

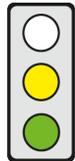
## TEIL I: STABLECOINS

cepAnalyse Nr. 1/2021

## KERNPUNKTE

**Ziel der Verordnung:** Die Kommission will einen Rechtsrahmen für bestimmte Kryptowerte und Stablecoins schaffen.

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



**Pro:** (1) Einheitliche EU-Vorschriften zur Begebung von Stablecoins erhöhen die Rechtssicherheit, begegnen den Auswirkungen und Risiken, die große Stablecoin-Projekte für Anleger, die Finanzmarktstabilität und die Währungsordnung darstellen können, und können die Märkte für Stablecoins fördern.

(2) Dass nicht-signifikante Stablecoins von nationalen Behörden und signifikante Stablecoins weitgehend von der EBA beaufsichtigt werden, ist angemessen.

**Contra:** (1) Die den Aufsichtsbehörden gewährte Möglichkeit, Zulassungsanträge für Stablecoins wegen „einer ernsthaften Bedrohung der Finanzstabilität, der geldpolitischen Transmission oder der Währungshoheit“ abzulehnen, gibt ihnen zu viel Spielraum, unerwünschte Stablecoin-Projekte zu blockieren.

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 (cepAnalyse folgt).
  - Stablecoins, die sich dadurch von Kryptowährungen unterscheiden, dass sie einen Emittenten haben und zur Wertstabilisierung häufig durch Vermögenswerte gedeckt sind. Beispiele sind Tether und Diem (ehemals: Libra) (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.
  - 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 vorliegenden 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. Sie unterliegen bisher nationalem Recht oder sind gänzlich unreguliert.
- Die Kommission will Rechtssicherheit in den Märkten für Kryptowerte schaffen, Innovationen fördern, für Verbraucher- und Anlegerschutz sowie Marktintegrität sorgen und die Finanzstabilität wahren [S. 3].

## ► Arten von Stablecoins

- Die Verordnung unterscheidet zwei Arten von Stablecoins [Art. 3 Abs. 1 Ziff. 3 und 4]:
  - Wert-referenzierte Token (asset-referenced tokens, ART), die gedeckt sind durch mehrere offizielle Währungen, durch Waren (etwa Gold oder Öl) oder durch einen oder mehrere Kryptowerte (etwa Bitcoin),
  - E-Geld Token (e-money tokens, EMT), die nur durch eine offizielle Währung (etwa Euro) gedeckt sind.
- Die Verordnung unterscheidet zwischen signifikanten und nicht-signifikanten ART und EMT. Signifikante ART und EMT überschreiten mindestens drei von sechs Schwellenwerten, etwa zur Marktkapitalisierung und zum Reservevermögen. Die Verordnung gibt für die Schwellenwerte allgemeine Untergrenzen vor. Die Kommission legt die Schwellenwerte mittels delegierter Rechtsakte konkret fest. [Art. 39 Abs. 1 und 6, Art. 50 Abs. 1]
- EMT sind auch „E-Geld“ im Sinne der E-Geld-Richtlinie [2009/110/EC]. Daher müssen ihre Emittenten neben den Vorgaben dieser Verordnung auch einige Vorgaben der E-Geld-Richtlinie einhalten. [Art. 43 Abs. 1 lit. c]

## ► Genehmigung der Begebung von Stablecoins und Pflicht zur Erstellung eines Whitepapers

- Nur juristische Personen mit Sitz in der EU dürfen ART in der EU begeben [Art. 15 Abs. 1].

- Nicht-Banken, die ein ART begeben wollen, benötigen dafür eine Genehmigung der zuständigen Behörde. Der Antrag muss insbesondere umfassen [Art. 15 Abs. 1 und 2; Art. 16; Art. 17]:
  - Angaben zum Geschäftsmodell und detaillierte Beschreibungen der internen Kontrollmechanismen sowie
  - ein „Whitepaper“, das u.a. die Merkmale, Funktionen und Risiken des Stablecoins, des Reservevermögens und der Rücktauschrechte beschreibt.
 Die Genehmigung kann verweigert werden, wenn das Geschäftsmodell des Emittenten eine ernsthafte Bedrohung für die Finanzstabilität, die geldpolitische Transmission oder die Währungshoheit darstellt [Art. 19 Abs. 2].
- Banken, die ein ART begeben wollen, benötigen hierfür keine Genehmigung. Sie müssen lediglich ein Whitepaper erstellen, das von der zuständigen Behörde genehmigt werden muss. [Art. 15 Abs. 4, Art. 17]
- EMT dürfen nur von Banken oder E-Geld-Instituten begeben werden [Art. 43 Abs. 1]. Für die Begebung eines EMT ist keine gesonderte Genehmigung notwendig. Emittenten müssen lediglich bei der zuständigen Behörde ein Whitepaper notifizieren, das nicht genehmigt werden muss. [Art. 15, 19 und 43]
- ART oder EMT dürfen in der gesamten EU begeben werden [Art. 15 Abs. 5; Art. 3 EMD].
- Beträgt der durchschnittliche Umlaufbetrag eines ART oder EMT über 12 Monate weniger als 5 Mio. Euro – bei EMT können die Mitgliedstaaten auch einen niedrigeren Schwellenwert festlegen – oder richtet sich der ART oder EMT ausschließlich an qualifizierte Anleger, müssen Emittenten von [Art. 15 Abs. 3, Art. 43 Abs. 2]
  - ART keine Genehmigung für dessen Begebung vorweisen,
  - EMT nicht als Banken oder E-Geld-Institute zugelassen sein.
 Die Emittenten müssen jedoch ein Whitepaper erstellen, dieses bei ihrer zuständigen Behörde notifizieren und die sonstigen Vorschriften der Verordnung befolgen [Art. 15 Abs. 3, Art. 43 Abs. 2].

#### ► Reservevermögen

- Emittenten von ART müssen zur Stabilisierung des ART-Wertes jederzeit ein Reservevermögen – u.a. Bargeld oder kurzfristige Staatsanleihen – halten und für eine "wirksame und umsichtige Verwaltung" sorgen. Jede Schaffung oder Vernichtung von ART muss mit einer entsprechenden Erhöhung oder Verminderung des Reservevermögens einhergehen. [Art. 32 Abs. 1 und 3]
- Sie müssen ihre Strategie zur Stabilisierung ihrer ART beschreiben und u.a. darüber aufklären, auf welche Vermögenswerte ihre ART referenzieren, wie sich das Reservevermögen zusammensetzt sowie darüber, welche Risiken – z.B. Kreditrisiken – mit der Zusammensetzung des Vermögens einhergehen [Art. 32 Abs. 4].
- Emittenten von ART und Emittenten signifikanter EMT müssen Strategien und Verfahren zur Verwahrung des Reservevermögens festlegen, um den Verlust von Aktiva des Reservevermögens zu verhindern und den Wert der ART bzw. EMT zu erhalten. So muss das Reservevermögen u.a. von den Vermögenswerten des Emittenten getrennt sein [Erwägungsgrund 38, Art. 33 Abs. 1, 3 und 4, Art. 52]; für Emittenten nicht signifikanter EMT gelten die weniger strengen Regeln der E-Geld-Richtlinie [Art. 7 EMD II].
- Emittenten von ART und Emittenten signifikanter EMT, die einen Teil des Reservevermögens anlegen, dürfen dies nur in hochliquide Finanzinstrumente tun. Sie erhalten alle Gewinne und tragen alle Verluste aus den Anlagen [Art. 34, Art. 52]. Emittenten von nicht-signifikanten EMT müssen entweder in sichere, liquide Vermögenswerte mit geringem Risiko investieren oder Gelder bei einer Bank hinterlegen [Art. 7 EMD II]. Jegliche Anlage eines EMT-Emittenten muss in Vermögenswerten erfolgen, die auf dieselbe Währung lauten, auf die der EMT referenziert [Art. 49].

#### ► Rechte der Inhaber von Stablecoins

- ART-Inhaber können von Emittenten den Rücktausch ihrer ART fordern, wenn deren Marktwert „signifikant“ vom Wert des Reservevermögens abweicht [Art. 35 Abs. 4]. Andernfalls ist es den Emittenten überlassen, einigen oder allen ART-Inhabern einen Rücktauschanspruch zu gewähren [Art. 35 Abs. 2 und 3]. Die Emittenten müssen im Voraus festlegen, wem und in welchem Umfang sie diese Ansprüche gewähren [Art. 35 Abs. 1 und 2]. Falls Emittenten ihre Geschäftstätigkeit einstellen, abgewickelt werden oder ihnen die Genehmigung entzogen wird, haben ART-Inhaber Anspruch auf die Erlöse aus dem Reservevermögen [Art. 35 Abs. 4].
- EMT-Inhaber können vom Emittenten immer und jederzeit den Rücktausch ihrer EMT zum Nennwert verlangen [Art. 44 Abs.2–5].

#### ► Pflichten der Emittenten von ART und EMT

- Die Emittenten von ART und EMT müssen Vorgaben für ihre Marketing-Mitteilungen erfüllen und ihre Whitepaper auf ihren Websites veröffentlichen [Art. 24, 25, 46 und 48].
- Sie müssen über eine Mindesthöhe an Eigenmitteln verfügen [Art. 31; Art. 4 und 5 EMD II].
- Sie dürfen den Inhabern ihrer Token keine Zinsen oder andere Vorteile gewähren, die mit der Länge des Zeitraums zusammenhängen, in dem sie die Token halten [Art. 36 und Art. 49].
- Die Emittenten von ART und signifikanten EMT müssen über einen Plan verfügen, der eine geordnete Abwicklung sicherstellt, ohne den Token-Inhabern oder der Stabilität der Märkte des Reservevermögens „ungebührlichen wirtschaftlichen Schaden“ zuzufügen [Art. 42 und Art. 52].

#### ► Pflichten der Emittenten von ART

- Die Emittenten von ART müssen „ehrlich, fair und professionell“ sowie im besten Interesse der Inhaber der ART

handeln [Art. 23].

- Sie müssen zumindest monatlich über die Anzahl der sich im Umlauf befindlichen ART, über den Wert und die Zusammensetzung des Reservevermögens sowie über alle Ereignisse informieren, die einen signifikanten Einfluss auf den Wert der ART oder des Reservevermögens haben können [Art. 26].
- Die Emittenten von ART müssen Strategien und Verfahren zur Vermeidung, Ermittlung, Regelung und Offenlegung von Interessenkonflikten entwickeln [Art. 28].
- Sie müssen zahlreiche Regelungen zur Unternehmensführung festlegen, z.B. müssen sie eine klare Organisationsstruktur haben, Verfahren für den Umgang mit dem Reservevermögen entwickeln und die "kontinuierliche und regelmäßige Erbringung ihrer Dienstleistungen" sicherstellen [Art. 30].

#### ► Signifikante Stablecoins

- Die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA) entscheidet, ob ein Stablecoin als signifikant einzustufen ist. Tut sie dies, übernimmt sie von der im übrigen zuständigen Behörde des Ansässigkeitsstaates bei ART die vollständige Genehmigungs- und Aufsichtsverantwortung und bei EMT eine teilweise Aufsichtsverantwortung. [Art. 39 Abs. 2–5, Art. 50 Abs. 2–5), Art. 98]
- Die EBA richtet für signifikante Stablecoins Aufsichtskollegien ein, in denen insbesondere die EU-Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA), die EZB, nationale Behörden, nationale Zentralbanken und ggfs. Behörden aus Drittstaaten vertreten sind. Sie geben u.a. unverbindliche Stellungnahmen zu den Aufsichtsentscheidungen der EBA ab. [Art. 99-102]
- Für Emittenten signifikanter Stablecoins gelten strengere Anforderungen an die Höhe der Eigenmittel, die Vergütungspolitik und das Liquiditätsmanagement [Art. 41 und Art. 52].

### 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

Kommission und Rat erklärten im Dezember 2019, dass „kein globales Stablecoin-Projekt seinen Betrieb in der EU aufnehmen sollte, bevor die rechtlichen, regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Herausforderungen und Risiken angemessen identifiziert und angegangen wurden.“ Im September 2020 wiederholten die Finanzminister Deutschlands, Frankreichs, Italiens, Spaniens und der Niederlande dies. Teilweise wird befürchtet, dass Stablecoins die Finanzmarktstabilität, die geldpolitische Transmission und die Währungsheheit beeinträchtigen könnten.

### Stand der Gesetzgebung

24.09.2020 Annahme durch Kommission

Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, 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 zur Begebung von Stablecoins** sind aus vier Gründen sachgerecht: Sie **erhöhen erstens die Rechtssicherheit** für die Anleger, die Emittenten von Stablecoins und die Anbieter von damit verbundenen Dienstleistungen. Derzeit ist häufig unklar, ob und welche Rechtsvorschriften auf Stablecoins anwendbar sind. Zudem sind die geltenden Gesetze häufig nicht mit dem innovativen Charakter von Stablecoins kompatibel. **Zweitens be- gegnen sie den Auswirkungen und Risiken, die große Stablecoin-Projekte für Anleger, die Finanzmarktstabilität und die Währungsordnung darstellen können.** Ein Beispiel: Erfolgreiche Stablecoin-Projekte könnten Anleger dazu

veranlassen, Bankeinlagen durch Stablecoins zu ersetzen. Dies könnte bei Banken zu Liquiditätsengpässen führen und ihre Kreditvergabefähigkeit einschränken. **Drittens können einheitliche EU-Vorschriften die Märkte für Stablecoins fördern**, da es derzeit bei den etablierten Marktakteuren häufig noch an Vertrauen mangelt. Adäquate Regeln für die Begebung und ein kohärenter Aufsichtsansatz können wie ein Gütesiegel wirken und das nötige Vertrauen schaffen. Viertens sind EU-Vorgaben sinnvoll, da Stablecoin-Projekte häufig in vielen Staaten gleichzeitig genutzt werden und sie grenzüberschreitende Auswirkungen haben können, etwa wenn sie auf mehrere Währungen referenzieren.

Nicht sachgerecht ist, dass Banken, die einen ART begeben wollen, hierfür keine explizite Genehmigung benötigen. Dies verschafft ihnen einen nicht sachgemäßen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Emittenten, u.a. anderen Finanzinstitutionen. Zwar sind Banken bereits stark reguliert. Es ist aber keineswegs gewiss, dass jede einzelne Bank das nötige Know-how besitzt, um mit den Risiken von ART angemessen umzugehen.

**Die den Aufsichtsbehörden gewährte Möglichkeit, ART-Zulassungsanträge von Nicht-Banken wegen „einer ernsthaften Bedrohung der Finanzstabilität, der geldpolitischen Transmission oder der Währungshoheit“ abzulehnen, ist zu vage. Sie gibt ihnen zu viel Spielraum, unerwünschte Stablecoin-Projekte zu blockieren**, was letztlich Innovationen verhindert. Zudem kann letztlich ausgeschlossen werden, dass ein ART-Projekt, das nicht als signifikant eingestuft wird – für dessen Genehmigung somit die nationale Behörde und nicht die EBA verantwortlich ist – eine ernsthafte Bedrohung darstellen könnte. Nur die EBA – in Zusammenarbeit mit der EZB oder den nationalen Zentralbanken der Nicht-Euro-Staaten – sollte befugt sein, eine Zulassung aus diesen Gründen zu verweigern und auch das nur für signifikante Stablecoins. Sinnvoll wären Leitlinien, die es den Aufsichtsbehörden erleichtern, die verschiedenen Kryptowerte, einschließlich der Stablecoins voneinander abzugrenzen. Nur so ist ein kohärenter Ansatz gewährleistet, der Forum-Shopping verhindert. Die Leitlinien sollten klarstellen, ab wann Stablecoins die nötige Stabilität aufweisen, um als Stablecoin und nicht als sonstiger Kryptowert eingestuft zu werden. Emittenten könnten sonst einfach behaupten, dass ihr Stablecoin „stabil“ sei, und die Rücknahme durch die Inhaber des Stablecoins einschränken. Unklarheit hierüber schwächt den Anlegerschutz.

Whitepaper sind zentral, um Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren abzubauen. Ähnlich wie bei Anlagen in Wertpapiere, bei denen Emittenten Prospekte veröffentlichen müssen, fördern Whitepaper die Markteffizienz und das Anlegervertrauen. Letzteres gilt auch für die verschiedenen Pflichten für ART-Emittenten, etwa zur Begegnung von Interessenkonflikten. Nicht nachvollziehbar ist jedoch, dass diese grundlegenden Anforderungen nicht oder nur eingeschränkt für EMT-Emittenten gelten. Hier besteht Anpassungsbedarf.

Beschränkungen bei Investitionen des Reservevermögens durch Stablecoin-Emittenten und Vorgaben zur sicheren Verwahrung von Vermögenswerten können die Stabilität von Stablecoins erhöhen. Ähnliche Vorgaben gelten auch für das Investmentfondsgeschäft. Dieses weist strukturelle Ähnlichkeiten mit Stablecoin-Projekten auf. Eine vergleichbare Behandlung ist daher sachgerecht.

**Dass nicht-signifikante Stablecoins von nationalen Behörden und signifikante Stablecoins weitgehend von der EBA beaufsichtigt werden, ist angemessen**, da kleinere Stablecoin-Projekte in der Regel weniger grenzüberschreitende Auswirkungen haben und die Gefahr für die Finanzmarktstabilität und die Geldpolitik geringer ausgeprägt ist.

Die Beaufsichtigung von signifikanten Stablecoins ist eine große Herausforderung. Einerseits haben die Aufsichtsbehörden sowohl in der EU als auch in Drittländern ein legitimes Interesse daran, im Interesse ihrer jeweiligen Jurisdiktion zu handeln. Aus diesem Grund werden sie sich das Recht vorbehalten, nach eigenem Ermessen aktiv zu werden. Andererseits sollten widersprüchliche Aufsichtsmaßnahmen durch verschiedene Aufsichtsbehörden vermieden werden. Hierfür ist eine globale Koordination der Aufsichtsmaßnahmen zwingend. Es ist daher sachgerecht, dass die Aufsichtskollegien der EBA auch die Aufsichtsbehörden aus Drittländern einschließen. Wenn die Drittländer analog verfahren, ist dies ein wichtiger Schritt zu einem konsistenten, globalen Aufsichtsansatz.

## 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

Einheitliche EU-Vorschriften zur Begebung von Stablecoins erhöhen die Rechtssicherheit, begegnen den Auswirkungen und Risiken, die große Stablecoin-Projekte für Anleger, die Finanzmarktstabilität und die Währungsordnung darstellen können, und können die Märkte für Stablecoins fördern. Die den Aufsichtsbehörden gewährte Möglichkeit, ART-Zulassungsanträge wegen „einer ernsthaften Bedrohung der Finanzstabilität, der geldpolitischen Transmission oder der Währungshoheit“ abzulehnen, gibt ihnen zu viel Spielraum, unerwünschte Stablecoin-Projekte zu blockieren. Dass nicht-signifikante Stablecoins von nationalen Behörden und signifikante Stablecoins weitgehend von der EBA beaufsichtigt werden, ist angemessen.