

## TEIL II: KRYPTOWÄHRUNGEN UND UTILITY-TOKEN

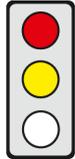
cepAnalyse Nr. 3/2021

### KERNPUNKTE

**Hintergrund:** Die Märkte für Kryptowerte entwickeln sich schnell. Sie sind aber nicht oder nur national reguliert.

**Ziel der Verordnung:** Die Verordnung bezweckt Rechtssicherheit, Förderung von Innovationen, Stärkung des Verbraucher- und Anlegerschutzes, Marktintegrität und Wahrung der Finanzstabilität.

**Betroffene:** Emittenten von Kryptowerten, Anbieter von Krypto-Dienstleistungen, Anleger und Verbraucher.



**Pro:** EU-Vorschriften für Kryptowerte und Krypto-Dienstleistungen können die Rechtssicherheit grundsätzlich erhöhen.

**Contra:** (1) Die Verordnung sorgt bei Kryptowährungen ohne zentralen Emittenten nicht in ausreichendem Maße für Rechtssicherheit.

(2) Bei Utility-Token ist die Pflicht zur Vorlage eines Whitepapers regelmäßig nicht passgenau und damit unverhältnismäßig.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

### INHALT

#### Titel

Vorschlag COM(2020) 593 vom 24. September 2020 für eine **Verordnung über Märkte für Kryptowerte**

#### Kurzdarstellung

##### ► Hintergrund und Ziele

- Kryptowerte sind digitale Darstellungen von Werten oder Rechten, die insbesondere durch Einsatz der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) elektronisch verschlüsselt übertragen und gespeichert werden können [S. 1, Art. 3 Abs. 1 Ziff. 1 und 2].
- Als Kryptowerte gelten insbesondere [Erwägungsgrund 3, Art. 3 Abs. 3–5]:
  - Kryptowährungen, die als Zahlungs-, Tausch- oder Wertaufbewahrungsmittel dienen. Beispiele sind Bitcoin und Ethereum (diese **cepAnalyse**).
  - Utility-Token, die einen digitalen Zugang zu Produkten oder Dienstleistungen ermöglichen und nur vom Emittenten akzeptiert werden, z.B. den Zugang zu Rechenleistung gewähren oder als Gutscheine fungieren. Beispiele sind FunFair und Sia (diese **cepAnalyse**).
  - Stablecoins, die sich dadurch von Kryptowährungen unterscheiden, dass sie einen Emittenten haben und häufig durch Vermögenswerte gedeckt sind. Beispiele sind Tether und Diem (siehe **cepAnalyse**).
  - wertpapierähnliche Token (Investment-Token), die als Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II-Richtlinie [2014/65/EU] gelten und die DLT nutzen. Beispiele sind iZero und Stellar.
- Die Kommission will mit der Verordnung einen Rechtsrahmen für all jene Kryptowerte schaffen, die keine wertpapierähnlichen Token sind und damit nicht als Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II-Richtlinie gelten.
- Die Verordnung bezweckt [S. 3]:
  - Rechtssicherheit in den Märkten für Kryptowerte,
  - Förderung von Innovationen,
  - Stärkung des Verbraucher- und Anlegerschutzes,
  - Marktintegrität und
  - Wahrung der Finanzstabilität.

##### ► Emittenten von Kryptowährungen und Utility-Token

- Emittenten von Kryptowährungen und Utility-Token, die ihre Kryptowerte öffentlich anbieten oder sie zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte zulassen wollen, müssen [Art. 4 Abs. 1, Art. 6]
  - juristische Personen sein,
  - ein Whitepaper, das den Emittenten, sein Projekt und die mit dem Kryptowert verbundenen Rechte und Pflichten wahrheitsgetreu beschreibt, veröffentlichen und bei der zuständigen nationalen Behörde notifizieren,
  - sicherstellen, dass Marketing-Mitteilungen eindeutig als solche erkennbar, fair, eindeutig und nicht irreführend sind.
  - Verbraucherschutzpflichten einhalten, d.h. [Art. 13]
    - ehrlich, fair und professionell handeln,

- mit Inhabern der Kryptowerte in einer fairen, eindeutigen und nicht irreführenden Weise kommunizieren,
  - Interessenkonflikte verhindern, erkennen, handhaben und offenlegen,
  - die EU-Standards für ihre Systeme und für die Zugriffssicherheit befolgen, und
  - im besten Interesse der Inhaber der Kryptowerte handeln und sie gleichbehandeln.
- Mit Ausnahme der Rechtsform einer juristischen Person und der Verbraucherschutzpflichten gelten diese Anforderungen insbesondere nicht für Kryptowährungen und Utility-Token, die [Art. 4 Abs. 2]
    - als Gegenleistung für die Pflege der DLT oder die Validierung von Geschäften automatisch geschürft werden,
    - weniger als 150 juristischen oder natürlichen Personen angeboten werden,
    - nur qualifizierten Anlegern angeboten werden.
  - Nach Veröffentlichung des Whitepapers dürfen Emittenten ihre Kryptowerte in der gesamten EU anbieten ("EU-Pass") [Art. 10 Abs. 1].
  - Emittenten haften, wenn Whitepaper unvollständig, unfair, nicht eindeutig oder irreführend sind. Die Beweislast liegt bei den Inhabern der Kryptowerte. [Art. 14]
  - Die genannten Vorschriften gelten nicht für Kryptowährungen und Utility-Token, die bereits vor Inkrafttreten der Verordnung öffentlich angeboten oder zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte zugelassen wurden [Art. 123 Abs. 1].
- **Anbieter von Krypto-Dienstleistungen: Zulassung**
- Krypto-Dienstleistungen können zu allen Kryptowerten angeboten werden. Sie umfassen u.a. die Verwahrung von Kryptowerten, deren Umtausch in offizielle Währungen, den Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte und die Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte. [Art. 3 Abs. 9]
  - Anbieter von Krypto-Dienstleistungen müssen juristische Personen sein, die [Art. 53]
    - einen Sitz in einem Mitgliedsstaat der EU haben und
    - von der zuständigen nationalen Behörde ihres Herkunftsmitgliedstaates zugelassen werden.
  - Mit der nationalen Zulassung können die Dienstleistungen EU-weit erbracht werden („EU-Pass“) [Art. 53 Abs. 3].
  - Ein Anbieter aus einem Drittstaat benötigt keine Zulassung in der EU, sofern [Erwägungsgrund 51]
    - Nachfrager aus der EU dessen Dienste aus Eigeninitiative nutzen, und
    - der Anbieter seine Dienste nicht in der EU bewirbt.
  - Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) erstellt ein Register aller zugelassenen Anbieter von Krypto-Dienstleistungen [Art. 57].
  - Die Zulassungspflicht gilt nicht für Banken und Wertpapierfirmen [Art. 2 Abs. 5 und 6].
- **Anbieter von Krypto-Dienstleistungen: Anforderungen**
- Anbieter von Krypto-Dienstleistungen müssen ehrlich, fair und professionell sowie im besten Interesse der Kunden handeln. Sie müssen die Kunden vor den mit dem Erwerb von Kryptowerten verbundenen Risiken warnen und ihre Preispolitik öffentlich zugänglich machen. [Art. 59]
  - Sie müssen aufsichtsrechtliche Anforderungen erfüllen. Sie müssen [Art. 60]
    - Eigenmittel in Höhe von mindestens 50.000 Euro und mindestens 25% der jährlichen Gemeinkosten halten oder
    - eine Versicherung abschließen, die
      - bestimmte Risiken – z.B. Verlust von Unterlagen oder ihr Unvermögen, Interessenkonflikten adäquat zu begegnen – abdeckt und
      - in allen EU-Staaten, in denen die Dienstleistungen angeboten werden, gültig ist.
  - Sie müssen organisatorische Anforderungen einhalten. Sie müssen [Art. 61]
    - die erforderliche Zuverlässigkeit und fachliche Eignung der Mitglieder des Leitungsorgans und derjenigen, die mehr als 20% des Aktienkapitals oder der Stimmrechte halten, sicherstellen,
    - sicherstellen, dass die Fähigkeiten und Kenntnisse des Personals mit den ihnen übertragenen Aufgaben übereinstimmen,
    - über eine Strategie für die Fortführung des Geschäftsbetriebs und über interne Kontrollmechanismen und wirksame Verfahren zur Risikobewertung verfügen.
  - Sie müssen Strategien zur Vermeidung, Ermittlung, Regelung und Offenlegung von Interessenkonflikten zwischen ihnen, ihren Anteilseignern und Führungskräften sowie den Kunden entwickeln [Art. 65].
  - Sie tragen auch bei der Auslagerung von betrieblichen Aufgaben an Dritte gegenüber ihren Kunden die volle Verantwortung. Sie müssen in der Lage sein, die Qualität der erbrachten Dienstleistungen zu bewerten und die mit der Auslagerung verbundenen Risiken zu steuern. [Art. 66]
  - Anbieter von Krypto-Dienstleistungen, die Kryptowerte von Kunden oder die Mittel für den Zugang zu den Kryptowerten halten, müssen die sichere Verwahrung der Kryptowerten ihrer Kunden gewährleisten. Gelder der Kunden müssen auf einem separaten Bank- oder Zentralbankkonto verwahrt werden. [Art. 63]
- **Aufsicht**
- Für die Aufsicht über die Emittenten von Kryptowährungen und Utility-Token und die Anbieter von Krypto-Dienstleistungen sind die Behörden des Herkunftsmitgliedstaates zuständig. [Art. 7 Abs. 2 und Art. 54 Abs 1].
  - Für die Aufsicht über die Emittenten von Kryptowährungen und Utility-Token aus Drittstaaten ohne

Niederlassung in der EU ist die Behörde des Mitgliedstaates zuständig, in dem die Kryptowerte erstmalig angeboten oder auf einer Handelsplattform für Kryptowerte zugelassen wurden [Art. 3 Abs. 1 (22) (c)].

- Bei Meinungsunterschieden zwischen der Behörde des Herkunftsmitgliedstaats und der eines Mitgliedstaats, in dem ein Kryptowert oder eine Krypto-Dienstleistung ebenfalls angeboten wird, kann letztere eigene Maßnahmen ergreifen, um Verbraucher zu schützen. Auf Bitten einer der beteiligten Behörden kann die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) den Konflikt verbindlich schlichten und notfalls direkte Weisungen an die Emittenten der Kryptowerte oder die Anbieter von Krypto-Dienstleister richten. [Art. 89 Abs. 3 i.V.m. Art 10 der ESMA-Verordnung No 1095/2010].

### Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Nationale Regeln für Kryptowerte erschweren die grenzüberschreitende Erbringung von Krypto-Dienstleistungen und bergen Risiken für den Verbraucher- und Anlegerschutz, die Marktintegrität und den Wettbewerb.

### Politischer Kontext

Derzeit gibt es keinen EU-Rechtsrahmen für Kryptowerte. Es besteht Rechtsunsicherheit darüber, ob und inwieweit bestehende EU-Finanzmarktregeln auf Kryptowerte sowie deren Emittenten und Dienstleister Anwendung finden (siehe [cepInput](#)). Dies hemmt Innovationen und wirkt sich negativ auf den Verbraucher- und Anlegerschutz aus. Gleichzeitig haben eine Reihe von Mitgliedsstaaten wie Frankreich, Deutschland und Malta nationale Vorschriften für Kryptowerte eingeführt, was zu uneinheitlichen Vorgaben im Binnenmarkt führt.

### Stand der Gesetzgebung

24.09.2020 Annahme durch Kommission

Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Inkrafttreten

### Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung (federführend), Berichterstatter: Stephan Berger (EVP, D)
Bundesministerien:	Finanzen (federführend)
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Finanzen (federführend)
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

### Formalien

Kompetenznorm:	Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Einheitliche **EU-Vorschriften für Kryptowerte und Krypto-Dienstleistungen** sind sachgerecht. Sie **können grundsätzlich die Rechtssicherheit** für die Anleger, Emittenten und Anbieter **erhöhen**. Zwar gibt es bereits einige Mitgliedstaaten, die eigene Rechtsvorschriften eingeführt haben. Dennoch ist häufig unklar, ob und welche Rechtsvorschriften Anwendung finden. Auch sind die bestehenden Vorschriften regelmäßig nicht mit den innovativen Charakteristika der Kryptowerte vereinbar. Ferner können einheitliche EU-Vorschriften die Märkte für Kryptowerte fördern. Denn sie können als Gütesiegel wirken und dafür sorgen, dass auch Marktakteure, die dem Segment bisher skeptisch gegenüberstehen, das nötige Vertrauen gewinnen.

Einige Kryptowährungen werden nicht von zentralen Instanzen begeben, sondern von vielen Akteuren gemeinschaftlich „geschürft“. **Die vorgelegte Verordnung sorgt bei diesen Kryptowährungen ohne zentralen Emittenten nicht in ausreichendem Maße für Rechtssicherheit.** Einerseits sind Kryptowährungen, die bereits auf dem Markt sind, z.B Bitcoin, von den Vorgaben ausgenommen. Sie unterliegen damit keinen EU-weit einheitlichen Vorgaben. Andererseits müssen künftig begebene Kryptowährungen einen Emittenten in Form einer juristischen Person vorweisen. Dies ist für solche dezentral gestalteten Kryptowährungen jedoch nicht darstellbar. Ob künftig begebene Kryptowährungen damit faktisch in der EU verboten sind oder sie einfach von der Verordnung nicht, oder nur über die mit ihnen durchgeführten Krypto-Dienstleistungen, erfasst werden, ist damit ungeklärt.

Ferner führt die Ungleichbehandlung bestehender gegenüber künftigen Kryptowährungen und Utility-Token zu Lücken im Verbraucherschutz und zu Wettbewerbsverzerrungen.

Die Vorschriften zur Emission von Kryptowerten unterscheiden nicht zwischen Kryptowerten, die einen finanziellen Charakter haben und etwa als Zahlungs- oder Anlagemittel dienen, und Utility Token, die Rechte an der Nutzung eines Produkts oder einer Dienstleistung gewähren bzw. Gutscheinkarakter haben. **Bei Utility Token ist insbesondere die Pflicht zur Vorlage eines Whitepapers**, das an die Struktur eines Wertpapierprospektes angelehnt ist, **regelmäßig nicht passgenau und damit unverhältnismäßig**. Denn im Gegensatz zu Wertpapieren, die finanzielle Vermögenswerte darstellen, gewähren Utility-Token in der Regel nur Nutzungs- oder Zugangsrechte. Die Kommission sollte die Vorschriften daher enger an den Besonderheiten der verschiedenen Arten von Kryptowerten ausrichten und Utility Token von den Vorschriften ausnehmen. Utility Token sollten, sofern von ihnen Verbraucherschutzrelevante Risiken ausgehen, statt über das Finanzmarktrecht über Verbraucherschutzvorschriften reguliert werden.

Eine Klarstellung, welches Recht gelten soll, ist zudem für hybride Kryptowerte geboten, die Eigenschaften sowohl von Kryptowerten im Sinne der Verordnung als auch von Finanzinstrumenten im Sinne der MiFID-II-Richtlinie aufweisen. Andernfalls droht eine nicht zielgerichtete, unklare und möglicherweise doppelte Regulierung.

Dass Anbieter von Krypto-Dienstleistungen in der EU von nationalen Behörden zugelassen und beaufsichtigt werden, ist vertretbar, da ihre Größe und grenzüberschreitende Relevanz derzeit noch beschränkt ist. Die Gewährung eines EU-Passes für zugelassene Anbieter stärkt den Binnenmarkt und die Vorgabe, dass die Anbieter grundsätzlich einen Sitz in der EU haben müssen, ermöglicht überhaupt erst die Rechtsdurchsetzung.

Die komplette Befreiung von Banken und Wertpapierfirmen von den Zulassungsanforderungen ist zweischneidig. Banken und Wertpapierfirmen sind zwar bereits durch bestehendes EU-Recht stark reguliert. Sie verfügen jedoch nicht zwingend über Expertise bei der Erbringung von Krypto-Dienstleistungen. Auch sie sollten daher den Zulassungsanforderungen unterliegen. Dies gebietet auch die Wettbewerbsgleichheit mit anderen Anbietern von Krypto-Dienstleistungen.

Unternehmen, die sowohl Kryptowerte emittieren als auch Krypto-Dienstleistungen erbringen wollen, müssen mehrere Zulassungsverfahren durchlaufen. Dies führt zu hohen Kosten bei den Unternehmen und bei den Aufsichtsbehörden. Sie lassen sich durch kombinierte Zulassungsverfahren senken.

Ferner ist klarzustellen, worin sich die Emission eines Kryptowertes auf dem Wege eines öffentlichen Angebots gegenüber der Krypto-Dienstleistung des Tausches von Kryptowerten gegen offizielle Währungen als Krypto-Dienstleistung unterscheidet.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die Verordnung wird zu Recht auf die Binnenmarktkompetenz (Art. 114 AEUV) gestützt.

### Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

## Zusammenfassung der Bewertung

EU-Vorschriften für Kryptowerte und Krypto-Dienstleistungen können die Rechtssicherheit grundsätzlich erhöhen. Die Verordnung sorgt bei Kryptowährungen ohne zentralen Emittenten jedoch nicht in ausreichendem Maße für Rechtssicherheit. Bei Utility Token ist die Pflicht zur Vorlage eines Whitepapers regelmäßig nicht passgenau und damit unverhältnismäßig.