



Finanzinstrumente im Digitalzeitalter

Bankrechtstag 2024, 28. Juni 2024, Frankfurt/M.

Prof. Dr. Dimitrios Linardatos

Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Recht der Digitalisierung und
Wirtschaftsrecht

I. Unionsrechtlicher Rahmen

1. Grundlagen
2. Anwendungsalternativität zwischen MiCAR und MiFID II
 - a) E-Geld-Token, ART und Schlussfolgerungen
 - b) Utility-Token, NFT und Schlussfolgerungen

II. Nationaler Ergänzungsbereich

1. Von Kryptowerten zu kryptographischen Instrumenten
2. Bedeutung des kryptographischen Instruments?
 - a) Kryptowertpapiere
 - b) NFT
 - c) Komplementärwährungen und *private keys*
 - d) Vermögensanlagen

III. Kritik und Fazit

- **Finanzinstrumente: Produktkatalog des Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 iVm Anhang I Abschnitt C**
 - seit 23.3.2023: auch DLT-basierte Finanzinstrumente erfasst
- **Art. 2 Abs. 4 lit. a MiCAR: Kryptowerte, die Finanzinstrumente sind, werden ausschließlich von der MiFID II geregelt**
 - Kryptowert iSd Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MiCAR:
„eine digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts, der bzw. das unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden kann“
 - Spezialitätsabstufung der MiCAR: E-Geld-Token (Art. 3 Abs. 1 Nr. 7), vermögenswertereferenzierte Token (Art. 3 Abs. 1 Nr. 6), Utility Token (Art. 3 Abs. 1 Nr. 9) und „andere Token“

Abgrenzungsbeispiele

E-Geld-Token und „ART“



CryptoFranc (XCHF)



CHF

= E-Geld-Token



CHF



\$



= vermögenswertereferenzierte
Token / „ART“
(off chain-Wertrelation)

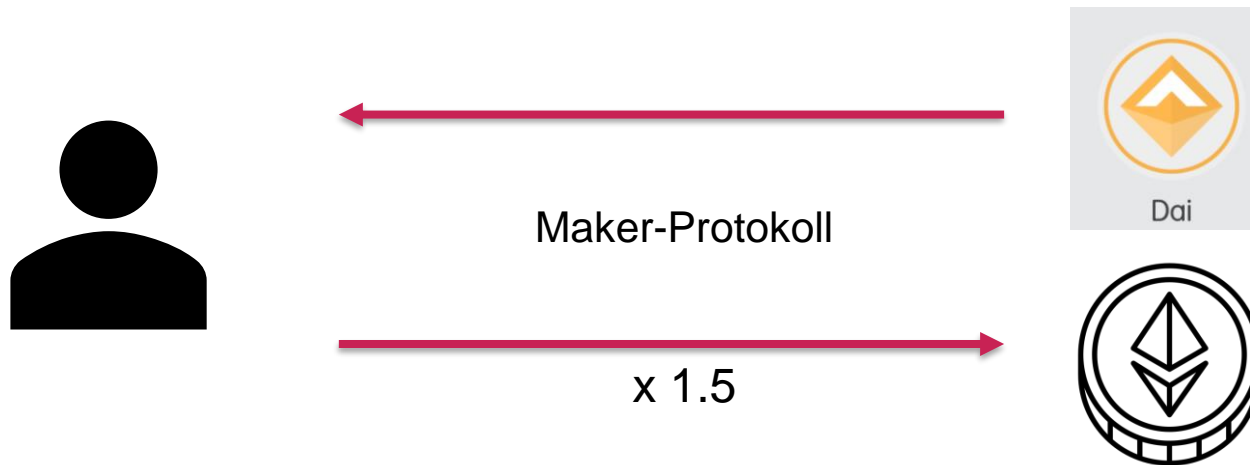
Abgrenzungsbeispiele

„ART“ und Derivate

- **Derivate dienen dem Transfer von Risiken**
 - keine Zahlungs- und Wertspeicherfunktion
- **Derivate weisen potenziell unbegrenztes Verlustrisiko auf**
- **Anlagezweck setzt bei Derivaten oftmals gerade eine Volatilität voraus**

Abgrenzungsbeispiele

Liquiditäts-Token



= vermögenswertereferenzierte
Token / „ART“
(on chain-Wertrelation)

E-Geld-Token und „ART“

Kernelemente

- **Wertstabilität durch Bezugnahme**
 - Wertspeicherfunktion
 - Zahlungsfunktion
- **Wertspeicher- und Zahlungsfunktion *kumulativ* erfüllt: MiCAR**
- **keine Wertschwankung durch informationsbasierte Nachfrage**
 - ↔ „on chain“-Wertrelation wie bei DAI

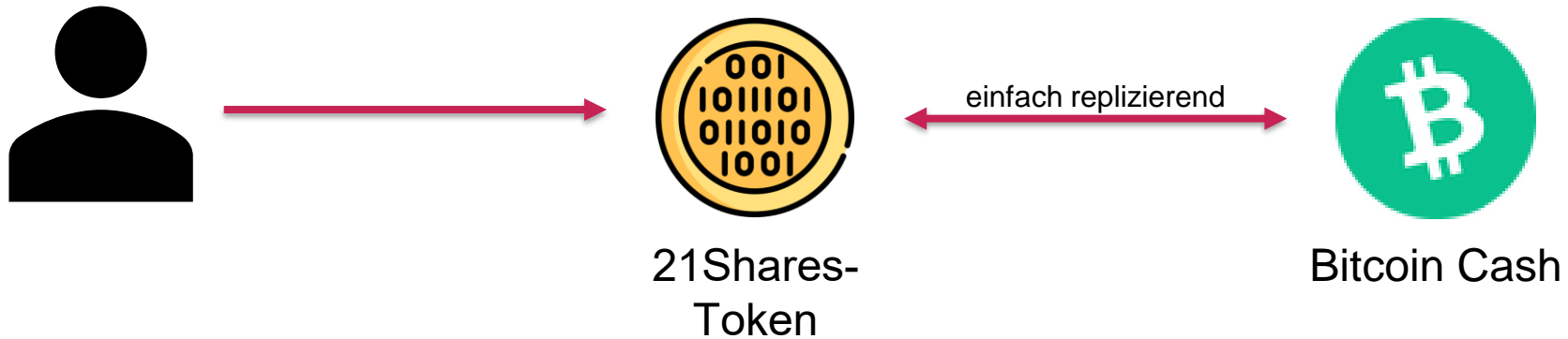
Abgrenzungsbeispiele

Token mit „on chain“-Wertrelation zu...

- **...Derivaten:**
 - beschränktes Einlöserecht vs. Vorlagerecht von jedem Inhaber
 - Token selbst verkörpert keine Ertragschancen
- **...Geldmarktinstrumenten**
 - keine Kurzfristigkeit
 - keine Marktgepflogenheit

Abgrenzungsbeispiele

„Physisch“ replizierte Kryptowährung



Abgrenzungsbeispiele

„Physisch“ replizierte Kryptowährung

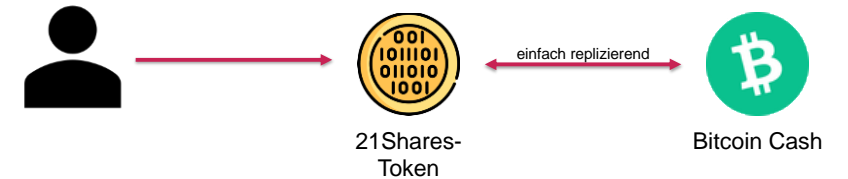
▪ **Schrifttum: Finanzinstrument (+)**

- Informationsasymmetrien
- Prinzipal-Agenten-Problematik
- Risiko des Emittentenausfalls

▪ **Kritik: alle Risikoaspekte werden auch von der MiCAR adressiert**

- Zulassungsvorbehalt (zB Art. 5, 16 MiCAR)
- Informations- und Transparenzpflichten (zB Art. 6, 14, 28, 30 MiCAR)
- Eigenmittelanforderungen (zB Art. 35 MiCAR)

⇒ Anwendbarkeit der MiCAR



Abgrenzungsbeispiele

„Physisch“ replizierte Kryptowährung

▪ kein „ART“

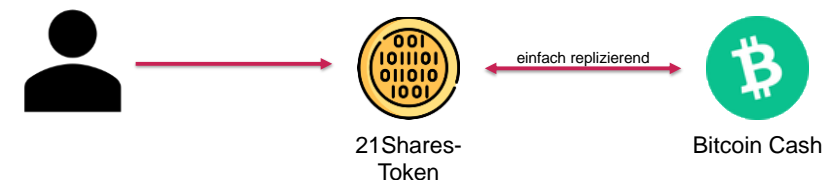
- Arg.: hohe Volatilität der Kryptowährungen
 - ART hingegen schalten Volatilität aus

▪ „anderer Kryptowert“ iSd MiCAR?

- hM: Derivat, wenn Underlying eine Kryptowährung ist
- Aber: kapitalmarktrechtliche Vorschriften sind handelsplatzspezifisch anzuwenden
 - Richtig daher ErwGr 97 MiCAR → Art. 2 Abs. 1 MAR (= marktbezogene Abgrenzung)

▪ OTC-Krypto-Derivate = Kryptowerte iSd MiCAR

- keine Hebelwirkung
- Informationsasymmetrien bzgl. des referenzierenden Token adressiert spezifisch die MiCAR



Abgrenzungsbeispiele

Utility-Token iSd Art. 3 Abs. 1 Nr. 9 MiCAR

▪ Digitale Gutscheine

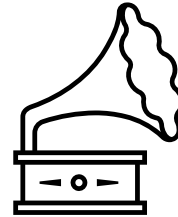
- verkörpern Konsuminteresse
- weisen Spekulationscharakter auf
 - zB Versprechen eines liquiden Sekundärmarktes
- Informationsbedürfnis ist produktbezogen

▪ **MiCAR anwendbar auf Utility-Token, die mit einem Versprechen auf die Zukunft versehen sind = Finanzierungsfaktor**

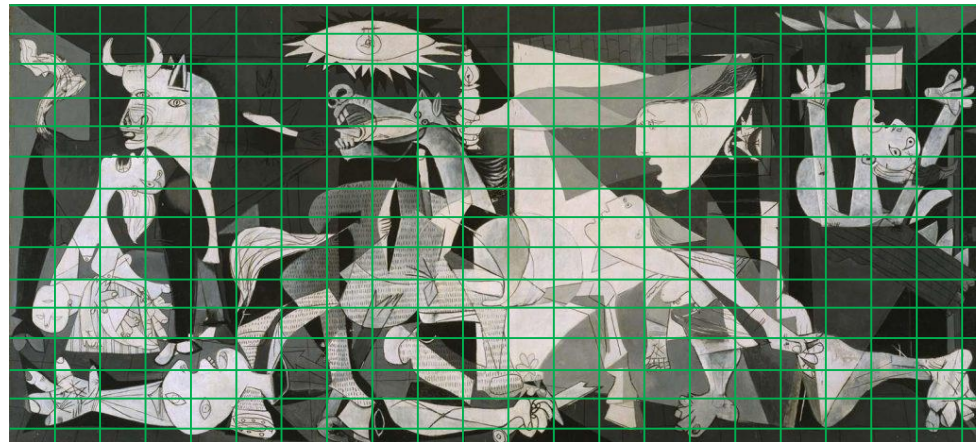
- Umkehrschluss aus Art. 4 Abs. 3 lit. c MiCAR
 - keine Anwendung der MiCAR bei reinem Konsuminteresse
 - etwaige Werbung mit Sekundärmarkt insoweit unbeachtlich
 - Abkehr von früher hM (Finanzierungselement = Finanzinstrument)

Abgrenzungsbeispiele

NFT

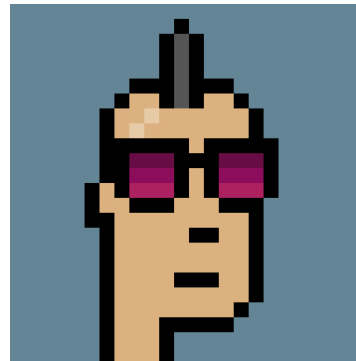


- keine massenhafte Emission
 - keine relevante Kapitalsammelfunktion nach standardisierten Merkmalen
- ⇒ „einmalig“ und nicht „fungibel“

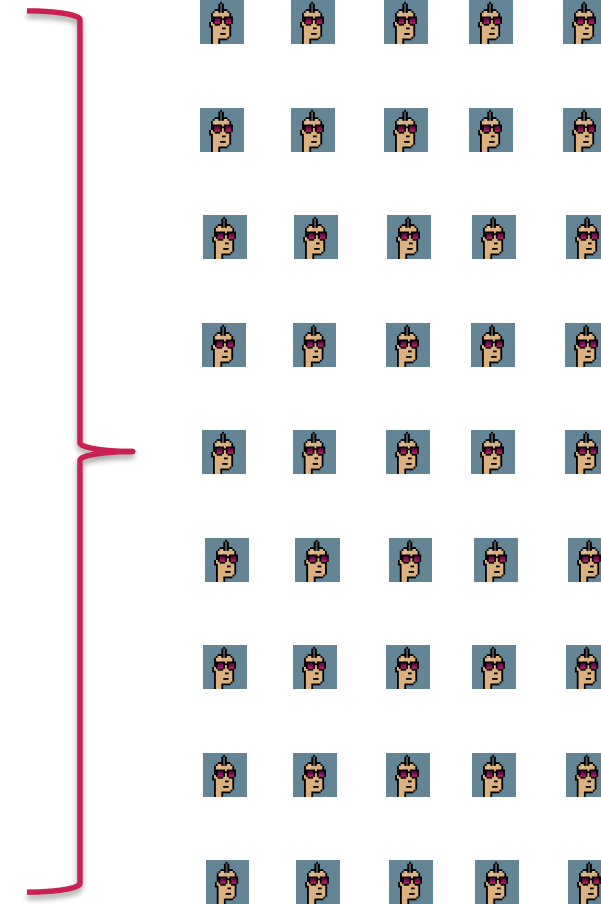


Abgrenzungsbeispiele

NFT



Crypto-Punk
NFT



Abgrenzungsbeispiele

NFT

- **Es fehlt eine finanzmarkttypische Gefährdungslage**
 - Informationsasymmetrien sind produktbezogen
 - Absatzrisiko ist produktspezifisch
- **(P) Bruchstücke: massenhaft emittiert und handelbar**
 - Grundsatz: Anwendbarkeit der MiCAR
 - keine vertraglich konzipierten Rechte und Pflichten zwecks Absicherung einer Risikoposition oder Spekulation
 - OTC-Handel / privatwirtschaftlich organisierter Handel

Nationales Recht

Durchsetzungs- und Ergänzungsbereich

- **Kryptographisches Instrument gemäß § 1 Abs. 1a S. 3, 4 KWG nF**
 - Definition \triangleq Kryptowert iSd § 1 Abs. 11 KWG aF
 - Geldwäscherechtlicher Regulierungsanlass
 - Ausgeklammert sind
 - Finanzinstrumente iSd MiFID II
 - E-Geld und monetäre Werte iSd ZAG
 - Kryptowerte iSd MiCAR
 - Wertpapiere iSd Depotrechts
 - Unionsrechtlich nicht vorgegebener Auffangtatbestand
 - Bezugspunkt für Finanzdienstleistungen
 - qualifiziertes (sic!) Kryptoverwahrgeschäft gemäß § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG nF

Kryptographisches Instrument

Bedeutungsgehalt

- **Security-Token (–)**
 - Verkörpern Vermögens- und Mitbestimmungsrechte = Finanzinstrument
- **Kryptowertpapiere iSd § 4 Abs. 3 eWpG (–)**
 - Qualifizieren als Finanzinstrumente = Depotgeschäft
 - früher: Kryptoverwahrgeschäft trat hinter Depotgeschäft zurück
 - § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG = Erlaubnistatbestand für Verwahrung und Verwaltung der kryptographischen Schlüssel?
 - Kritik: mit Primat des Depotgeschäfts und Art. 60 MiCAR unvereinbar
 - hL: Security-Token erfasst, die nicht als Kryptowertpapiere emittiert sind
 - Betrifft insbes. ausländische Security-Token
 - Kritik: Unvereinbar mit Euro-Pass-Mechanismus

Kryptographisches Instrument

Bedeutungsgehalt

- **NFT oder kryptographische Schlüssel zu NFT (–)**
 - kein Ergänzungsrecht des nationalen Gesetzgebers
 - kein relevanter Anwendungsfall denkbar
 - Arg.: § 1 Abs. 1a S. 3 KWG setzt Tauschmittel mit „Anlagefunktion“ voraus
 - die kryptographischen Schlüssel der NFT werden von der MiCAR ausgeschlossen (Art. 2 Abs. 3 MiCAR) = Einordnung des nationalen Gesetzgebers geht über Unionsrecht hinaus
 - geldwäscherechtliche Rechtfertigung der finanzmarktrechtlichen Regulierung fraglich

- **kryptographische Schlüssel Komplementärwährungen (–)**
 - kryptographische Schlüssel sind von der MiCAR bereits erfasst (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 iVm Abs. 1 Nr. 16 lit. a, 17 MiCAR)

- **Vermögensanlagen** (teils „Investment-Token“)
 - Tradierte Vermögensanlagen = Finanzinstrumente iSd KWG
 - Tokenisierte Vermögensanlage = Kryptowerte iSd MiCAR
 - Token-Derivat auf tokenisierte Vermögensanlage + kryptographische Schlüssel
 - OTC-Handel / privatwirtschaftlicher Handel: MiCAR („anderer Kryptowert“)
 - Geregelt Märkte: MAR + Depotgeschäft

- **Disharmonisches Regelungsregime ohne Proportionalität**
- **Systematisierung kaum möglich**
 - stattdessen: Prozess freier Abwägung
 - Hermeneutischer Blick zwischen MiCAR, MiFID II usw. erforderlich
- **Abgrenzungskriterien**
 - Wertspeicher- und Zahlungsfunktion
 - Konsuminteresse vs Investitions- oder Finanzierungselement
 - Kapitalsammelfunktion nach standardisierten Merkmalen
 - Beschränktes Einlöserecht
 - Austauschbarkeit durch Standardisierung
 - Marktbezogene Kategorisierung

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Prof. Dr. Dimitrios Linardatos
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Recht der
Digitalisierung und Wirtschaftsrecht
Universität des Saarlandes
Campus – Geb. B 4.1 (Raum 255)
D-66123 Saarbrücken
dimitrios.linardatos@uni-saarland.de

