

# Whitepaper für »andere« Kryptowerte

## Erfahrungen nach einem Jahr MiCAR Titel II

Whitepaper nach Titel II der MiCAR bilden die zentrale Grundlage für Transparenz und Anlegerschutz bei »anderen« Kryptowerten. Sie sollen Anlegern ermöglichen, Chancen und Risiken eines Projekts klar zu erkennen. Anbieter sollen ihre Veröffentlichungen kohärent, vollständig und nicht irreführend gestalten. Seit Beginn der Anwendbarkeit zeigt die Aufsichtspraxis der FMA eine Reihe wiederkehrender Auslegungs- und Umsetzungsprobleme.

In einer Vielzahl von Fällen beobachtet die FMA wiederkehrende Muster, die zu Verzögerungen, Rückfragen, Änderungsaufträgen oder Verwaltungsstraf- oder Maßnahmenverfahren führen können.

Besonders häufig betroffen sind:

- **Zuständigkeit:**  
Die Bestimmung der zuständigen Behörde und des Herkunftsmitgliedstaats
- **Unbeabsichtigte öffentliche Angebote** – insbesondere am Sekundärmarkt
- **Rechtliche Einordnung:**  
Unklare oder unvollständige rechtliche Einordnungen des Kryptowerts (Art-8-Erläuterung)

Diese Themen sind nicht nur juristische Detailfragen, sondern bestimmen maßgeblich, ob ein Projekt fristgerecht starten kann oder aufgrund fehlender Abgrenzungen mehrfach überarbeitet werden muss.

Vor diesem Hintergrund zeigt dieser Beitrag, welche typischen Stolpersteine sich aus der bisherigen Prüfungspraxis ergeben haben – und worauf Anbieter achten sollten, um ihre Einreichung effizient, vollständig und ohne unnötige Verzögerungen vorzubereiten.

## Zuständigkeit

Die korrekte Bestimmung der zuständigen Behörde zählt zu den Punkten, die in der Praxis am häufigsten zu Verzögerungen führen.

Titel II MiCAR knüpft die Zuständigkeit innerhalb des EWR an den Herkunftsmitgliedstaat des Anbieters von Kryptowerten. Dieser ist grundsätzlich jener EU-Mitgliedstaat, in dem der Anbieter seinen Sitz oder Wohnsitz hat. Liegt dieser in Österreich, ist die FMA Herkunftsbehörde und somit für die Hinterlegung des Whitepapers sowie die Durchführung der Vorabprüfung zuständig.

In der Umsetzung zeigt sich jedoch, dass die richtige Zuordnung oft fehlerhaft erfolgt – insbesondere bei grenzüberschreitenden Angeboten, konzernstrukturierten Emittenten oder Projekten mit Sitz außerhalb der EU. Die folgenden Beispiele aus der Aufsichtspraxis verdeutlichen typische Fallkonstellationen:

### Fall 1: Sitz in Österreich – Angebot in mehreren Mitgliedstaaten

Die »A GmbH« mit Sitz in Wien plant ein öffentliches Angebot eines Utility Tokens in mehreren EU Staaten. Da der Sitz in Österreich liegt und das Angebot auch in Österreich vorgesehen ist, ist die FMA zuständige Herkunftsbehörde. Dies gilt ebenso dann, wenn der Token zusätzlich an einer Handelsplattform in einem anderen EU Mitgliedstaat zugelassen werden soll – der Sitz in Österreich bleibt ausschlaggebend.

## Whitepaper-Pflicht:

- Bei öffentlichem Angebot oder Zulassung von anderen Kryptowerten ist vorab ein Kryptowerte-Whitepaper zu veröffentlichen
- Werbung & Informationen: fair, klar, nicht irreführend
- Ausnahmen: kleines Volumen, begrenzte Zielgruppen, Mining/Validierung-Rewards, Gratiszuteilungen

### Fall 2: Sitz im EU Ausland – Angebot in Österreich

Die »Crypto B S.A.« mit Sitz in Luxemburg bietet einen Token in Österreich an. Obwohl österreichische Anleger adressiert werden, ist die FMA nicht die Herkunftsbehörde. Zuständig bleibt die luxemburgische CSSF. Die Rolle der FMA beschränkt sich in diesem Fall auf die Entgegennahme der Notifizierung gemäß Art. 7 MiCAR.

### Fall 3: Sitz in einem Drittstaat – Zulassung an einer Handelsplattform in der EU

Ein Unternehmen mit Sitz auf den Cayman Islands plant die Zulassung eines Tokens an einer Handelsplattform in Deutschland. Bei Emittenten aus Drittstaaten richtet sich die Zuständigkeit nach dem Mitgliedstaat, in dem die Zulassung erfolgen soll. Somit ist die deutsche Behörde zuständig. Die FMA hat ein solches Whitepaper mangels Zuständigkeit zurückzuweisen.

## Unbeabsichtigte öffentliche Angebote

Unbeabsichtigte öffentliche Angebote treten insbesondere im Sekundärmarktumfeld auf und zählen zu den praxisrelevantesten Problemfeldern unter Titel II MiCAR. Für Crypto-Asset-Service-Provider (CASPs) ist daher besondere Sorgfalt erforderlich: Bereits geringfügige werbliche Hervorhebungen einzelner Kryptowerte können ein öffentliches Angebot darstellen und damit eine Whitepaperpflicht auslösen – selbst dann, wenn die Dienstleistung eigentlich im Vordergrund stehen soll.

### Begriff des öffentlichen Angebots

Ein öffentliches Angebot liegt vor, wenn eine Mitteilung ausreichende Informationen über die wesentlichen Vertragsbestandteile (essentialia negotii) enthält, die eine Kaufentscheidung ermöglichen, und zugleich eine erkennbare Verkaufsabsicht besteht. Die MiCAR knüpft damit an die materielle Wirkung der Kommunikation an, nicht an die beabsichtigte Gestaltung.

Da die Whitepaperpflicht für Angebote gilt, die nach dem 30. Dezember 2024 erfolgen, befinden sich am Sekundärmarkt zahlreiche bereits gehandelte Kryptowerte, für die historisch kein Whitepaper vorliegt. Dies entbindet Marktteilnehmer jedoch nicht von der Pflicht, heutige Mitteilungen sorgfältig abzugrenzen.

### Preisangaben und umfangreiche Informationen

Nach ständiger Praxis der FMA gelten reine Preisangaben nicht als erneutes öffentliches Angebot. CASPs stellen allerdings aus aufsichtsrechtlichen Gründen

häufig weitergehende Informationen bereit – etwa Produktbeschreibungen, Risikohinweise oder Marktdaten. Entscheidend ist, ob diese Informationen neutral dienstleistungsbezogen bleiben oder faktisch eine produktbezogene Verkaufsförderung darstellen.

### Abgrenzung: Dienstleistung vs. werbliche Hervorhebung

Für die Beurteilung ist maßgeblich, ob die Kommunikation lediglich die Dienstleistung (z. B. Kauf, Verkauf, Tausch im Kundenauftrag) beschreibt oder darüber hinaus ein konkreter Kryptowert in einer Weise hervorgehoben wird, die als werbliche Ansprache verstanden werden kann. Wird ein Asset eigenständig beworben oder durch Präsentation, Aufmachung oder Tonalität besonders hervorgehoben, kann dies auf eine primäre Verkaufsabsicht schließen lassen – und damit die Whitepaperpflicht nach Titel II MiCAR auslösen.

### Einzelfallprüfung

Die Beurteilung bleibt stets eine Einzelfallentscheidung. Insbesondere sind zu berücksichtigen:

- Inlandsbezug: besteht eine Relevanz für den österreichischen Markt?
- Inhalt und Darstellung: wird lediglich informiert – oder wird beworben?
- Werbeinhalt: wird ein einzelner Kryptowert besonders hervorgehoben oder betrifft die Werbung die Dienstleistung an sich?

Je nach Wortlaut, kann durch die Formulierung der Eindruck einer Verkaufsabsicht in Bezug auf konkrete Kryptowerte entstehen. Vergleichende und wertende Formulie-

rungen sollten vermieden werden ebenso sollte sprachlich Abstand zum Projekt bzw dessen Behauptungen geschaffen werden.

**Beispiele:**

Negativbeispiel: »X-Network wird eine schnellere Version von Bitcoin.«

Negativbeispiel: »X-Network ist ein Netzwerk, welches die Automatisierung von dezentralisierten Finanzprodukten ermöglicht.«

Alternative: »X-Network verspricht ein Netzwerk schaffen zu wollen, welches die Automatisierung von dezentralisierten Finanzprodukten ermöglicht.«

**Rechtliche Einordnung**

Die rechtliche Einordnung des Kryptowerts zählt zu den zentralen Anforderungen nach Titel II MiCAR – und gleichzeitig zu jenen Punkten, die in der Praxis am häufigsten zu Verzögerungen führen. Die Erfahrung des ersten Anwendungsjahres zeigt deutlich: Viele Einreichungen scheitern nicht an formalen Aspekten, sondern an unklaren oder unzureichend ausgearbeiteten Erläuterungen gemäß Art. 8 Abs. 4 MiCAR.

**Erläuterungen als entscheidender Prüfpunkt**

Die Erläuterung dient der nachvollziehbaren Darstellung, weshalb der angebotene Kryptowert nicht unter andere Regulierungsregime fällt, etwa als Finanzinstrument, ART/EMT oder Versicherungsprodukt. In einer Vielzahl von Projekten wurden diese Ausführungen entweder gar nicht, nur bruchstückhaft oder ohne ausreichende Substanz übermittelt. Solche Lücken führen zwangsläufig zu Änderungsaufträgen und damit zu Verzögerungen bei der Hinterlegung und beim geplanten Projektstart.

**Abgrenzung zu Finanzinstrumenten und ARTs**

Besonders anspruchsvoll gestaltet sich in der Praxis die Abgrenzung zu Finanzinstrumenten und Asset-Referenced Tokens (ARTs).

Typische Konstellationen sind:

- **Eintauschbarkeit gegen Waren oder Edelmetalle:**  
Enthält das Projekt – im Whitepaper oder in der Vermarktung – Elemente eines Werterhaltungs- oder Wertstabilisierungsversprechens, kann dies auf eine Einstufung als ART hindeuten.
- **Barablöseoptionen:**  
Wird ein Kryptowert, der ursprünglich gegen Produkte oder Dienstleistungen eintauschbar ist, zusätzlich mit der Möglichkeit einer späteren Barablöse ausgestattet, spricht dies regelmäßig für eine Einstufung als Finanzinstrument.  
In diesen Fällen müssen sowohl die Token-Struktur als auch die kommunikative Darstellung kritisch geprüft werden.

**MiCAR**  
**Art. 8 Abs. 4**  
Verlangt eine Erläuterung, warum der im Whitepaper beschriebene Kryptowert nicht als Finanzinstrument oder Stablecoin einzustufen ist oder anderen Ausnahmen unterliegt.

### Konsequenzen für die Projektgestaltung

In zahlreichen Fällen führte eine unklare Einordnung dazu, dass Projekte mehrfach überarbeitet werden mussten – sowohl inhaltlich als auch konzeptionell. Dies betrifft häufig den wirtschaftlichen Mechanismus des Tokens selbst, nicht nur die Beschreibung im Whitepaper.

### Empfehlung der FMA

Zur Vermeidung unnötiger Verzögerungen empfiehlt die FMA eine frühzeitige Abstimmung mit der Fintech-Kontaktstelle, insbesondere bei Projekten, die komplexe Nutzungs-, Einlöse- oder Wertversprechen enthalten. Eine konsistente rechtliche Einordnung ist entscheidend, um die Hinterlegung effizient und ohne Mehraufwand durchzuführen.

### Links

#### Weitere Informationen zur Aufsicht im Bereich der MiCAR:

[www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at) → Aufsicht → Querschnittsthemen → Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)

- Die Emission von anderen Kryptowerten als ART oder EMT und deren Zulassung zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte
- Vermeidung unbeabsichtigter öffentlicher Angebote

**Leitlinien:** Die von ESMA veröffentlichten »*Leitlinien zu den Mustern für Erklärungen und Rechtsgutachten sowie zum standardisierten Test für die Einstufung von Kryptowerten*« enthalten eine Mustervorlage (Anhang A) sowie genauere Vorgaben für die Abgrenzungsprüfung.

[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

#### ESMA Q & As zum Vorliegen öffentlicher Angebote:

[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu) → News & Publications → Questions & Answers

- ESMA Q&A 981
- ESMA Q&A 2404



Wir stützen unsere Aussagen auf teils komplexe rechtliche Vorgaben, die wir am Rand ausweisen, oder leiten sie davon ab, ohne neues Recht zu schaffen, so dass über die gesetzlichen Bestimmungen hinausgehende Rechte und Pflichten hieraus nicht abgeleitet werden können. Wir formulieren klare Erwartungshaltungen, die sich weitestmöglich auf Rechtsprechung und europäische Auslegungshilfen stützen, i. Ü. aber unsere eigene fachkundige Rechtsauffassung wiedergeben. Wir gehen mit der Zeit, weswegen wir uns die Aktualisierung der angeführten Orientierungshilfen jederzeit vorbehalten. Obige Aufzählungen stellen keine abschließende Liste dar und sind jedenfalls nur ergänzend und klarstellend zu betrachten.