische Anwendungsfragen, in: Florian Möslin/Sebastian Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, München, 2. Aufl. 2019, 615–644 (zit. als: *Siering*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 24).
- Simanowski, Roberto*: Interfictions. Vom Schreiben im Netz, in: Karin Bruns/Ramón Reichert (Hrsg.), *Reader Neue Medien – Texte zur digitalen Kultur und Kommunikation*, Bielefeld 2007, 219–225.
- Simmchen, Christoph*: Blockchain (R)Evolution – Verwendungsmöglichkeiten und Risiken, MMR 2017, 162–165.
- Sirri, Erik R./Tufano, Peter*: The Economics of Pooling, in: Dwight B. Crane et al. (Hrsg.), *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Boston 1995, 81–127.
- Söbbing, Thomas*: FinTechs: Rechtliche Herausforderungen bei den Finanztechnologien der Zukunft, BKR 2016, 360–366.
- ders.: *Mobile Zahlungssysteme – Die rechtlichen Herausforderungen bei Zahlungen via Smartphone, Tablet, Watch etc.*, WM 2016, 1066–1070.
- Spiegel, Alexandra*: *Blockchain-basiertes virtuelles Geld*, Tübingen 2020.
- Spindler, Gerald*: Initial Coin Offerings und Prospektpflicht und -haftung, WM 2018, 2109–2118.

- ders.*: Effektengeschäft – Theoretische Grundlagen, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, 2. Aufl., München 2021, 645–672 (zit. als *Spindler*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 25).
- ders./Bille, Martin*: Rechtsprobleme von Bitcoins als virtuelle Währung, *WM* 2014, 1357–1369.
- Spindler, Gerald/Zahrte, Kai*: Zum Entwurf für eine Überarbeitung der Zahlungsdiensterichtlinie (PSD II), *BKR* 2014, 265–271.
- Stahl, Carolin*: Information Overload am Kapitalmarkt. Eine verhaltensorientierte Untersuchung der Notwendigkeit und der Möglichkeiten zur Deregulierung der Informationspflichten des WpHG, Baden-Baden 2013.
- Staudinger, Julius von (Begr.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch (zit. als: *Bearbeiter*, in: Staudinger-BGB):
- Buch 1, Allgemeiner Teil, §§ 1–14, Neubearbeitung 2018.
 - Buch 1, Allgemeiner Teil, §§ 139–163, Neubearbeitung 2020;
 - Buch 2, Recht der Schuldverhältnisse: §§ 244–248, PrKG (Geldrecht), Neubearbeitung 2016;
 - Buch 2, Recht der Schuldverhältnisse: §§ 305–310, UKlaG, Neubearbeitung 2019;
 - Buch 2, Recht der Schuldverhältnisse: §§ 488–490, 607–610, Neubearbeitung 2015;
 - Buch 2, Recht der Schuldverhältnisse: §§ 662–675b, Neubearbeitung 2017.
- Stiglitz, Joseph E.*: Economic Foundations of Intellectual Property Rights, *Duke Law Journal* 57 (2008), 1693–1724.
- Szaggann, Volkhard/Haug, Ulrich/Ergenzinger, Wilhelm*: Gesetz über das Kreditwesen, 6. Aufl., Stuttgart 1997.
- Teichmann, Arndt*: Die Fortführung von Bankkrediten durch Nichtbanken – ein Bankgeschäft? – zugleich Anmerkung zum Urteil des OLG Frankfurt/M. vom 16.12.2010 – 3 U 11/10, *BKR* 2011, 324–326.
- Temin, Peter*: Financial Intermediation in the Early Roman Empire, MIT Department of Economics Working Paper No. 02–39, abrufbar unter: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=348103 (letzter Abruf: 23.3.2021).
- Terlau, Matthias*: Die zweite Zahlungsdiensterichtlinie – zwischen technischer Innovation und Ausdehnung des Aufsichtsrechts, *ZBB* 2016, 122–137.
- ders.*: Elektronisches Geld, virtuelle Währungen (Bitcoins, Ether Coins), in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 5. Aufl., München 2017, § 55a.
- ders.*: Blockchain-basiertes Geld im Währungs-, Aufsichts-, Geldwäsche-, Wertpapier-, Steuerrecht, in: Florian Möslein/Sebastian Omlor, *FinTech-Handbuch*, München, 2. Aufl. 2021, 879–947 (zit. als *Terlau*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Hdb.*, § 34).
- Tettinger, Peter J./Wank, Rolf/Ennuschat, Jörg (Hrsg.): *Gewerbeordnung*, 8. Aufl., München 2011.
- Theewen, Eckhard M.*: Problemkredite und die „Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft der Kreditinstitute“ – Workout, Outsourcing oder Bad Bank?, *WM* 2004, 105–114.
- Thiele, Alexander*: *Finanzaufsicht. Der Staat und die Finanzmärkte*, Tübingen 2014.
- Tiberius, Victor/Rasche, Christoph*: Disruptive Geschäftsmodelle von FinTechs: Grundlagen, Trends und Strategieüberlegungen, in: dies. (Hrsg.), *FinTechs: Disruptive Geschäftsmodelle im Finanzsektor*, Heidelberg 2017, 1–25.

- Tieben, Mirja*: Das Drei-Säulen-System des Bankenmarktes als regulierungsrechtliche Steuerungsressource, Tübingen 2012.
- Tröger, Tobias*: Vertragsrechtliche Fragen negativer Zinsen auf Einlagen, NJW 2015, 657–660.
- ders.*: Prudentielle Regulierung von Schattenbanken, ZVglRWiss 116 (2017), 287–297.
- Tschörtner, Sven*: Rechtliche Aspekte der Kooperation zwischen FinTechs und Kreditinstituten, in: Florian Möslin/Sebastian Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, München, 2. Aufl. 2021, 44–76 (zit. als *Tschörtner*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), FinTech-Hdb., § 3).
- Tufano, Peter*: Financial Innovation, in: George M. Constantinides/Milton Harris/René M. Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam 2007, 307–335.
- Uhlenbruck, Wilhelm* (Begr.): Heribert Hirte/Heinz Vallender (Hrsg.), Insolvenzordnung (zit. als: *Bearbeiter*, in: Uhlenbruck, InsO): – Band 1, 5. Aufl. 2019.
- Veith, Julian*: Crowdlending – Anforderungen an die rechtskonforme Umsetzung der darlehensweisen Schwarmfinanzierung, BKR 2016, 184–193.
- Voß, Thorsten*: Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?, BKR 2007, 45–54.
- ders.*, Lessons to be learned? – Zur causa Wirecard und der aufsichtsrechtlichen Regulierung von FinTechs, RD 2020, 11–24.
- Wablers, Kristin*: Die rechtliche und ökonomische Struktur von Zahlungssystemen inner- und außerhalb des Bankensystems, Heidelberg 2013.
- Waigel, Christian*: Deutsche Bankenaufsicht und internationale Bankenaufsicht, in: Simon G. Grieser/Manfred Heemann (Hrsg.), Bankaufsichtsrecht. Entwicklungen und Perspektiven, Frankfurt am Main 2010, 39–58.
- Walch, Angela*: Call Blockchain Developers What They Are: Fiduciaries, American Banker, 9.8.2016, abrufbar unter: www.americanbanker.com/opinion/call-blockchain-developers-what-they-are-fiduciaries (letzter Abruf: 17.4.2021).
- dies.*: In Code(rs) We Trust: Software Developers as Fiduciaries in Public Blockchains, in: Philipp Hacker/Ioannis Lianos/Georgios Dimitropoulos/Stefan Eich (Hrsg.), Regulation Blockchain: Techno-Social and Legal Challenges, Oxford 2019, 58–81.
- Walter, Ingo*: On the stability of the US-Banking-System, in: Joachim Söchting (Hrsg.), Semesterbericht Nr. 34 des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum, Bochum 1991, 39–42.
- Weber, Martin*: Internet-Emissionen, MMR 1999, 385–390.
- Weitnauer, Wolfgang*: Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, 6. Aufl., München 2019.
- Weiß, Gregor/Meine, Christian*: P2P-Lending, DBW 2011, 83–87.
- Wellerdt, Alexander*: Die Digital Finance Strategy der Europäischen Kommission – ein erster Schritt in die richtige Richtung, EuZW 2021, 52–58.
- Wendt, Janine*: Die Regulatory Sandbox – (k)ein Modell für Deutschland?, CF 2019, 366–371.
- Will, Martin*: Kleinanlegerschutzgesetz und Gewerbeordnung – Auswirkungen auf die Finanzanlagenvermittlung (§ 34f GewO) und Honorar-Finanzanlagenberatung (§ 34h GewO), GewArch 2015, 430–435.
- ders./Quarch, Benedikt M.*: Der Kommissionsvorschlag einer EU-Crowdfunding-Verordnung – Eine kritische Analyse, WM 2018, 1481–1491.
- Williams, Matthew*: Peer-to-peer lending in the Netherlands, EuCML 2016, 188–190.

- Wilsch, Harald*: Die Blockchain-Technologie aus der Sicht des deutschen Grundbuchrechts, DNotZ 2017, 761–787.
- Winde, Viktoria*: Die Regulierung anlagevermittelnder und -beratender Internet-Plattformen. Im Spannungsfeld von Zivil-, Aufsichts- und Telemedienrecht, Baden-Baden 2019.
- Woolsey, Ben/Gerson, Emily Starbuck*: The history of credit cards, 15.6.2016, abrufbar unter: www.creditcards.com/credit-card-news/credit-cards-history-1264.php (letzter Abruf: 17.4.2021).
- World Economic Forum: Rethinking Financial Innovation. Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits, Genf 2012, abrufbar unter: www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2012/apr/Rethinking_Financial_Innovation.pdf (letzter Abruf: 14.4.2021).
- Zeising, Michael*: Asset Backed Securities (ABS) – Grundlagen und neuere Entwicklungen, BKR 2007, 311–317.
- Zerey, Jean-Claude (Hrsg.): Finanzderivate. Rechtshandbuch, Baden-Baden, 4. Aufl. 2016.
- Zetzsche, Dirk A./Arner, Douglas W./Buckley, Ross P.*: Decentralized Finance, Journal of Financial Regulation 2020, 172–203.
- Zetzsche, Dirk A./Buckley, Ross P./Barberis, János/Arner, Douglas W.*: Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law 23 (2017), 31–103.
- dies.*: From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance, NYU Journal of Law & Business 14 (2018), 393–446.
- Zhou, Weihuan/Arner, Douglas W./Buckley, Ross P.*: China’s regulation of digital financial services: Some recent developments, Australian Law Journal 90 (2016), 297–300.
- Zickgraf, Peter*: Initial Coin Offerings – Ein Fall für das Kapitalmarktrecht?, AG 2018, 293–308.
- dies.*: Primärmarktpublizität in der Verordnung über die Märkte für Kryptowerte – Teil 1: Eine kritische Untersuchung der Art. 4–14 des Kommissionsvorschlags, BKR 2021, 196–204.
- dies.*: Primärmarktpublizität in der Verordnung über die Märkte für Kryptowerte – Teil 2, BKR 2021, 362–370.
- Ziekow, Jan*: Öffentliches Wirtschaftsrecht, 3. Aufl., München 2013.

Materialienverzeichnis

Auxmoney:

- Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende, abrufbar unter: www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen_Kreditsuchende.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Auxmoney, Nutzungsbedingungen für Kreditsuchende).
- Muster-Darlehensvermittlungsvertrag, abrufbar unter: www.auxmoney.com/contact/dokumente/borrower/AnlageA.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Auxmoney, Muster-Darlehensvermittlungsvertrag).
- Muster-Vertrag über den Verkauf und die Abtretung einer zukünftigen Verbraucherdarlehensforderung, abrufbar unter: www.auxmoney.com/contact/dokumente/lender/AnlageC.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Auxmoney, Muster-Vertrag über den Verkauf und die Abtretung einer zukünftigen Darlehensforderung).
- Nutzungsbedingungen für private Anleger, abrufbar unter: www.auxmoney.com/contact/dokumente/Nutzungsbedingungen_Anleger.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Auxmoney, Nutzungsbedingungen für private Anleger).

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin):

- Auslegungsschreiben zum Crowdlending, 9.10.2015, abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_151009_crowdlending.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdlending).
- Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und Eigengeschäfts, Stand: Mai 2019, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und Eigengeschäfts).
- Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG (Aktien, Vermögenanlagen, Schuldtitel, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Devisen, Rechnungseinheiten, Emissionszertifikate und Kryptowerte), Stand: Februar 2021, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumenten).
- Merkblatt zur Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen, 14.5.2007, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_070514_kreditvermittlungsplattform.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen).
- Merkblatt – Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG), Stand: November 2017 abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Merkblatt ZAG).

- Merkblatt Anlagevermittlung, Stand: Juli 2017, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung).
- Merkblatt Einlagengeschäft, Stand: März 2014, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_140311_tatbestand_einlagengeschaeft.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft).
- Merkblatt Emissionsgeschäft, Stand: Juli 2013, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft).
- Merkblatt Factoring, Stand: Januar 2009, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090105_tatbestand_factoring.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Merkblatt Factoring).
- Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, Stand: Mai 2017, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_100318_tatbestand_finanzkommgeschaeft.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft).
- Merkblatt Kreditgeschäft, Stand: Mai 2016, abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft).
- Merkblatt multilaterales Handelssystem, Stand: Juli 2013, abrufbar unter: https://www.caplaw.eu/file_download.php?l=cn§=ov&mod=Kapitalma&type=gesetze&q=KWG&c=30&d=BaFin_-_Merkblaetter_-_Merkblatt_-_Tatbestand_des_Betriebs_eines_multilateralen_Handelssystems.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem).
- Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB, Stand: Dezember 2020, abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_29_12_2020_GL_KWG_ZAG_KAGB.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB).
- Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC), 28.4.2016, abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node.html (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: BaFin, Virtuelle Währungen).

Exporo:

- Allgemeine Geschäftsbedingungen der Exporo AG für die Nutzung der Plattform und die Vermittlung von Vermögensanlagen, Stand: 28.1.2021, abrufbar unter: https://exporo-marketing.s3.eu-central-1.amazonaws.com/compliance/Exporo_AG_AGB.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Exporo, Allgemeine Geschäftsbedingungen).

LendingCrowd:

- LendingCrowd Terms and Conditions, Stand: 29.6.2020, abrufbar unter: <https://app.lendingcrowd.com/terms-and-conditions> (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: LendingCrowd, Terms and Conditions).

Prosper:

Borrower Registration Agreement, Stand Mai 2017, abrufbar unter: www.prosper.com/plp/borrower-registration-agreement/ (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Prosper, Borrower Registration Agreement).

Form 10-K – Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (fiscal year 2019), abrufbar unter: <https://www.prosper.com/Downloads/Legal/prosper10k12312019.pdf> (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Prosper, Jahresbericht).

Prospekt vom 12.1.2021, abrufbar unter: https://www.prosper.com/Downloads/Legal/Prosper_Prospectus_2021-01-12.pdf (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Prosper, Prospekt).

Investor Registration Agreement, Stand September 2019, abrufbar unter: <https://www.prosper.com/plp/investor-registration-agreement/> (letzter Abruf: 17.4.2021, zit. als: Prosper, Investor Registration Agreement).

Zopa:

Principles, abrufbar unter: www.zopa.com/principles (letzter Abruf: 13.6.2016, zit. als: Zopa, Principle).

Europäische Rechtsquellen

CRD IV	Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG.
CRR-VO	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012.
ECSP-VO	Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937.
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission
MiCA-VO-E	Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937, COM(2020) 593 final.
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zu Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.

- Prospekt-VO Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.7.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.
- PSD II Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 2002/65/EG, 2009/110/EG und 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2007/64/EG.
- Zweite E-Geld-RL Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG.

Sachregister

- Abschlussvermittlung 226, 246f., 373
Abtretungsmodell, s. Crowdlending
Adverse Selection-Problem 109, 128, 144f., 150
Akquisitionsgeschäft 397f.
Algorithmus 3, 21, 27, 32, 35, 367, 406
Anfangskapital 90ff., 363, 378
Anlagebasisinformationsblatt 254, 400
Anlageberatung 35, 145, 274ff.
Anlagevermittlung 241ff., 248, 274, 361, 373
Anleihemodell, s. Crowdlending
Aufsichtsinstrument 68ff., 248, 404, 418
Ausgabe von E-Geld 95, 320, 323ff., 329f., 385ff., 411 f.
- BAIT 378
Betrieb eines multilateralen Handelssystems 226, 245f., 359ff., 372
Bitcoin-System 31, 302, 306, 310f., 317ff., 329f., 345, 359f., 363ff., 415ff.
Bitcoin-Token 309ff., 318, 327ff., 334f., 339ff., 355, 358f., 364f., 370f., 393, 399, 411
Blockchain 21, 26, 33ff., 53, 301ff., 338f., 349ff., 355ff., 370, 373f., 383f., 392, 393, 396f., 411 f.
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
– Veröffentlichungen 69ff., 75, 77
– Verwaltungspraxis 63, 113, 211, 213f., 222, 225, 233f., 243, 267, 327, 329, 332, 343f., 348f., 366, 402, 407, 410f.
- Chip-Hersteller 381f.
Clearing 141f., 290, 294f.
Clearinghäuser 294f., 298f., 315, 317
Crowdfunding 5, 18, 22, 25, 34, 41, 49ff., 60, 157, 187, 191, 212, 271, 285, 415
Crowdinvesting 18, 25f., 170, 192
Crowdlending 5, 25f., 157ff.
– Abtretungsmodell
– Aufsichtsrechtliche Behandlung 190f., 195ff., 228, 232ff., 238ff., 246ff., 410
– Funktionsweise 168ff.
– Prospektpflicht 265ff.
– Anleihemodell
– aufsichtsrechtliche Behandlung 191f., 211, 219f., 231f., 234ff., 245ff., 252f., 410
– Funktionsweise 175ff.
– Prospektpflicht 256ff., 267; 275ff.
– echtes Crowdlending 161
– aufsichtsrechtliche Behandlung 213, 228ff., 236ff., 243f., 250ff.
– Funktionsweise 161ff.
– Prospektpflicht 267ff.
– Rangrücktrittsmodell 167, 189, 190, 193, 211f., 218, 248f., 283
– aufsichtsrechtliche Behandlung 189f., 211ff., 218, 220f.
– Funktionsweise 167ff.
– Prospektpflicht 267
– unechtes Crowdlending 161, 168ff.
- Darlehen, s. Kredit
Darlehensvermittler 169, 244, 278
Decentralized Finance (DeFi) 37f., 361, 406, 413
delegated monitoring 124f.
Depotgeschäft 375f.
Derivat 16, 148, 341f., 354, 369, 372
Dezentralität 3, 6, 21, 31ff., 38, 58, 300f. 305, 309, 311, 317, 319, 332, 345, 347, 361ff., 383, 404, 406, 412, 418
Disintermediation 2ff., 26, 32, 35f., 38, 115ff., 158, 180, 186f., 282, 288, 293ff., 320, 327, 401f., 406, 408, 411, 413f.

- Disruption 1, 3 f., 32, 35 f., 38, 115, 151, 180, 288 f., 291 ff., 300, 317, 320, 401 f., 406
 Distributed Ledger-Prinzip 292, 301
 Distributed Ledger-Technologie 301, 316, 319, 349 f., 362, 404, 411

 E-Geld 74 ff., 95, 286 f., 320 ff., 340, 346, 348 f., 351 ff., 383 ff., 402, 411 f.
 E-Geld-Geschäft 74 f., 77, 88, 94, 320, 323, 325, 385 f., 389, 402
 E-Geld-Institut 94, 98, 290, 323 ff., 385 ff., 394, 396
 E-Geld-Token 349 ff., 356 f., 387 ff., 394, 396, 400 f., 411, 416
 Eigenemission 241, 366, 390, 396
 Eigengeschäft 367 ff., 383, 395, 412
 Eigenhandel 17, 364 ff., 380 f., 394 f., 398
 Einlagengeschäft 16, 190, 194 f., 211 ff., 219 ff., 227 ff., 237, 248, 267, 269, 294, 326 f., 375 f., 387, 389, 410
 Emissionsgeschäft 226, 239 ff., 245, 364 ff., 373 f., 390, 396
 Erlaubnispflicht 62, 70, 73 ff., 80, 96 f.

 Factoring 23 f., 195 ff., 238 f.
 Finanzdienstleistungsinstitut 55, 81, 85, 89, 98, 101, 108, 115 f., 243, 272, 368, 377, 388
 Finanzinnovationen 110 ff., 148, 151 f. 406
 Finanzintermediär 4 ff., 14 f., 24, 36, 43, 115 ff., 150 ff., 180 ff., 282, 293, 295, 300, 320, 401, 408 ff.
 Finanzintermediation 37, 119, 121 ff., 127 ff., 139 f., 182, 408
 Finanzkommissionsgeschäft 366, 369 ff., 383, 389 f.
 Finanztransfergeschäft 90, 231, 249 ff., 365, 386, 392, 397 f.
 FinTech 363
 – Begriff 8 ff.
 – Kategorisierung 22 ff.
 Fristentransformation 130, 135, 146 f., 155, 181 ff., 282, 413
fronting bank 1 f., 5, 98, 191, 249, 409 f., 414

 Geldfunktionen 286 f., 327 f., 340, 346, 358
 Geschäftsleiter 56, 81 ff., 97 f., 102, 113, 206, 325, 378, 417
 Gewerbebetrieb 77, 214, 216, 223, 225, 238, 359
 Gewerbsmäßigkeit 74, 77 ff., 97 f., 188, 214 ff., 222 f., 236, 243 f., 247, 249, 276, 359, 368, 381, 386, 397, 407, 410
 Gewinnerzielungsabsicht 78 f., 97, 214 ff., 236 ff., 359, 371, 381, 392

 Haftung 46, 210, 379, 412, 415
hard fork 330, 333

 Informationsasymmetrie 42, 123 ff., 142 ff., 150, 186, 408
 Inhaber bedeutender Beteiligung 81, 86 ff.
 Inhaberschuldverschreibung 231, 257 ff., 267, 409
initial coin offering (ICO) 26, 334 f.
 Innovationsforschung 3, 39, 41, 45
 Innovationsoffenheit 2 ff., 46, 78, 91, 112 f., 158, 285, 379, 403 f., 408, 414 ff.
 Innovationsspirale 47, 151, 408

 Kernentwickler 330 ff., 342, 359 ff.
 Kommissionsgeschäft 196 f., 372
 Konsensmechanismus
 – Byzantine agreement 306 f., 363
 – proof of stake 306 f.
 – proof of work 306 ff., 317, 319, 329, 365
 Kreditgeschäft 16, 194 ff., 232 ff., 247 f., 283 f., 388, 409 f., 417
 Krypto-Dienstleistung 90, 374 f., 378 ff., 412
 Krypto-Handelsplattformen 318 f., 337, 366 ff., 381, 383, 402, 412
 Kryptoverwahrgeschäft 53, 60, 112, 375 ff., 407, 412
 Kryptowerte
 – i. S. d. KWG 53, 60, 112, 327, 346 f., 348 f., 355, 358, 366, 372, 376 ff., 389, 394, 402, 407, 411, 415
 – i. S. d. MiCA-VO-E 52, 349 ff., 356 f., 361, 370, 374 f., 378 f. 381 ff., 387 f., 390 f., 396, 399 ff., 404, 411
 Kryptowert-Whitepaper 350, 357, 370, 388, 390, 396 ff., 416
 Kryptowertpapierregisterführung 53, 112, 362 f., 378

- Künstliche Intelligenz 3, 32, 35, 56, 58, 406
- Liquidität 15 f., 129 f., 135, 141 f., 183, 197, 295 ff., 380, 396
- Losgrößentransformation 135, 146, 155, 181 ff., 417
- MaRisk 99 ff., 378
- Mindestkapital 90 ff.
- Miner 306, 309 ff., 318, 329 ff., 358 ff., 383, 411, 418
- Mining 304, 306, 309, 311, 357, 361, 364, 371, 412
- Moral Hazard-Problem 125, 144, 150
- Nachrangdarlehen 167, 190 ff., 211 f., 218, 266 f.
- non-fungible token* 339
- Open Source-Software 33, 37, 303, 358 f.
- Organisiertes Handelssystem 367, 372 f.
- Organisierter Markt 367, 369
- Peer-to-Peer Lending, s. Crowdlending
- Platzierungsgeschäft 247
- Prinzipal-Agent-Problem 144 f.
- Prospektpflicht
- nach Prospekt-VO 254 ff., 399
 - nach VermAnlG 254, 265 ff.
- Proximity Payment 29 f.
- Rangrücktritt 167 f., 189 f., 211 ff.
- Rechnungseinheit 327, 343 ff., 354 ff., 364, 402, 404, 411
- regulatory sandbox* 3, 49 f., 55 ff., 78, 112, 407, 417
- Regulierungsarbitrage 40, 76, 97, 112 f., 403, 408, 412, 414
- Remote Payment 29 f., 292
- ring fencing* 378
- Ripple-Netzwerk, Ripple-System 6, 293, 300 ff., 327 ff., 343, 347, 351 ff., 383 ff., 402, 411
- Robo Advice 22, 27 f., 35
- Schattenbank 40
- Schlüssel 310 ff., 329, 339, 357, 375 ff.
- Schöpferische Zerstörung 39, 98
- Schwarmfinanzierungsdienstleistung 159, 189, 192, 226 f.
- securitization* 119, 133, 137, 151, 152 ff., 308
- security token* 305, 340, 358, 377, 398, 418
- Settlement 141 f. 289 f., 294
- share economy 157
- Social Lending, s. Crowdlending
- Token 301 ff., 309 ff., 329 ff., 411 f.
- Transaktionskosten 4, 42, 122 ff., 130 ff., 141 f., 185, 287, 317 f.
- Transferfunktion 4, 139 ff., 156, 294, 319, 408
- Treuhand 251 f., 330 ff., 373 f.
- utility token* 305, 340, 349 f., 377
- Verbraucher 66, 159 f., 169, 189, 193, 212, 227, 262, 280 f., 409
- Vermögensanlage 213, 221, 225, 241 ff., 254 f., 265 ff., 410
- Vermögensanlagen-Informationsblatt 254 f., 270, 279 f.
- Vertriebsintermediär 318 f., 371, 379, 383, 402 f., 411 f.
- Verwaltungspraxis, s. BaFin
- walled-garden*-Prinzip 355
- Wallet 29 ff., 292, 310, 313, 316 375
- Wallet-Anbieter 375 ff., 412, 415
- Wechselstube 318, 379 ff., 402, 412
- Wertpapier
- i. S. d. DepotG 376
 - i. S. d. MiFID II 192, 255 ff., 305, 334 ff., 354, 376, 398 f., 411, 418
- Wertpapierdienstleistung 215, 276
- wertreferenzierte Token 96, 349 ff., 355 ff., 390 f., 401, 411
- Wertschöpfungskette 3, 23, 32, 36, 291, 406
- Whitepaper 306, 345, 416
- Zahlungsdienste 6, 51, 60, 74 f., 94, 249 f., 253, 325, 386, 392 f., 397 f., 403, 414
- Zahlungskonto 28, 231, 249 ff., 295, 393
- Zahlungssysteme 295 ff., 315 ff., 327 f., 356, 358, 362, 365, 383, 398, 401 ff., 408, 411 f., 418