

# Kernfragen des Europäischen Wirtschaftsrechts zwischen Recht, Ökonomie und Theorie

2023

ISBN 978-3-406-80255-3

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition.  
Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage  
C.H.BECK und Franz Vahlen.  
[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit:

über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](http://beck-shop.de) für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

#### d) Ergebnis

Das Ergebnis ist eine Zersplitterung der Aufsicht auf BaFin, kleine allgemeine Verwaltungseinheiten sowie Selbstverwaltungskörperschaften und -kammern. Der Grundsatz, dass die Geldwäschaufsicht der allgemeinen Aufsicht folgt, führt zu Ergebnissen, die nicht (mehr) zeitgemäß sind und insbesondere die stetig steigende Bedeutung des Kampfes gegen die Geldwäsche ausblendet. Auch der Wirecard-Skandal hat hier, anders als bei der Bilanzkontrolle, zu keinen Neuerungen geführt. Die wünschenswerte Schaffung einer zentralen deutschen Geldwäschaufsicht für den Finanz- und Nichtfinanzsektor bleibt somit bestenfalls Zukunftsmusik.

Es ist nicht zu erwarten, dass durch die auf deutscher und europäischer Ebenen geplanten Reformen grundlegende Änderungen eintreten. Die europäische AMLA wird nicht die nationale Aufsicht ersetzen, sondern soll nach derzeitigem Diskussionsstand<sup>65</sup> in weiten Teilen koordinierend tätig sein, wobei bestimmte grenzübergreifende Finanzunternehmen einer direkten Beaufsichtigung unterstellt werden. Die kürzlich vom Bundesminister der Finanzen Lindner angekündigten Reformen sehen die Schaffung eines Bundesfinanzkriminalamts (BFKA) vor,<sup>66</sup> das ermittelnd und somit nicht im Bereich der Aufsicht tätig wird. Die Aufsicht im Finanzbereich soll nicht angetastet werden. Das Chaos im Nichtfinanzbereich bleibt bestehen, eine neue „Zentralstelle für Geldwäschaufsicht“ soll lediglich koordinierend wirken und „einheitlich Standards und Best Practices“<sup>67</sup> entwickeln.

### 4. Verbraucherschutz

#### a) Der Schutz kollektiver Verbraucherinteressen

Der zunehmenden Verschränkung von Verbraucherschutz- und Anlegerschutzrecht folgend hat auch die BaFin ein Mandat zur Wahrnehmung von Verbraucherinteressen. Nach dem 2015 durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingefügten § 4 Abs. 1a FinDAG ist die BaFin „innerhalb ihres gesetzlichen Auftrags auch dem Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen verpflichtet“. Somit sorgt sie für Verbraucherschutz im Rahmen der Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht.<sup>68</sup> § 4 Abs. 1a S. 2 FinDAG erlaubt es der BaFin, gegenüber von ihr beaufsichtigten Unternehmen Anordnungen zu treffen, die „geeignet und erforderlich sind, um verbraucherschutzrelevante Missstände zu verhindern oder zu beseitigen, wenn eine generelle Klärung im Interesse des Verbraucherschutzes geboten erscheint“.

Nachdem die Vorschrift mehrere Jahre wenig Beachtung fand, ist sie in den letzten zwei Jahren ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt. Am 21.6.2021 erließ die BaFin eine auf § 4 Abs. 1a FinDAG gestützte Allgemeinverfügung.<sup>69</sup> Diese betraf infolge einer BGH-Grundsatzentscheidung<sup>70</sup> unwirksame Zinsanpassungsklauseln in Prämienparverträgen. Nachdem sich viele Kreditinstitute nicht eben beeilten, die für viele Kunden finanziell sehr

<sup>65</sup> Rat der Europäischen Union, „Neue EU-Behörde zur Bekämpfung der Geldwäsche: Rat legt seinen partiellen Standpunkt fest“ (Pressemitteilung vom 29.6.2022), verfügbar unter <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2022/06/29/new-eu-authority-for-anti-money-laundering-council-agrees-its-partial-position/>.

<sup>66</sup> Überblick bei Bundesministerium der Finanzen, siehe oben Fn. 56.

<sup>67</sup> Ebenda.

<sup>68</sup> So ausdrücklich BaFin-Webseite, „Was macht die BaFin für Verbraucher?“ (Stand 14.3.2022), abrufbar unter [https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/BaFinVerbraucherschutz/BaFin/was\\_macht\\_die\\_bafin\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/BaFinVerbraucherschutz/BaFin/was_macht_die_bafin_node.html).

<sup>69</sup> BaFin, „Prämienparverträge: BaFin veröffentlicht Allgemeinverfügung“ (Pressemitteilung vom 21.6.2021), verfügbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2021/pm\\_210621\\_praemiensparvertraege.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2021/pm_210621_praemiensparvertraege.html).

<sup>70</sup> BGH BKR 2010, 300; weitere Entscheidungen in dieser Reihe sind BGH BKR 2019, 601 sowie BGH BKR 2022, 38 (mAnm Omlor).

vorteilhafte Entscheidung umzusetzen, verpflichtete die BaFin diese unter anderem dazu, ihre Kunden zu informieren und eine Zinsnachberechnung zuzusichern. Dies löste einen Sturm mit mehr als 1.100 durch Banken eingelegten Widersprüche aus, so dass die Allgemeinverfügung faktisch nicht mehr vollzogen werden konnte.

Bereits am 24.6.2021 und somit fast zeitgleich hob das VG Frankfurt a. M. eine im Juli 2019 gegenüber einer Onlinebank (bzw. Onlinebroker) erlassene Individualverfügung bezüglich „Negativzinsen“ auf.<sup>71</sup> Das VG stellte dabei strenge Anforderung an entsprechende Verfügungen und erteilte einer weiten Auslegung der Anforderungen des § 4 Abs. 1 a FinDAG eine Absage. Der Gesetzgeber habe § 4 Abs. 1 a FinDAG gegenüber dem Zivilrechtsweg subsidiär ausgestaltet. Das Ergreifen von Maßnahmen durch die BaFin nach § 4 Abs. 1 a FinDAG sei daher dann nicht geboten, wenn zur selben Problematik bereits mehrere Verfahren vor Zivilgerichten anhängig seien. Das war aber zu den Prämiensparverträgen der Fall, denn verschiedene Einzelfragen waren immer noch nicht geklärt. Damit lag das Gericht auf einer Linie mit der im Grunde einhelligen Meinung im Schrifttum.<sup>72</sup> Im Ergebnis hat somit die BaFin zwar das Mandat, innerhalb des Finanzmarktrechts Verbraucherinteressen zu schützen. Die zu diesem Zweck eingeräumte Rechtsgrundlage dürfte aber nur im Ausnahmefall ausreichen, um entsprechende Anordnungen zu treffen. Vor diesem Hintergrund drängt sich die Frage auf, ob der Verbraucherschutz damit faktisch nur auf dem Papier besteht.

### b) Bußgeldregeln im Verbraucherschutzrecht

Weitere Entwicklungen in der Durchsetzung des Verbraucherschutzes laufen gänzlich an der BaFin vorbei. So hat im Mai 2022 weitgehend unbemerkt ein Paradigmenwechsel stattgefunden. Im in Umsetzung der RL (EU) 2019/2161 (Omnibus-RL) neu geschaffenen Art. 246 e EGBGB findet sich nun eine Bußgeldvorschrift für Verstöße gegen viele verbraucherrechtliche Vorschriften (zB §§ 312b, c BGB), aber auch für das Verwenden unwirksamer AGB gegenüber Verbrauchern.<sup>73</sup> Nicht erfasst sind aber die verbraucherschützenden Normen mit Bezug zum Bankrecht, also insb. das Verbraucherdarlehen. Vereinfacht gesprochen müssen diese Verstöße mindestens drei Mitgliedstaaten betreffen (sog. „weitverbreiteter Verstoß“). Die Bußgeldobergrenze liegt nach Art. 246 e § 2 Abs. 2 EGBGB bei vier Prozent des Jahresumsatzes des betreffenden Unternehmens. Es wird sich zeigen, ob diese Vorschrift eine neue Wunderwaffe im Verbraucherrecht werden wird. Im vorliegenden Kontext dürfte interessanter sein, dass Verwaltungsbehörde iSv § 36 OWiG das Umweltbundesamt ist.<sup>74</sup> Auf diese Weise wurde neben der BaFin ein weiterer staatlicher Akteur bei der Durchsetzung von Verbraucherinteressen etabliert.

Die Trennung zwischen den nach Art. 246 e § 1 Abs. 2 EGBGB vom Bußgeld umfassten verbraucherrechtlichen Normen und dem Aufgabenbereich der BaFin ist nicht so klar wie es im ersten Moment scheint. Denn zumindest im Grundsatz scheint möglich, dass gerade die von der BaFin ins Visier genommenen unwirksamen AGB-Klauseln (vgl. Art. 246 e § 1 Abs. 2 Nr. 2 EGBGB) auch unter die Bußgeldanordnung subsumiert werden könnten. Notwendig hierfür wäre ein weitverbreiteter Verstoß (s. o.). Auch vor diesem Hintergrund ist zu fragen, ob die Zuständigkeit für kollektiven Verbraucherschutz nach § 4 Abs. 1 a FinDAG überhaupt noch sinnvoll ist.

<sup>71</sup> VG Frankfurt a. M. BKR 2021, 583 mAnm Edelmann.

<sup>72</sup> Hölldampf/Schultheiß BB 2020, 651; Buck-Heeb BKR 2021, 141; Herresthal BKR 2021, 131; Pölzig BKR 2021, 589.

<sup>73</sup> Eingehend Schubert/Schmitt/Jacobs BKR 2021 689.

<sup>74</sup> Ursprünglich war das Bundesamt für Justiz vorgesehen, diese Zuständigkeit wurde von der Ampel-Koalition aber mitsamt anderer Kompetenzen im Verbraucherschutz geändert, vgl. BeckOK BGB/Maume EGBGB Art. 246 e § 2 Rn. 6.

### c) Zivilrechtliche Durchsetzung des Verbraucherschutzrechts

Zu bedenken ist auch, dass gerade im Verbraucherschutzrecht gewachsene und sehr effektive zivilrechtliche Durchsetzungsmechanismen bestehen. Unternehmen können über § 8 iVm § 3a UWG Marktverhaltensregelungen gegenüber ihren Wettbewerbern durchsetzen, worunter viele Verbraucherschutzvorschriften (zB § 312a Abs. 4 BGB),<sup>75</sup> aber auch unwirksame AGB fallen.<sup>76</sup> Der Großteil der Rechtsdurchsetzung wird jedoch über § 8 UWG iVm §§ 3, 4 UKlaG von qualifizierten Einrichtungen wie den Verbraucherzentralen betrieben.

Dies wird weiter durch die RL (EU) 2020/1828 (Verbandsklagen-RL) verschärft,<sup>77</sup> wonach Deutschland bis Ende 2022 auf Schadensersatz gerichtete Verbandsklagen in Verbrauchersachen einführen muss.<sup>78</sup> Diese neuen Verbraucherschutzmechanismen könnten das BaFin-Mandat endgültig obsolet machen, denn es stellt sich in Kombination mit den neuen Bußgeldmechanismen nicht nur die Frage der Effektivität, sondern auch der Notwendigkeit.

## 5. Zwischenbefund

Der Blick auf die die BaFin betreffenden Umstrukturierungen der letzten Jahre zeigt ein gemischtes Bild. Die infolge des Wirecard-Skandals vorgenommenen Reformen des Enforcement-Verfahrens sind jedenfalls aus struktureller Sicht gelungen. Ein Kernbereich der Kapitalmarktüberwachung wurde in die BaFin überführt.

Die Zuständigkeit der BaFin für die Geldwäscheaufsicht im Finanzsektor ist isoliert betrachtet ebenfalls sinnvoll, wenngleich nicht innovativ. Allerdings bestehen durch die absurde Behördenhäufung im Nichtfinanzbereich nicht nur erhebliche Reibungsverluste, sondern auch Probleme bei der Zuständigkeit für Konzerne. Durch die geplante AMLA wird es darüber hinaus im Finanzbereich zu gespaltenen Zuständigkeiten kommen. Die vom BMF geplanten nationalen Reformen sehen leider keine grundlegende Reform der Geldwäscheaufsicht, zB eine eigene Geldwäschebehörde mit umfassender Zuständigkeit, vor.

Die Rolle der BaFin im Verbraucherschutz ist dagegen schlichtweg missglückt. Eine weite Aufgabenzuweisung in Kombination mit einer sehr engen Eingriffsgrundlage führen faktisch zu Handlungsunfähigkeit. Hier wäre überlegenswert, § 4 Abs. 1a FinDAG gänzlich zu streichen und die Rechtsdurchsetzung via Verbraucherzentralen, Verbandsklagen und das neue Bußgeldregime zu forcieren.

In Summe kann konstatiert werden, dass der Gesetzgeber hinsichtlich der Rolle der BaFin keinen klaren Plan zu verfolgen scheint, sondern die sektorale Zuständigkeit im Einzelfall regelt.

## IV. Die Herausforderungen des digitalen Zeitalters

Dabei wäre ein klarer gesetzgeberischer Plan sowohl auf deutscher als auch auf europäischer Ebene dringend angezeigt. Denn im Bank- und Kapitalmarktrecht kommen auf die Aufsichtsbehörden neue Herausforderungen zu. Diese rühren daher, dass durch den zunehmenden Einsatz neuer Technologien klassische Konzepte des Bank- und Kapitalrecht an ihre Grenzen stoßen. Dies wird im Folgenden durch die Konsequenz des Auswirkungsprinzips

<sup>75</sup> Jüngst BGH BKR 2022, 799 (mAnm Maume) – Zusatzentgelt für Nutzung eines bestimmten Zahlungsmittels.

<sup>76</sup> BGH NJW 2011, 76 – Gewährleistungsausschluss im Internet.

<sup>77</sup> Dazu Gsell BKR 2021, 521.

<sup>78</sup> Bei Erstellung dieses Beitrags lag hierzu lediglich der Referentenentwurf vor.

für die Emission von Token, das neue Phänomen Decentralised Finance, sowie die Verquickung von Kapitalmarkt und sozialen Medien verdeutlicht.<sup>79</sup>

### 1. Das Folgen des Auswirkungsprinzips für Tokenemissionen

Ein Eckpfeiler des Bank- und Kapitalmarktrechts ist das Auswirkungsprinzip. Zu finden ist es zum Beispiel in Art. 3 Prospekt-VO. Hiernach dürfen grundsätzlich keine Wertpapiere in der EU angeboten werden, ohne dass ein entsprechender Prospekt zuvor von der Aufsichtsbehörde des (bzw. eines) betroffenen Mitgliedsstaats gebilligt wurde. Für die Anwendbarkeit der MAR (und somit insb. für die Strafbarkeit von Marktmanipulation und Insiderhandel) ist es nach Art. 2 Abs. 3 MAR ausreichend, dass sich eine Handlung auf einem EU-regulierten Handelsplatz auswirkt. Ähnliches gilt für die Erbringung von Finanzdienstleistungen. Hier ist zB für die Erlaubnispflicht nach Art. 5 MiFiD2 (bzw. § 32 KWG/§ 15 WpIG) entscheidend, ob die Dienstleistung im betreffenden Mitgliedsstaat angeboten wird.

In traditionellen Konstellationen führt dies auch zu nachvollziehbaren Ergebnissen. Wertpapiere werden üblicherweise nicht schlicht öffentlich angeboten, sondern auf einer Börse in den Handel eingeführt. Die weiteren Rechtsfolgen (zB zur Prospekthaftung) richten sich nach den nationalen Gesetzen (zB WpPG). Das Angebot von Wertpapieren und die Erbringung von Finanzdienstleistungen sind dabei typischerweise national geprägt. Der Börsengang einer deutschen AG findet in den allermeisten Fällen an einer deutschen Börse (also üblicherweise: Frankfurt) statt. Für Finanzdienstleistungen gilt ähnliches, da meist ein konkreter (Werbe-)Markt in einer bestimmten Sprache adressiert wird. Listings ausländischer Gesellschaften sind eher Ausnahme denn Regel, und auch hier sind die Zuständigkeiten klar verteilt.

Für Blockchain-basierte Werteinheiten (sog. Token, oder auch Coins) greift dies nicht in gleicher Weise. Soweit diese als Finanzinstrumente nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFiD2 einzuordnen sind (sog. Investment Token),<sup>80</sup> sind sie grundsätzlich von der Prospekt-VO erfasst. Da Token üblicherweise im Internet angeboten werden und damit weltweit verfügbar sind,<sup>81</sup> erfolgt das öffentliche Angebot (auch) in der EU. Emittierte Token werden meist in englischer Sprache beworben, während häufig andere Sprachen (nicht selten auch Deutsch) zusätzlich verfügbar sind. Die Zahlung erfolgt bei internationalen Sales üblicherweise durch nicht national begrenzte Mittel wie Kreditkarten oder Currency Token (insb. Bitcoin).<sup>82</sup> Durch Anlegen dieser klassischen Abgrenzungskriterien ist also keine weitere Beschränkung des Anwendungsbereichs möglich. Das Ergebnis ist ein de facto weltweiter Anwendungsbereich der Prospekt-VO auf Investment Token. Die MiCAR führt diesen Ansatz für Currency Token und Utility Token fort,<sup>83</sup> wobei hier kein Prospekt, sondern ein kürzeres Whitepaper notwendig ist. Für die Anwendung tokenspezifischer (Finanz-)dienstleistungen gilt im Grundsatz dasselbe.<sup>84</sup> Aus der materiellen Anwendbarkeit der EU-Kapitalmarkt-

<sup>79</sup> Die Liste könnte noch erweitert werden, zum Beispiel um die immer wichtiger werden Aufsicht über Algorithmen (incl. selbstlernende Algorithmen), oder die geplanten Regeln zur digitalen operationalen Resilienz im Finanzsektor (DORA).

<sup>80</sup> Dazu aus der deutschen Literatur Zickgraf AG 2018, 293 (301f.); Maume/Maute Kryptowerte-HdB/Zickgraf § 11 Rn. 31 ff.; Höhleim/Weiß RdF 2019, 116 (198); Klöhn/Parhofer/Resas ZBB 2018, 89 (101f.); Kaulartz/Matzke NJW 2018, 3278 (3282f.); aus der internationalen Literatur Maume/Fromberger (2019) 19 Chicago J Int'Law 548; Hacker/Thomale ECFR 2018, 645.

<sup>81</sup> Dies ist nur dann nicht der Fall, wenn die Zeichnung aus bestimmten Ländern durch technische (zB Geoblocking) oder sonstige Maßnahmen (zB Identitätsprüfung) ausgeschlossen ist.

<sup>82</sup> Wobei klar auf den deutschen Markt ausgerichtete Angebote inzwischen zB auch Lastschrift akzeptieren.

<sup>83</sup> Maume RD 2022, 461 (462f.).

<sup>84</sup> Zum internationalen Anwendungsbereich der KWG-Erlaubnispflicht im Token-Kontext Maume/Maute Kryptowerte-HdB/Maume § 12 Rn. 29 ff.

regeln folgt gleichzeitig eine Zuständigkeit der Aufsichtsbehörden in allen oder jedenfalls mehreren EU-Mitgliedstaaten.<sup>85</sup>

Diese sich kreuzende Generalzuständigkeit ist keine theoretische Überlegung. Eine gewisse Bekanntheit erlangte der Fall *Cake Defi*. Im Januar 2022 teilte die BaFin mit, dass sie gegen diese in Singapur ansässige Gesellschaft ermittelte, weil die „Inhalte auf der von der *Cake Pte. Ltd.* betriebenen Webseite *cakedefi.com* die Annahme [rechtfertigten], dass die Gesellschaft unerlaubt Bankgeschäfte bzw. Finanzdienstleistungen in Deutschland betreibt.“<sup>86</sup> Eine Erlaubnis nach KWG oder WpIG habe aber nicht vorgelegen. Stein des Anstoßes war unter anderem, dass die Webseite (auch) in deutscher Sprache verfügbar war. Das Unternehmen entfernte die deutsche Sprachversion und kündigte an, dass sie sich (sobald verfügbar) um eine MiCAR-Lizenz für den EU-Raum bemühen würden. In der Zwischenzeit würden nationale Lizenzen zunächst in Litauen und dann Österreich beantragt,<sup>87</sup> um so den EU-Pass für Finanzdienstleistungen nutzen zu können.

Das Problem wird sich mit der zunehmenden Größe des Kryptomarktes verschärfen. Zu bedenken ist auch, dass es sich bei manchen Kapitalmarktdelikten nach deutschem Recht um Straftaten handelt.<sup>88</sup> Hier gilt das Legalitätsprinzip,<sup>89</sup> so dass grundsätzlich Ermittlungen aufgenommen werden müssen. Die Annahme, dass deutsche Behörden dies weltweit leisten können, ist natürlich illusorisch. Zwar wird sich in manchen Bereichen einiges durch bessere Abstimmung zwischen den Aufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten erreichen lassen. Auch die Anerkennung von Drittlandprospekten (Art. 29 Prospekt-VO) bzw. die Kooperation mit den entsprechenden Aufsichtsbehörden (Art. 30 Prospekt-VO) sollte intensiviert werden. Doch all dies täuscht nicht über das Grundproblem hinweg: Das Konzept der nationalen Durchsetzung des EU-Rechts stößt in der digitalen Welt, in der sich nicht alles auf Börsen konzentriert, an seine Grenzen.

## 2. *Decentralised Finance*

Ein weiteres aus dem Kryptobereich stammendes Phänomen ist *Decentralised Finance* (DeFi).<sup>90</sup> Hierbei handelt es sich um Finanzdienstleistungen, die weitgehend automatisiert erbracht werden. Grundlage sind dabei *Smart Contracts*, also Programme, die bei Erfüllung bestimmter, vordefinierter Bedingungen eine ebenfalls vordefinierte Folge auslösen.<sup>91</sup> Es handelt sich also nicht um „smarte“ Verträge, sondern im Grunde um eine Form von digita-

<sup>85</sup> Immerhin gilt für *Token-Sales* innerhalb der EU, dass die Aufsichtsbehörde des Herkunftslands administrativ zuständig ist (vgl. Art. 7 Abs. 2 MiCAR bzw. Art. 20 Abs. 1 Prospekt-VO). Insoweit gilt (wie auch in der MiFiD2) das Herkunftslandprinzip. Zwar versuchen Art. 3 Abs. 2 Nr. 22(c) MiCAR bzw. Art. 2 Nr. m(iii) Prospekt-VO eine Zuständigkeit am Ort der Zulassung zum Handelsplatz herzustellen. Dies läuft aber bei Angeboten im Internet (die gleichzeitig in der ganzen EU verfügbar sind) leer.

<sup>86</sup> BaFin, „*cakedefi.com*: BaFin ermittelt gegen die *Cake Pte. Ltd.*“ (Meldung vom 7. 1. 2022), abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2022/meldung\\_220107\\_cakedefi.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Verbrauchermitteilung/unerlaubte/2022/meldung_220107_cakedefi.html).

<sup>87</sup> Stefan Löwer, „Plattform *Cake Defi* aus Singapur erhält erste Lizenz in einem EU-Land“ (Handelsblatt vom 30. 6. 2022), verfügbar unter <https://www.cash-online.de/investmentfonds/krypto-assets/2022/plattform-cake-defi-aus-singapur-erhaelt-erste-lizenz-in-einem-eu-land/602092>.

<sup>88</sup> Beispielsweise Marktmanipulation und Insiderhandel nach § 119 WpHG sowie das unerlaubte Betreiben von erlaubnispflichtigen Geschäften nach § 54 KWG.

<sup>89</sup> Für Delikte rund um den Prospekt und Publizitätspflichten, die lediglich bußgeldbewehrt sind, gilt hingegen das Opportunitätsprinzip. Hier steht das Tätigwerden also im Ermessen der Behörde, Habersack/Mülbert/Schlitt *Kapitalmarktinf-HdB/Becker*, 3. Aufl. 2020, § 25 Rn. 9.

<sup>90</sup> Sehr instruktiv Möslein/Kaulartz/Rennig *RD* 2021, 517; Überblick zu Regulierungsperspektiven auf EU-Ebene Omlor/Franke *BKR* 2022, 679.

<sup>91</sup> Siehe eingehend Braegelmann/Kaulartz *Smart Contracts-HdB*, passim.



lem Getränkeautomat. Die Besonderheit ist, dass Smart Contracts derart aufgesetzt werden können, dass entweder keine eigene Rechtsform hinter der Anwendung steht<sup>92</sup> oder aber die Hintermänner nicht bekannt bzw. ermittelbar sind.

Derzeit sind viele als „DeFi“ bezeichnete Angebote noch nicht wirklich dezentralisiert. Häufig liegt eine Teildezentralisierung/-automatisierung von, so dass Betreiber identifiziert werden und die tradierten Regeln greifen können. Es ist aber abzusehen, dass „echtes“ DeFi in nicht allzu ferner Zukunft ein typisches Geschäftsmodell auf den Finanzmärkten sein wird. In diesem Fall laufen viele kapitalmarktrechtliche Regeln, die zB auf „Emittenten“ und „Finanzdienstleister“ abzielen, mangels persönlichen Anwendungsbereichs ins Leere.<sup>93</sup> Vorausgesetzt, dass diese dogmatische Lücke geschlossen werden kann, so stellt sich hier das Problem der ubiquitären Anwendung des EU-Kapitalmarktrechts auf nochmals stärkere Weise. Denn ohne natürliche oder juristische Person bzw. dem Ort ihres Aufenthalts oder ihrer Registrierung (was beides einen Zusammenhang zu einem bestimmten Staat nahelegen würde) ist man nochmals schneller bei einem weltweiten Angebot von Token oder Dienstleistungen.

Die EU hat das Problem bereits auf dem Schirm. Die endgültige Version der MiCAR knüpft an vielen Stellen nicht mehr traditionell an den Emittenten, sondern an den Anbieter („Offeror“) an. Dadurch wird der DeFi-Bereich zumindest mittelbar in den Anwendungsbereich der MiCAR einbezogen.<sup>94</sup> Dies ist dann der Fall, wenn durch ein DeFi-Protokoll Token erzeugt und dann von einem „normalen“ Marktteilnehmer öffentlich angeboten werden, oder die Zulassung zu einem Kryptohandelsplatz beantragt wird (vgl. Art. 4 MiCAR). Auch soll die Europäische Kommission binnen 18 Monaten nach Inkrafttreten der MiCAR einen Bericht zu DeFi mitsamt konkreten Regulierungsvorschlägen vorlegen (Art. 122b MiCAR). Damit ist aber nicht gesagt, dass auch das Problem der nationalen Aufsicht angegangen wird.

### 3. Swarm Trading und GameStop

Ein weiterer Faktor, der die etablierten kapitalmarktrechtlichen Strukturen belastet, sind die sozialen Medien. Damit sind vereinfacht gesagt interaktive Internetplattformen (zB Facebook oder LinkedIn) und Diskussionsforen (zB Reddit) gemeint, auf denen sich Teilnehmer teils unter Klarnamen, teils aber auch unter Pseudonym austauschen. Die durch diese Informationsflüsse ausgelösten, kaum vorhersehbaren Marktbewegungen werden mitunter als „Swarm Trading“<sup>95</sup> bezeichnet.

Dies kann Bezug zur informationsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR haben. Tathandlung ist bei dieser Form der Manipulation die Verbreitung von Informationen, die unrichtige oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Kurses eines relevanten Tatobjekts geben oder zu einem anormalen oder künstlichen Kursniveau führen. Es geht also um die „klassische“ Variante der Marktmanipulation, bei der die korrekte Informationsgrundlage für die freie Preisbildung auf den Kapitalmärkten gestört wird. Aufgrund des Auswirkungsprinzips ist dabei nach Art. 2 Abs. 3 MAR für die räumliche Anwendung ausreichend, dass die Informationskundgabe auf einem EU-regulierten Markt einen Effekt hat. Täter kann dabei Jedermann sein (auch wenn es sich bei Tätern in der Vergangenheit klassischerweise um respektierte, in den Märkten respektierte Personen mit einer gewissen Reichweite handelte). Das Medium der Informationskundgabe ist irrele-

<sup>92</sup> Besonders bekannt dürfte in diesem Kontext das Konzept der DAO (Decentralised Autonomous Organisation) sein.

<sup>93</sup> Omlor/Franke BKR 2022, 679 (683).

<sup>94</sup> Maume RDt 2022, 461 (465f.); zu verschiedenen Aspekten von DeFi im MiCAR-Erstentwurf Machacek RDt 2021, 572.

<sup>95</sup> Aus dem deutschen Schrifttum etwa Klöhn/Franke NZG 2021, 257; Voß ZdiW 2022, 81; Merwald/Schauer BKR 2021, 280; Piepenburg/Schwarz BKR 2021, 760.



vant, auch Äußerungen im Internet können Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR unterfallen.<sup>96</sup> Eine bestimmte Mindestreichweite der Äußerung ist nicht erforderlich,<sup>97</sup> ebenso wenig muss eine Mindestlänge erreicht sein.<sup>98</sup>

Damit ist unzweifelhaft klar, dass auch anonyme Äußerungen in Internetforen eine informationsgestützte Marktmanipulation sein können. In den Fokus der Öffentlichkeit geriet diese Konstellation dann durch die Causa GameStop. Dabei handelte es sich um eine US-amerikanische Firma, die an der NYSE gelistet war. Da das Geschäftsmodell (insb. der Verleih von Videospiele) als veraltet galt, wurde die Aktie zu einem Ziel von Leerverkäufern. In Internetforen wurde daraufhin von anonymen Usern zur „Abwehr“ eines „Angriffs“ dieser Leerverkäufer aufgerufen. Durch die in der Folge insbesondere von Privaten getätigten Stützkäufe schnellte die GameStop-Aktie immens in die Höhe. Die Schließung der Leerverkaufspositionen führte zu weiteren Kursanstiegen und im Ergebnis zu einem Short Squeeze. Zeitweise hatte die GameStop-Aktive von USD 2,80 (3.4.2020) auf USD 483 (28.1.2021) zugelegt.<sup>99</sup> Die involvierten Hedge-Fonds erlitten massive Verluste, so verlor Melvin Capital 30% seines Vermögens und musste von Konkurrenten gestützt werden.<sup>100</sup>

Auch wenn der Sachverhalt unstrittig nicht unter EU-Recht fiel,<sup>101</sup> entbrannte in der deutschen Literatur eine lebhafte „What if“-Debatte. Dabei bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass eine informationsgestützte Marktmanipulation in Form des Scalping (Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR) jedenfalls dann vorlag, wenn in den einschlägigen Foren gezielt Gerüchte gestreut worden wären, ohne einen etwaigen Interessenkonflikt offenzulegen.<sup>102</sup> Eine ebenfalls zumindest denkbarer kartellrechtlicher Missbrauch (Art. 102 AEUV) bzw. die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung nach Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR wurde jedoch überwiegend verneint. Maßgeblich hierfür ist die fehlende Abstimmung, Verbindlichkeit und Vorhersehbarkeit des „Schwarms“.<sup>103</sup>

Eine entscheidende Frage wurde in der Literatur hingegen weitgehend ausgeblendet. Denn das Konzept der informationsgestützten Marktmanipulation ruht gedanklich auf einem einigermaßen homogenen Informationsfluss. Informationen werden über die herkömmlichen Kanäle wie zB Printmedien (incl. deren Onlineoutlets) oder das Fernsehen verbreitet. Spiegelbildlich sind Aufsichtsbehörden in der Lage, diese Informationskanäle zu verfolgen und gegebenenfalls Maßnahmen zu ergreifen. Dies dient nicht nur der nachträglichen Sachverhaltsermittlung, sondern ist auch Teil der präventiven Marktaufsicht. Auch wenn es im Ergebnis auf bizarre Art und Weise fehlschlug,<sup>104</sup> so ist der Fall Wirecard mitsamt verhängtem Leerverkaufsverbot ein hervorragendes Beispiel für diesen Mechanismus.

<sup>96</sup> BeckOK WpHR/Maume MAR Art. 12 Rn. 67 mwN.

<sup>97</sup> Verneint wird die Anwendung lediglich teilweise bei individueller Kenntnissgabe, siehe dazu Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert MAR Art. 12 Rn. 178; Klöhn/Schmolke MAR Art. 12 Rn. 247.

<sup>98</sup> Möllers/Schauer NZG 2021, 1333 (1337). Somit können auch Kurzbeiträge oder Tweets unter die Vorschrift fallen.

<sup>99</sup> Vgl. die Darstellungen bei Piepenburg/Schwarz BKR 2021, 760 (763) und Voß ZdiW 2022, 97 (98).

<sup>100</sup> Klöhn/Franke NZG 2021, 257.

<sup>101</sup> Die SEC stellte interessanterweise fest, dass keine konkreten Verstöße gegen US-amerikanisches Wertpapierrecht vorlagen, vgl. SEC, „Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021“ (18.10.2021), S. 43, abrufbar unter <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf>.

<sup>102</sup> Voß ZdiW 2022, 97 (102f.); Merwald/Schauer BKR 2021, 280 (283f.); zurückhaltender Wegner BKR 2021, 181 (Äußerungen nicht maßgeblich für das Kapitalmarktpublikum).

<sup>103</sup> Voß ZdiW 2022, 97 (99ff.); Merwald/Schauer BKR 2021, 280 (286); Wegner BKR 2021, 181 (185); Sajnovits ZGR 2021 804 (812ff.).

<sup>104</sup> Siehe bereits oben Ziff. III.1.b.

Dies funktioniert in den sozialen Medien nur eingeschränkt. Die Vielzahl an Informationsquellen ist nicht überschaubar. Diese sind weltweit online verfügbar und bedienen meist nicht nur „verständige Anleger“,<sup>105</sup> sondern auch kapitalmarktfremde Personen. Hinzu kommt in vielen Fällen die Sprachbarriere. So ging es in der Causa GameStop für viele Beteiligte eben nicht um gewinnorientiertes Handeln, sondern um die „gute Sache“.<sup>106</sup> In sozialen Medien können sich Informationen über Multiplikatoren und Influencer in Windeseile verbreiten, ohne dass klar ist, woher sie ursprünglich stammen. Es dürfte für Kapitalmarktaufsichten unmöglich sein, diese Entwicklungen im Blick zu behalten. Es stellt sich daher die grundsätzliche Frage, ob eine Kapitalmarktaufsicht überhaupt in der Lage sein kann, die mäandernden sozialen Medien effektiv zu überwachen.

## V. Thesen

Die Gemengelage der Aufsichtsstruktur im Bank- und Kapitalmarktrecht ist viel zu komplex, als dass sie in einem einzelnen Beitrag darstellbar wäre. Die Änderung von Aufsichtsstrukturen ist derart komplex, dass die Politik häufig vor ihnen zurückschreckt. Als Anstoß einer weiteren Diskussion können aus den in diesem Beitrag gemachten Ausführungen folgende Thesen abgeleitet werden.

1. Digitalisierung, soziale Medien und der Siegeszug der Kryptomärkte stellen die Aufsichtsbehörden insbesondere im Kapitalmarktrecht vor neue Aufgaben. Die Arbeitsbelastung wird weiter steigen. Es besteht daher Reformdruck, die Kapitalmarktaufsicht sollte insbesondere von sachfremden Aufgaben entlastet werden.
2. Nicht nur im Kryptobereich führt die Durchsetzung des EU-Kapitalmarktrechts zu teils widersinnigen Ergebnissen. Weil eine großflächige Verschiebung der Kompetenzen von der nationalen auf die unionale Ebene politisch schwer durchsetzbar scheint, sollte zumindest erwogen werden, für Emittenten und Dienstleister von außerhalb der EU eine Zuständigkeit einer EU-Behörde (zB der ESMA) festzulegen.
3. Das im Bank- und Kapitalmarktrecht an verschiedenen Stellen zur Anwendung kommende Auswirkungsprinzip sollte daraufhin untersucht werden, ob es im digitalen Bereich restriktiv ausgelegt werden kann bzw. sollte.
4. Die Geldwäscheaufsicht sollte daraufhin überprüft werden, ob durch die praktizierte Trennung von Finanz- und Nichtfinanzbereich Vorzüge gegenüber einer einheitlichen Geldwäscheaufsicht bestehen oder nicht. Sollte eine einheitliche Aufsichtsstruktur vorzugswürdig sein, so sollte die Aufsicht nicht automatisch der BaFin zugeschlagen werden.
5. Das Verbraucherschutzmandat der BaFin in § 4 Abs. 1a FinDAG sollte gestrichen und stattdessen die neuen Bußgeldmechanismen in Art. 246 e EGBGB gestärkt werden.
6. Als „große Lösung“ auf nationaler Ebene sollte diskutiert werden, ob die Rolle der BaFin als Universalaufsicht den geänderten Anforderungen des 21. Jahrhunderts noch gerecht wird. Zu prüfen wäre die Abspaltung der Wertpapieraufsicht (inkl. der Aufsicht über Finanzdienstleister) von Bank- und Versicherungsaufsicht. Durch die Einführung des WpIG ist hier auf materieller Ebene der erste Schritt bereits getan.

---

<sup>105</sup> Siehe dazu bereits oben Ziff. II.2.d.

<sup>106</sup> BeckOK WpHR/Maume MAR Art. 12 Rn. 159.