

Leitlinien

zu den Bedingungen und Kriterien für die Einstufung von Kryptowerten als
Finanzinstrumente

Inhaltsverzeichnis

1	Anwendungsbereich.....	3
2	Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen	4
2.1	Rechtsrahmen.....	4
2.2	Abkürzungen	4
2.3	Begriffsbestimmungen	5
3	Zweck	5
4	Einhaltung der Leitlinien und Meldepflichten.....	6
4.1	Status dieser Leitlinien	6
4.2	Meldepflichten	6
5	Leitlinien über die Einstufung von Kryptowerten als Finanzinstrumente	6
5.1	Einstufung von Kryptowerten als übertragbare Wertpapiere	7
5.2	Einstufung als andere Arten von Finanzinstrumenten	12
5.3	Hintergrund zum Begriff „Kryptowerte“	20

1 Anwendungsbereich

Wer?

1. Diese Leitlinien finden Anwendung auf zuständige Behörden und Finanzmarktteilnehmer, einschließlich Emittenten im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 10 MiCA, Anbieter im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 13 MiCA, Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 15 MiCA, Anleger und alle Personen, die Tätigkeiten im Zusammenhang mit Kryptowerten ausüben.

Was?

2. Diese Leitlinien gelten in Bezug auf Artikel 2 Absatz 5 der MiCA.

Wann?

3. Die Anwendbarkeit dieser Leitlinien beginnt 60 Kalendertage, nachdem diese auf der ESMA-Website in allen EU-Amtssprachen veröffentlicht wurden.

2 Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen

2.1 Rechtsrahmen

AIFM-Richtlinie	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 ¹ .
DLT-Verordnung	Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen ² .
ESMA-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission ³ .
MiCA	Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte ⁴ .
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) ⁵ .
GMF-VO	Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds ⁶ .
OGAW-Richtlinie	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) ⁷ .

2.2 Abkürzungen

AIF	Alternativer Investmentfonds
ART	Vermögenswertereferenzierter Token
CASP	Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen
DLT	Distributed-Ledger-Technologie
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EMT	E-Geld-Token

¹ ABI. L 174 vom 1.7.2011, S. 1.

² ABI. L 151 vom 2.6.2022, S. 1.

³ ABI. L 331 vom 15.12.2010, S. 84.

⁴ ABI. L 150 vom 9.6.2023, S. 40.

⁵ ABI. L 173 vom 12.6.2014, S. 349.

⁶ ABI. L 169 vom 30.6.2017, S. 8.

⁷ ABI. L 302 vom 17.11.2009, S. 32.

ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESAs	Europäische Aufsichtsbehörden
F-NFT	Fraktionierte NFT
ITS	Technische Durchführungsstandards
NCA	Zuständige nationale Behörde
NFT	Non-Fungible-Token
RTS	Technische Regulierungsstandards

2.3 Begriffsbestimmungen

DLT	Distributed-Ledger-Technologie im Sinne von Artikel 3 Absatz 1 Nummer 1 der MiCA.
NFT	Non-Fungible-Token sind einmalige und nicht mit anderen Kryptowerten fungible Kryptowerte im Sinne von Artikel 2 Absatz 3 der MiCA.
Hybride Token	Als hybride Token werden Kryptowerte bezeichnet, die Elemente verschiedener Klassifikationen umfassen und eine in der Regel mit verschiedenen Arten von Kryptowerten verbundene Merkmalszusammensetzung aufweisen.

3 Zweck

4. Diese Leitlinien werden gemäß Artikel 16 Absatz 1 der ESMA-Verordnung und Artikel 2 Absatz 5 der MiCA herausgegeben. Die Leitlinien bezwecken die Festlegung der Bedingungen und Kriterien, nach denen zu bestimmen ist, ob ein Kryptowert als Finanzinstrument einzustufen ist, und stellen somit eine gemeinsame, einheitliche und kohärente Anwendung der Bestimmung in Artikel 2 Absatz 4 Buchstabe a der MiCA sicher. Des Weiteren bieten diese Leitlinien Erläuterungen zu bestimmten Merkmalen von Utility Token, NFT und hybriden Token.
5. Zur Veranschaulichung enthalten diese Leitlinien auch Beispiele. Diese Beispiele sollen der Klarstellung dienen und sowohl den zuständigen nationalen Behörden als auch den Finanzmarktteilnehmern Hilfe bei der von ihnen vorzunehmenden Beurteilung bieten, jedoch nicht eine umfassende Beurteilung, ob ein Kryptowert als Finanzinstrument einzustufen ist, ersetzen; insoweit sind die Beispiele nicht als abschließende Einstufung zu verstehen und die erforderliche Einzelfallprüfung wird durch die Beispiele weder ersetzt noch berührt.

4 Einhaltung der Leitlinien und Meldepflichten

4.1 Status dieser Leitlinien

6. Die zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmer müssen gemäß Artikel 16 Absatz 3 der ESMA-Verordnung alle erforderlichen Anstrengungen unternehmen, um diesen Leitlinien nachzukommen.
7. Die hiervon betroffenen zuständigen nationalen Behörden sollten diesen Leitlinien nachkommen, indem sie sie ggf. in ihre nationale Verwaltungspraxis und/oder ihren nationalen Aufsichtsrahmen übernehmen; dies gilt auch für einzelne Leitlinien, die sich in erster Linie an die Finanzmarktteilnehmer richten. In diesem Fall sollten die zuständigen Behörden durch ihre Aufsicht dafür Sorge tragen, dass die Finanzmarktteilnehmer diesen Leitlinien nachkommen.

4.2 Meldeanforderungen

8. Innerhalb von zwei Monaten ab dem Datum, an dem die Leitlinien in allen EU-Amtssprachen auf der Website der ESMA veröffentlicht worden sind, müssen die diesen Leitlinien unterliegenden zuständigen nationalen Behörden der ESMA melden, ob sie den Leitlinien (i) nachkommen, (ii) nicht nachkommen, jedoch nachzukommen beabsichtigen, oder (iii) nicht nachkommen und nicht nachzukommen beabsichtigen.
9. Zuständige nationale Behörden, die diesen Leitlinien nicht nachkommen, müssen der ESMA zudem innerhalb von zwei Monaten ab dem Datum, an dem die Leitlinien in allen EU-Amtssprachen auf der Website der ESMA veröffentlicht worden sind, die Gründe für die Nichteinhaltung der Leitlinien melden.
10. Für Finanzmarktteilnehmer besteht keine Pflicht zur Mitteilung, ob sie diesen Leitlinien nachkommen.

5 Leitlinien über die Einstufung von Kryptowerten als Finanzinstrumente

Allgemeines – Leitlinie 1

11. Für die von den zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmern vorzunehmende Beurteilung, ob ein Kryptowert als Finanzinstrument einzustufen ist, ist das technische Format von Kryptowerten nicht als entscheidender Faktor anzusehen. Folglich

sollte für die Einstufung derartiger Vermögenswerte das Verfahren der Tokenisierung von Finanzinstrumenten⁸ nicht von Belang sein.

12. Tokenisierte Finanzinstrumente sollten weiterhin für alle Regulierungszwecke als Finanzinstrumente angesehen werden. Die zuständigen nationalen Behörden sollten dem in der MiCA genannten Grundsatz der Technologieneutralität folgen, um sicherzustellen, dass gleichartige Geschäfte und Vermögenswerte – unabhängig von ihrer Form – denselben Regeln unterliegen⁹.

5.1 Einstufung von Kryptowerten als übertragbare Wertpapiere

Einstufung als übertragbare Wertpapiere – Leitlinie 2

13. Die zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmer sollten Kryptowerte als übertragbare Wertpapiere einstufen, sofern sie ihren Inhabern Rechte verleihen, die denen gleichwertig sind, die durch Aktien, Anleihen, andere Formen von Fremdkapitalinstrumenten oder sonstige übertragbare Wertpapiere, die in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 der MiFID II¹⁰ aufgeführt sind, verliehen werden.
14. Ein Kryptowert sollte als Finanzinstrument eingestuft werden, sofern er unter den in der MiFID II vorgesehenen Begriff des übertragbaren Wertpapiers¹¹ fällt. Nach dem Grundsatz der Technologieneutralität sollten Kryptowerte in solchen Fällen genau denselben Regeln unterliegen wie traditionelle Finanzinstrumente. Für die Bestimmung, ob ein Kryptowert als Finanzinstrument einzustufen ist, sollte dem Grundsatz gefolgt werden, dass der Inhalt Vorrang vor der Form hat.
15. Die zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmer sollten deshalb feststellen, dass ein Kryptowert als übertragbares Wertpapier einzustufen ist, wenn er alle drei der folgenden Kriterien erfüllt: (i) er ist kein Zahlungsinstrument; (ii) es handelt sich um „Klassen von Wertpapieren“; und (iii) er kann auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden.

⁸ Die Tokenisierung ließe sich beschreiben als „die digitale Darstellung von Finanzinstrumenten auf Distributed Ledgern oder die Emission traditioneller Anlageklassen in tokenisierter Form, damit sie über einen Distributed Ledger emittiert, gespeichert und übertragen werden können“; vgl. Erwägungsgrund 3 der DLT-Verordnung; vgl. auch „Finanzinstrument [bezeichnet] die in Anhang I Abschnitt C genannten Instrumente, einschließlich mittels Distributed-Ledger-Technologie emittierter Instrumente“, Artikel 4 Absatz 1 Nummer 15 der MiFID II.

⁹ Erwägungsgrund 9 der MiCA.

¹⁰ In Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 der MiFID II sind übertragbare Wertpapiere definiert als „die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten“, wobei der Begriff Anteile an Gesellschaften, Schuldverschreibungen und verbriefte Schuldtitel sowie „alle sonstigen Wertpapiere“ umfasst, die: (i) zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen; oder (ii) „zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird“. Darunter können Optionen, Optionsscheine und strukturierte Schuldverschreibungen fallen, sofern der Zins an ein Derivat geknüpft ist (z. B. einen ausgewählten Aktienindex, einen Zinssatz, ein anderes Derivat oder eine Kombination von Derivaten).

¹¹ Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 der MiFID II.

i. Ausschluss von Zahlungsinstrumenten

16. Die zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmer sollten beachten, dass ein Kryptowert, der unter die Definition eines Zahlungsinstruments fällt, nicht als übertragbares Wertpapier eingestuft werden sollte.¹²
17. Die MiFID II enthält keine solche Definition des Begriffs „Zahlungsinstrumente“. Ein Kryptowert, der so eingestuft würde, sollte als ein als Tauschmittel verwendeter Kryptowert angesehen werden.¹³ Sollte ein Kryptowert mehrere Komponenten aufweisen, darunter auch die eines Zahlungsinstruments, so sollten die zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmer im Wege einer Einzelfallprüfung die bestgeeignete Einstufung des betreffenden Kryptowerts vornehmen.

ii. Klassen von Wertpapieren

18. Für die Feststellung, ob Kryptowerte eine „Klasse“ bilden, sollten die zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmer auf folgende Indikatoren achten: (i) die Kryptowerte wurden vom selben Emittenten emittiert und (ii) die Kryptowerte sind austauschbar¹⁴, d. h. sie gewähren dieselben Rechte (z. B. Dividendenrechte, Stimmrechte für Abstimmungsverfahren des Emittenten, Recht auf einen Anteil am Gesellschaftsvermögen oder Rechte auf Liquidationserlöse). Sollten alle Kryptowerte derselben Emission dieselben Rechte und Pflichten darstellen oder gewähren und somit austauschbar sein oder sollte die Emission aus klar erkennbaren verschiedenen Klassen von Kryptowerten bestehen¹⁵, so sollte das Kriterium „Klasse“ als erfüllt angesehen werden. Die zuständigen nationalen Behörden und Finanzmarktteilnehmer sollten auch beachten, dass der Umstand, dass dieselbe Emission mehrere Klassen von Kryptowerten beinhaltet, nicht per se deren Einstufung als Teil einer Wertpapierklasse berührt, sofern die Rechte und Merkmale für jede Klasse klar festgelegt und unterscheidbar sind, so wie es auch bei traditionellen Wertpapieremissionen üblich ist.
19. Ein Beispiel für einen Token, der einer Klasse angehört, wäre die Situation, dass es sich um austauschbare Token handelt, die den Inhabern gleichwertige Stimmrechte und Dividendenansprüche gewähren. Die Austauschbarkeit impliziert, dass die mit jedem der Token verbundenen Rechte und Pflichten für alle Inhaber dieselben sind. In solchen Fällen

¹² Näheres zum Begriff des Zahlungsinstruments, vgl. die Leitlinien der EBA vom 24. Februar 2022 über die Ausnahme für begrenzte Netze gemäß der PSD2, EBA/GL/2022/02. Dazu ist anzumerken, dass die MiFID II keine solche Begriffsbestimmung enthält, dass jedoch nationale zuständige Behörden, die eine nationale Definition des Begriffs „Zahlungsinstrument“ haben, die Begriffsbestimmung in Artikel 4 Nummer 14 der Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt in ihr nationales Recht umgesetzt haben; vgl. ESMA Advice Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs (Stellungnahme der ESMA, rechtliche Einstufung von Kryptowerten – Umfrage unter nationalen zuständigen Behörden), S. 11.

¹³ Dieser Begriff umfasst in der Regel liquide Zahlungsmethoden wie Schecks, Wechsel wie auch unbare Zahlungsmittel wie Karten, Banküberweisungen, Lastschriften und E-Geld.

¹⁴ Hier geht es darum, Kryptowerte auszuschließen, die einmalig sind oder die auf einen bestimmten Anleger zugeschnitten sind (z. B. NFT).

¹⁵ Wobei für jede Klasse Austauschbarkeit gegeben ist.

können die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer feststellen, dass diese Token die Kriterien für die Anforderung, Teil einer Klasse zu sein, erfüllen.

20. Nach der Prüfung, ob der Kryptowert Teil einer Klasse ist, sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer prüfen, ob er Teil einer Wertpapierklasse ist. Dabei sollten sie berücksichtigen, dass die in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 Buchstaben a bis c der MiFID II aufgeführten Wertpapierklassen Beispiele für Wertpapiere sind, die unter die Definition des Begriffs „übertragbare Wertpapiere“ fallen. Für die Bestimmung, ob ein Kryptowert Rechte in Bezug auf Wertpapiere verleiht, sollten die zuständigen nationalen Behörden prüfen, ob die durch die Kryptowerte gewährten Rechte denjenigen gleichwertig sind, die in der Regel durch eine bestimmte Art von übertragbarem Wertpapier gewährt werden.
21. Zur Veranschaulichung: Kryptowerte, die eine Inhaberschaft am Gesellschaftskapital darstellen und ihren Inhabern Rechte verleihen, die den Rechten gleichwertig sind, die durch Aktien verliehen werden (z. B. Geschäftsanteil an einer Gesellschaft, Stimmrecht für bestimmte Gesellschaftsbeschlüsse, Dividendenrechte, Rechte auf Erlöse aus der Liquidation der Gesellschaft), sollten als aktienspezifische Merkmale aufweisende Wertpapiere eingestuft werden.¹⁶
22. Außerdem ist zu prüfen, ob es sich um Kryptowerte handelt, die Stimmrechte wie die in der Regel mit Aktien verbundenen gewähren (beispielsweise Stimmrechte für die Abstimmung in einer Gesellschafterversammlung); davon zu unterscheiden sind solche, die Kontrollrechte gewähren, die eher technische und/oder operative Entscheidungen betreffen und den Inhabern keinerlei Einfluss auf die die Unternehmensführung betreffenden Angelegenheiten einräumen. So sind zum Beispiel Kryptowerte, die Stimmrechte für die Abstimmung in einer Gesellschafterversammlung gewähren und dadurch den Inhabern dieser Stimmrechte die Teilnahme an der Beschlussfassung über die Unternehmensführung gestatten (z. B. die Wahl von Verwaltungsratsmitgliedern, die Genehmigung von Unternehmenszusammenschlüssen und Übernahmen), als solche Stimmrechte anzusehen, die den durch Aktien gewährten Stimmrechten gleichwertig sind. Wenn dagegen Kryptowerte lediglich Kontrollrechte in Bezug auf technische Angelegenheiten und/oder operative Änderungen wie Protokoll-Upgrades und Gebührenerhöhungen gewähren, ohne den Inhabern Einfluss auf die die Unternehmensführung betreffenden Beschlüsse einzuräumen, so sind diese Rechte wohl nicht den durch Aktien verliehenen gleichwertig; deshalb sollten derartige Kryptowerte von Wertpapieren, die traditionelle Aktionärsrechte gewähren, unterschieden werden.
23. Ein Beispiel hierfür sind Kryptowerte, die als Utility-Token für ein bestimmtes Ökosystem ausgestaltet sind, etwa Token für den Zugriff auf Dienste, die den Inhabern Zugang zu

¹⁶ Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten berücksichtigen, dass der Begriff „Aktie“ nicht im Unionsrecht definiert ist. Deshalb wird der Begriff in den Mitgliedstaaten unterschiedlich ausgelegt; in einigen Mitgliedstaaten kommt es für den Begriff der Aktie nicht darauf an, dass diese mit Dividenden- oder Stimmrechten ausgestattet ist, so dass unter den Begriff der Aktie beispielsweise auch nicht mit solchen Rechten ausgestattete Vorzugsaktien fallen.

Premium-Inhalten auf einer Videospiele-Plattform bieten oder Rabatte für künftige Käufe gewähren (z. B. niedrigere Transaktionsgebühren oder vorrangiger Zugang zu neuen Produkten). In derartigen Fällen, in denen die Token keinerlei dem Ertrag von Finanzinstrumenten (z. B. Dividenden- oder Zinszahlungen) vergleichbaren finanziellen Ertrag abwerfen und auch keiner Wertpapierklasse angehören, sollten die Token nicht als übertragbare Wertpapiere eingestuft werden. Diese Überlegung träfe selbst dann zu, wenn sich Anleger vom Kauf derartiger Token erhoffen, durch die potenzielle Wertsteigerung der Token einen Gewinn zu erzielen.

24. Des Weiteren sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer beachten, dass Token, die die Wertentwicklung eines oder mehrerer zugrunde liegender Vermögenswerte abbilden, sofern diese Vermögenswerte den Inhabern Rechte gewähren, die denen beim Erwerb oder Verkauf übertragbarer Wertpapiere vergleichbar sind (z. B. das Recht auf Erwerb von Aktien, Schuldverschreibungen oder ähnlichen übertragbaren Wertpapieren), als solche Token anzusehen sind, die Rechte verleihen, die denen von Wertpapieren gleichwertig sind; deshalb könnten diese Token, sofern sie Teil einer Klasse sind und gehandelt werden können, als übertragbare Wertpapiere eingestuft werden. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten auch prüfen, ob derartige Token zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird.
25. Was die Klasse „Schuldverschreibungen oder sonstige verbrieftete Schuldtitel“¹⁷ angeht, sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer, sofern die betreffenden Instrumente auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, beachten, dass Kryptowerte, die eine Schuld darstellen, die mit einer Geldschuld – z. B. einem Teil eines dem Inhaber des Kryptowerts vom Emittenten geschuldeten Darlehens – vergleichbar ist, als Wertpapiere, die schuldverschreibungsspezifische Merkmale aufweisen, angesehen werden sollten. Dasselbe gilt für eine Schuld, die durch ein Wertpapier verkörpert wird, ausgenommen Schuldverschreibungen oder Geldmarktinstrumente.
26. Ein Beispiel wäre, dass die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer den Fall einer Gesellschaft prüfen, die Kryptowerte emittiert, die ihren Inhabern regelmäßige Zinszahlungen leisten und/oder die Kapitaltilgung zu einem künftigen Termin versprechen. Bei derartigen Token sollte angenommen werden, dass sie einer Wertpapierklasse angehören, die Schuldverschreibungen ähnlich ist, weil sie die Merkmale eines Schuldtitels aufweisen.
27. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten auch berücksichtigen, dass derartige Vermögenswerte unter Umständen auch unter Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 Buchstabe c der MiFID II fallen, nämlich als „sonstige Wertpapiere“, die

¹⁷ Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 Buchstabe b der MiFID II.

zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird.

iii. Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt

28. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten feststellen, ob der Kryptowert auf dem Kapitalmarkt frei handelbar ist.¹⁸ Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten deshalb bedenken, dass ein Kryptowert, der wegen ihm inhärenter Übertragungsbeschränkungen nicht gehandelt werden kann, kein übertragbares Wertpapier ist.
29. Ein Kryptowert ist als handelbar anzusehen, wenn er frei übertragen oder gehandelt werden kann.¹⁹ Die abstrakte Möglichkeit der Übertragung oder des Handels sollte als hinreichend angesehen werden, selbst wenn es keinen spezifischen Markt für das Produkt oder eine zeitlich begrenzte Sperrfrist gibt. Die in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 der MiFID II vorgesehene Anforderung der Handelbarkeit scheint bei den meisten Kryptowerten erfüllt zu sein, da die DLT die Übertragung der Inhaberschaft vom Verkäufer auf den Käufer ermöglicht.
30. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten auch bedenken, dass die Ausgestaltung eines Kryptowerts solcher Art sein kann, dass sie dessen Übertragung an Kapitalmärkten nicht zulässt. Die Handelbarkeit kann dahingehend beschränkt werden, dass es den Inhabern nicht gestattet ist, Kryptowerte zu handeln und/oder Kryptowerte an eine andere Person als den Emittenten zu übertragen. Etwaige Beschränkungen der Übertragung von Kryptowerten sind jeweils im Einzelfall darauf zu prüfen, ob die Beschränkung ihrer Art und ihren Auswirkungen nach ausreichen könnte, um das Instrument als nicht handelbar einzustufen.²⁰ Gleichmaßen sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer auch die Möglichkeit anderer bestehender Beschränkungen berücksichtigen, die der Handelbarkeit des Kryptowerts möglicherweise nicht entgegenstehen (z. B. Übertragungen nur an Personen auf der Weißen

¹⁸ Der Begriff „Kapitalmärkte“ ist nicht definiert, sondern soll weit ausgelegt werden, um alle Zusammenhänge zu erfassen, in denen am Kauf oder Verkauf von Wertpapieren Interessierte zusammenkommen. Der Begriff ist nicht auf börsennotierte oder auf geregelten Märkten gehandelte Wertpapiere beschränkt; vgl. die von der Kommission herausgegebenen Fragen und Antworten zur MiFID-Richtlinie 2004/39/EG.

¹⁹ Übertragbare Wertpapiere sollten nur dann als „frei handelbar“ gelten, wenn vor der Zulassung zum Handel keine Beschränkungen bestehen, die die Übertragung dieser Wertpapiere in einer Weise verhindern, die die „Schaffung eines fairen, ordnungsgemäßen und effizienten Marktes“ beeinträchtigen würde (vgl. Erwägungsgrund 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/568 vom 24. Mai 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel an geregelten Märkten). Der Umstand, dass Anleger beispielsweise in eine Weiße Liste aufgenommen worden sein müssen, sollte für sich genommen der Einstufung eines Kryptowerts als übertragbares Wertpapier nicht entgegenstehen; dies ist vielmehr jeweils im Einzelfall zu prüfen (vgl. Randnummer 29).

²⁰ Die Übertragbarkeit von Kryptowerten kann auf verschiedene Weise durch vom Emittenten auferlegte Beschränkungen eingeschränkt werden. Im Falle zeitlich begrenzter Übertragungsbeschränkungen (Time-lock) ist die Übertragung des Vermögenswerts für einen bestimmten Zeitraum beschränkt; dadurch wird verhindert, dass Transaktionen vor einem bestimmten Termin oder Ereignis durchgeführt werden. Durch geografische Beschränkungen werden Übertragungen in bestimmten Regionen oder Staaten eingeschränkt; oftmals geschieht dies zur Einhaltung der dortigen Rechtsvorschriften. Technische Beschränkungen, beispielsweise Covenants, können spezifische, in den Code des Smart-Contract hineingeschriebene Bedingungen sein, die erfordern, dass bestimmte Kriterien (z. B. Haltefristen, Nutzungseinschränkungen) erfüllt sein müssen, bevor Übertragungen gestattet sind. In solchen Fällen sind die Beschränkungen jeweils im Einzelfall zu prüfen.

Liste, zeitlich beschränkte Verkaufsbeschränkungen, Sperrfristen, Beschränkungen in Bezug auf bestimmte Länder).

31. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten den Begriff „Kapitalmarkt“ weit auslegen, sodass er sämtliche Zusammenhänge erfasst, in denen am Kauf oder Verkauf von Wertpapieren Interessierte zusammenkommen, und gleichzeitig die Unterschiede zwischen traditionellen Handelsplätzen und Handelsplattformen für Kryptowerte berücksichtigen. Im Allgemeinen versteht man unter Kapitalmärkten Handelsplätze für Spareinlagen und Anlagen, wo Käufer, die in einen Vermögenswert investieren möchten, und Verkäufer, die für ihren Vermögenswert Kapital brauchen, zusammenkommen. Wenn also Kryptowerte auf einer Handelsplattform gehandelt werden können, die einer MiFID-Handelsplattform gleichwertig ist, sollte dies ein schlüssiger Anhaltspunkt dafür sein, dass die betreffenden Kryptowerte auf einem Kapitalmarkt handelbar sind. Der Umstand, dass ein Kryptowert auf Online-Handelsplattformen gehandelt wird, kann als Anhaltspunkt für dessen Handelbarkeit dienen, was jedoch nicht notwendigerweise bedeutet, dass die Voraussetzungen des Begriffs „Kapitalmarkt“ erfüllt sind.
32. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten deshalb davon ausgehen, dass zuverlässige Kriterien für die Einstufung eines Kryptowerts als übertragbares Wertpapier Folgendes beinhalten: (i) Übertragbarkeit und Austauschbarkeit (Handelbarkeit und Klassenzugehörigkeit) und (ii) Ausstattung mit Rechten, die den Rechten, mit denen andere Wertpapiere ausgestattet sind, entsprechen. Legt man die Bestimmung des Begriffs „übertragbare Wertpapiere“ in der MiFID II zugrunde, so müssen für die Einstufung eines Kryptowerts als übertragbares Wertpapier alle vorgenannten Kriterien erfüllt sein.

5.2 Einstufung als andere Arten von Finanzinstrumenten

Einstufung als Geldmarktinstrumente – Leitlinie 3

33. Kryptowerte können als Geldmarktinstrumente im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 17 der MiFID II eingestuft werden, sofern sie einer üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelten Gattung von Instrumenten, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, angehören.
34. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten prüfen, ob die Kryptowerte Merkmale aufweisen, die denen von Schatzanweisungen, Einlagenzertifikaten und Commercial Papers ähnlich sind (d. h., ob sie z. B. ein Zertifikat darstellen, das ein Guthaben bestätigt). Diese Instrumente stellen in der Regel kurzfristige verbrieftete Forderungen dar, die von Staaten, Kreditinstituten oder Unternehmen emittiert werden, um

am Geldmarkt Geld aufzunehmen.²¹ Insbesondere Einlagenzertifikate sind übertragbare Instrumente, die kurzfristige verbriefte Forderungen darstellen. Folglich sollten Kryptowerte ähnliche Merkmale aufweisen, einschließlich Verpflichtungen zur Rückzahlung eines Guthabens, die jedoch nicht mit Standard-Bankeinlagen im Sinne der Richtlinie 2014/49/EU verwechselt werden dürfen. Diese Unterscheidung stellt sicher, dass ausschließlich Instrumente, die den erforderlichen Kriterien für Geldmarktinstrumente genügen, als solche behandelt werden.

35. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten bedenken, dass Geldmarktinstrumente in der Regel kurze Laufzeiten haben.²² Geht es um die Einstufung eines Kryptowerts als Geldmarktinstrument im Sinne der MiFID II, müsste also dessen vorab festgelegte Laufzeit oder Restlaufzeit oder Rückzahlungsdatum oder Fälligkeitsdatum den Anforderungen der GMF-VO genügen. Dieses Kriterium stellt sicher, dass der Kryptowert das zentrale Merkmal der Geldmarktinstrumente, nämlich eine kurze Laufzeit, aufweist. Einige Plattformen bieten kurzfristige Sparkonten an für Kryptowerte, die auf die Wahrung eines stabilen Werts abzielen (an stabile Vermögenswerte wie den Euro oder den US-Dollar gekoppelte Kryptowerte). Sofern derartige Sparkonten eine kurze Laufzeit aufweisen und den Nutzern Erträge liefern, könnte dies als ein Merkmal angesehen werden, das traditionellen Geldmarktinstrumenten entspricht.
36. Ein Beispiel: Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer könnten ein Szenario zu prüfen haben, in dem eine Gesellschaft einen auf einer Plattform gehandelten Kryptowert emittiert, um Nutzern kurzfristige Darlehen zu gewähren, wobei es sich nicht um ein Zahlungsinstrument, sondern um einen im Geldmarkt handelbaren Token handelt. Der Kryptowert stellt ein Zertifikat dar, das ein Guthaben bestätigt, das vom Darlehensnehmer bei Ablauf einer kurzen Laufzeit mit Zinsen zurückzuzahlen ist. Auch wenn der Wert des Token an den Euro gekoppelt ist, um dessen Stabilität zu wahren, könnte es sein, dass der Preis des Token zur Berücksichtigung der aufgelaufenen Zinsen über die Laufzeit leicht schwankt; der Preis wäre jedoch jederzeit genau bestimmbar. Sind alle diese Kriterien erfüllt, so sollte ein solcher Kryptowert aufgrund dieser Merkmale als analog zu einer kurzfristigen verbrieften Forderung, so wie sie für Finanzierungs- und Anlagezwecke verwendet wird, befunden werden; soweit auch andere Merkmale gegeben sind, sollten solche Kryptowerte folglich als Geldmarktinstrumente angesehen werden.

²¹ „Geldmarktinstrumente sind übertragbare Instrumente, die normalerweise am Geldmarkt gehandelt werden, und umfassen Schatzwechsel und Kommunalobligationen, Einlagenzertifikate, Commercial Papers, Bankakzepte und Medium- oder Short-Term-Notes. Geldmarktinstrumente sollten nur als Geldmarktfonds-Anlagen zulässig sein, sofern sie Laufzeitbeschränkungen einhalten und ihre Kreditqualität vom Geldmarktfonds als hoch eingestuft wird“ (vgl. Erwägungsgrund 21 der Geldmarktfondsverordnung 2017/11/31/EU, GMF-VO).

²² Zum Beispiel – auch wenn dies nicht für alle Geldmarktinstrumente gilt – kurze Laufzeiten bei der Emission oder Restlaufzeiten von bis zu 397 Tagen, wie in Artikel 3 der Richtlinie 2007/16/EG der Kommission vorgesehen.

Einstufung als Anteile an einem Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren – Leitlinie 4

37. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten beachten, dass das Projekt, mit dem ein Kryptowert verbunden ist, für die Einstufung dieses Kryptowerts als Anteil an einem Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) alle folgenden Voraussetzungen erfüllen muss: (i) die Zusammenführung von Kapital von mehreren Anlegern; (ii) zum Zwecke der Anlage dieses Kapitals gemäß einer vorab festgelegten Anlagepolitik; und (iii) zur Erzielung einer Gemeinschaftsrendite für die betreffenden Anleger.²³ Dazu ist anzumerken, dass es für die Einstufung als Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren nicht darauf ankommt, ob die fonds beteiligten Fiat-Währungen, Barmitteläquivalente oder Kryptowerte in den Fonds einbringen.
38. Ein Beispiel: Ein Kryptowert, der es den Inhabern ermöglicht, (i) in Digital Investment Funds zu investieren, wobei die Inhaber Anspruch auf einen proportionalen Anteil an den mit dem gemanagten Portfolio erzielten Erträgen haben, ohne in jeglicher Weise an der Kontrolle über die Anlagestrategien beteiligt zu sein (z. B. keine Stimmrechte), und (ii) ihre Token gegen einen Teil des Portfoliowerts zurückgeben, sollte als Anteil an einem Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren angesehen werden.
39. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten auch prüfen, ob die Token-Inhaber – als Gruppe – eine laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis²⁴ über operative Angelegenheiten besitzen, die das tägliche Assetmanagement des Fonds betreffen. Ist dies der Fall, so wäre der Kryptowert wahrscheinlich nicht als Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren einzustufen. Insoweit kommt es nicht darauf an, ob Entscheidungen von Menschen, Code/Algorithmen oder intelligenten Verträgen (Smart Contracts) getroffen werden, solange die Entscheidungen unter strikter Einhaltung der festgelegten Anlagepolitik getroffen werden.
40. Beispielsweise könnte man einen Token, der als Teil eines Liquid-Staking-Service (bei dem die Nutzer ihre Token / die mit diesen Token verbundenen Kontrollrechte an einen Staking-Service-Anbieter delegieren) empfangen wird, als einen Anteil an den Staking-Rewards ansehen, die durch die zusammengeführten gestakten Vermögenswerte/Kontrollrechte erzielt werden. Gibt es jedoch keine einer vorab festgelegten Anlagepolitik folgende kollektive Verwaltung durch einen Dritten – wenn etwa die Nutzer die tägliche Kontrolle über ihre Staking-Token behalten und diese frei handeln können²⁵ –, sollten die zuständigen nationalen

²³ Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), 13. August 2013, ESMA/2013/611, Randnummer 12.

²⁴ Ebenda.

²⁵ „Frei“ bedeutet hier die Möglichkeit, Token zu übertragen oder zu handeln, ohne dabei erheblichen Einschränkungen zu unterliegen, abgesehen von den sich aus dem Einsatz der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) ergebenden, notwendigen operativen Anforderungen (etwa die 24 bis 48 Stunden lange Sperrfrist), die für Liquid-Staking-Services üblich sind.

Behörden und die Finanzmarktteilnehmer einen solchen Kryptowert in der Regel nicht als Anteil an einem Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren ansehen.

41. Einige dieser Anlagemodelle mögen Diversifizierungsverpflichtungen vorsehen; ein diversifiziertes Portfolio ist jedoch kein für die Einstufung relevantes Kriterium. Auch die Liquidität der Anlagewerte oder der vom Organismus ausgegebenen Anteile ist kein Kriterium für die Einstufung als Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. Ein Kryptowert sollte, um als Anteil an einem Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren eingestuft zu werden, darauf abzielen, den Anlegern eine Gemeinschaftsrendite zu bieten, die durch das zusammengelegte Risiko erzielt wird, das sich aus dem Erwerb, Halten oder Verkaufen der zugrunde liegenden Anlagewerte ergibt. Diese Kriterien stellen sicher, dass die Anleger infolge ihrer Beteiligung Anspruch auf einen Anteil am Gewinn oder Verlust haben.
42. Für die Einstufung eines Kryptowerts als Anteil an einem alternativen Investmentfonds sollte der Kryptowert dazu verwendet werden, Kapital von mehreren Anlegern einzusammeln, um es gemäß einer vorab festgelegten Anlagepolitik zum Nutzen dieser Anleger zu investieren.²⁶ Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten insbesondere sorgfältig prüfen, ob es für den Kryptowert eine festgelegte Anlagepolitik gibt; dabei sind die Kriterien in den von der ESMA herausgegebenen Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD)²⁷ zu berücksichtigen.
43. Ein weiterer wichtiger Aspekt, der zu berücksichtigen ist, ist der allgemein kommerzielle oder industrielle Zweck des Kryptowert-Projekts²⁸. Für die Einstufung des Emittenten eines Kryptowerts als Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren sollte der Zweck des Kryptowert-Projekts nicht ein allgemein kommerzieller oder industrieller Zweck sein.

Einstufung als Derivatkontrakte – Leitlinie 5

44. In Bezug auf Derivate und Kryptowerte sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer zwei Situationen unterscheiden. Die erste Situation, die nicht in der MiCA vorgesehen ist, betrifft den Fall, dass Kryptowerte als Basiswerte für Derivate dienen. Die zweite Situation betrifft den Fall, dass die Kryptowerte selbst als Derivate eingestuft werden können.

²⁶ Ohne eine Genehmigung gemäß Artikel 5 der OGAW-Richtlinie zu benötigen. Vgl. Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe a Ziffer ii der AIFM-Richtlinie.

²⁷ Abschnitt IV von ESMA/2013/611.

²⁸ Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), 13. August 2013, ESMA/2013/611, S. 29 und 31. Der allgemein kommerzielle oder industrielle Zweck kann definiert werden als der „Zweck der Verfolgung einer Geschäftsstrategie, die sich u. a. durch Merkmale auszeichnet wie die überwiegende Ausübung i) einer kommerziellen Tätigkeit einschließlich Kauf, Verkauf und/oder Austausch von Waren oder Gütern und/oder Verkehr mit nicht-finanziellen Dienstleistungen oder ii) einer industriellen Tätigkeit einschließlich der Produktion von Waren oder der Errichtung von Immobilien oder iii) einer Kombination daraus“.

45. Was die erste Situation angeht, sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer prüfen, ob die Kryptowerte möglicherweise als geeigneter Basiswert für Derivatkontrakte in Betracht kommen. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten sicherstellen, dass ihr Ansatz für die Beurteilung von Derivaten mit den in Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II genannten Kategorien in Einklang steht.
46. Beispielsweise könnten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer mit dem Fall eines Kryptowerts befasst sein, der als vorab vereinbarter Kaufvertrag ausgestaltet ist, bei dem eine Partei sich verpflichtet, einen bestimmten Kryptowert zu einem künftigen Termin zu einem vorab festgelegten Preis zu kaufen.²⁹ Die Rechte, mit denen dieser Kryptowert ausgestattet ist, würden die Verpflichtung beinhalten, die Kryptowerte – unabhängig vom Marktpreis am künftigen Termin – zum vereinbarten Termin und Preis zu liefern oder die Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem Marktpreis zu zahlen. Je nach Sachlage könnte von einem solchen Vertrag, durch den eine künftige Verpflichtung begründet wird und dessen Wert sich aus dem Preis der zugrunde liegenden Kryptowährung ableitet, angenommen werden, dass er die Merkmale eines Derivatkontrakts aufweist.
47. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten auch den einzigartigen Charakter von Perpetual Futures bedenken; Perpetual Futures sind derivative Finanzinstrumente ohne Ablauf- oder Abwicklungstermin. Perpetual Futures sind – anders als traditionelle Terminkontrakte (Futures) – so ausgestaltet, dass sie eine dauerhafte Basiswertposition bieten und nicht in regelmäßigen Abständen erneuert werden müssen. Trotz ihrer einzigartigen Struktur sollten Perpetual Futures als Derivatkontrakte behandelt werden, da sie eine Vereinbarung der Parteien enthalten, nach der über einen bestimmten Zeitraum ein von der Wertentwicklung des Basiswerts abhängiger Austausch erfolgt, wobei sich der Wert der Perpetual Futures von den Preisbewegungen des Basiswerts ableitet. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten deshalb sicherstellen, dass tokenisierte Perpetual Futures nach den in Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II genannten Kriterien beurteilt werden; damit wird anerkannt, dass die tokenisierten Perpetual Futures in den Märkten für Kryptowerte zunehmend an Bedeutung gewinnen.
48. Im Hinblick auf die zweite Situation, sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer, was die Bedingungen und Kriterien für die Einstufung von Kryptowerten als Derivatkontrakte angeht, im Zuge ihrer Beurteilung prüfen, (i) ob die Rechte der Inhaber des Kryptowerts von einem Vertrag, der eine künftige Verpflichtung zum Gegenstand hat, abhängig sind (bei dem es sich um ein Termingeschäft, eine Option, einen Swap oder Future handeln kann), wodurch es zu einer Verzögerung zwischen dem Abschluss

²⁹ Vorausgesetzt, diese Vereinbarungen fallen nicht unter Primärmarktgeschäfte oder sonstige vorab vereinbarte Verkäufe, die nicht als Derivate im Sinne von MiFID II eingestuft werden.

des Vertrags und der Erfüllung der sich daraus ergebenden Verpflichtungen kommt; (ii) ob der Wert des Kryptowerts von einem Basiswert abgeleitet ist³⁰; und (iii) ob die Abwicklungsmodalitäten den in Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II genannten folgen.

49. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten feststellen, ob dem Kryptowert eine Bezugsgröße zugrunde liegt, beispielsweise gemäß Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II relevante Zinssätze, Indizes oder Instrumente. Dazu sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer die Liste in Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II sowie alle einschlägigen Level II-Rechtsakte³¹ berücksichtigen und sorgfältig prüfen, ob der betreffende Kryptowert sämtliche dort genannten Elemente aufweist. Der Basiswert ist die Grundlage, nach der der Wert oder die Auszahlung für das Derivat bestimmt wird. Der Wert des Kryptowerts sollte auch von den Wertänderungen des zugrundeliegenden Referenzaktivums abhängen. Ein Kryptowert, der seinen Wert nicht von bestimmten Basiswerten im Sinne der MiFID II ableitet, sondern als eigenständiger Kryptowert besteht, sollte deshalb von einem Derivatkontrakt unterschieden werden.
50. Wird der Wert eines Token anhand von Reservevermögen ermittelt, sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer auch beachten, dass der betreffende Token als vermögenswertereferenzierter Token im Sinne der MiCA – und nicht als Derivat – angesehen werden sollte. Wird der Wert oder die Wertentwicklung des Tokens dagegen durch synthetische Bezugnahme auf andere Vermögenswerte oder Rechte oder Kombinationen von Vermögenswerten und Rechten ermittelt, sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer prüfen, ob er als Finanzinstrument einzustufen ist.
51. Ein Beispiel dafür wäre eine Gesellschaft, die einen Kryptowert emittiert, der den Wert einer Aktie, einer Schuldverschreibung oder einer anderen Art von Finanzinstrument (deren/dessen Wertentwicklung und/oder erzielte Erträge) reflektieren soll. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten prüfen, ob diese Token einen

³⁰ Einige Beispiele: Der Basiswert ist eine Ware wie Gold, Öl oder Gas; der Token bezieht sich auf Wertpapiere, Devisen, Zinssätze, Kredite oder sonstige zugrunde liegende Finanzinstrumente; der Handel betrifft tatsächliche Europäische Emissionszertifikate oder Äquivalente wie zertifizierte Emissionsreduktionen; der Token bezieht sich auf Klimavariablen, Frachtsätze, Inflationsraten oder sonstige offizielle Wirtschaftsstatistiken; ob der Token eine Vergütungsvereinbarung mit auf die Differenz zwischen Eröffnungs- und Schlusskursen abstellendem Barausgleich darstellt, wie der Token ausgestaltet ist oder ob er vorwiegend zum Transfer von Kreditrisiken verwendet wird.

³¹ Vgl. Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 1). Die Finanzmarktteilnehmer und die zuständigen Behörden sind gebeten, auch die Fragen und Antworten sowie die Leitlinien der ESMA zu berücksichtigen, beispielsweise die Themen zu Warenderivaten betreffenden Fragen und Antworten zu MiFID II und MiFIR, ESMA70-872942901-36, 23. September 2022; vgl. auch die ESMA-Leitlinien für die Anwendung der Definitionen in Anhang 1 Abschnitt C Nummern 6 und 7 der MiFID II, ESMA-70-156-869, 5. Juni 2019.

wirtschaftlichen Nutzen bieten, der (ähnlich wie ein verbrieftes Aktienswap) direkt mit einem Finanzinstrument korreliert, und ob er als Derivat eingestuft werden sollte.

52. Zur weiteren Veranschaulichung: Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer könnten mit einem Kryptowert befasst sein, der so gestaltet ist, dass er die Wertentwicklung eines aus Schwellenmarkt-Kryptowerten gebildeten Index abbildet. Bei diesem Beispiel ist die Haupteigenschaft des Kryptowerts, dass er dem Inhaber für einen bestimmten Zeitraum die Renditen eines bestimmten Index bietet. Bei einem Swap-Vertrag vereinbaren zwei Parteien, die Wertentwicklung dieses Index zu tauschen, d. h. in regelmäßigen Abständen leisten bzw. empfangen die Vertragsparteien Zahlungen, die sich nach der Wertentwicklung des Index bemessen. Stellt der Kryptowert in ähnlicher Weise eine Verpflichtung dar, den entsprechenden Wert des Index zu einem künftigen Termin zu liefern, so ähnelt er einem Terminkontrakt (Future). Bei diesem Beispiel erzielt der Inhaber einen Gewinn oder einen Verlust, je nachdem, wie sich der Wert des Index bei Fälligkeit des Kontrakts gegenüber dem Wert zum Zeitpunkt der ursprünglichen Vereinbarung verändert hat. Bei dieser Gestaltung, bei der sich eine Verzögerung zwischen dem Abschluss des Kontrakts und seiner Ausführung ergibt und der Wert des Kryptowerts von der Wertentwicklung des Nischenindex abhängt, sollte – sofern die übrigen in Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II aufgeführten Voraussetzungen erfüllt sind – angenommen werden, dass sie die Eigenschaften eines Derivatkontrakts aufweist.
53. Ein weiteres Beispiel wäre ein Kryptowert, der eine synthetische Position in einem Token-Korb darstellt. Bei diesem Beispiel ahmt der Kryptowert die Wertentwicklung eines Token-Korbs nach, ohne dass es erforderlich ist, die Basiswerte direkt zu halten. Bei der Ausgestaltung als synthetisches börsengehandeltes Produkt erzielt der Inhaber Gewinne aus der Gesamtwertentwicklung des Korbs, wobei die Risikoposition in den Vertragsbedingungen festgelegt ist. Der Kryptowert könnte in der üblichen Weise so gestaltet sein, dass er Erträge liefert, die auf bestimmten Wertentwicklungskennzahlen und Fälligkeitsbedingungen beruhen; damit würde es sich um ein strukturiertes Finanzinstrument handeln, das auf die Wertentwicklung von Token zugeschnitten ist. Die synthetische Risikoposition bedeutet für den Inhaber, dass seine Erträge von der künftigen Wertentwicklung der zugrundeliegenden Token abhängt, wobei es eine Verzögerung zwischen dem Abschluss des Kontrakts und der Gewinn- oder Verlustrealisierung gibt. Der Wert des Kryptowerts ist direkt an die Gesamtwertentwicklung des Token-Korbs gebunden. Außerdem sind die Konditionen der synthetischen Risikoposition, einschließlich Fälligkeit und Wertentwicklungskennzahlen, festgelegt. Folglich sollte ein solcher Kryptowert – sofern die übrigen in Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II aufgeführten Voraussetzungen erfüllt sind – als Derivatkontrakt eingestuft werden.
54. Ein Kryptowert-Modell, bei dem sich eine Partei verpflichtet, der anderen Partei zu einem künftigen Termin eine bestimmte Menge eines Kryptowerts zu einem vorab festgelegten Preis abzukaufen, sollte wahrscheinlich als Termingeschäft/Future angesehen werden. Gleichmaßen sollte ein Kryptowert, der ein Recht (jedoch keine Verpflichtung) begründet,

innerhalb eines bestimmten zeitlichen Rahmens einen bestimmten Kryptowert (dies könnte auch ein Utility-Token sein) zu einem vorab festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen, wahrscheinlich als Option eingestuft werden. Ein Kryptowert könnte auch Terminkontrakte für traditionelle Waren wie Gold oder Öl darstellen und somit als Finanzinstrument einzustufen sein, sofern (in diesem Fall wie auch im vorigen Fall) die in Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID II aufgeführten Voraussetzungen erfüllt sind.

55. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten sorgfältig prüfen, ob – sofern das Produkt alle sonstigen inhärenten Eigenschaften und Funktionen von Derivatkontrakten im Sinne der MiFID II erfüllt – die Art der Abwicklung, sei es in bar oder durch Kryptowerte, Einfluss auf die grundlegende allgemeine Einstufung des Produkts (d. h. die Unterscheidung zwischen gemäß der MiCA geregelten Kryptowerten und Finanzinstrumenten) haben könnte. Vorbehaltlich der erforderlichen Einzelfallprüfung ist zu sagen, dass die Abwicklungsmethode zwar ein wichtiger Gesichtspunkt ist, dass jedoch das Abwicklungsmittel wahrscheinlich keine Änderung der allgemeinen inhärenten Eigenschaften des Produkts bewirken dürfte.

Einstufung als Emissionszertifikate – Leitlinie 6

56. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten beachten, dass es für die Einstufung eines Kryptowerts als Emissionszertifikat darauf ankommt, dass dieser ein Recht darstellt, eine bestimmte Menge Treibhausgase zu emittieren, und dass er anerkanntermaßen die Anforderungen des EU-Emissionshandelssystems erfüllt. Außerdem sollte überprüft werden, dass der Kryptowert innerhalb der bestehenden Rechtsrahmen für den Emissionshandel wie ein konventionelles Emissionszertifikat ausgetauscht, gemanagt und verwendet werden kann.
57. Kryptowerte, die eines (oder mehrere) überprüfbare Emissionszertifikate darstellen, die wiederum anerkanntermaßen den Anforderungen der Richtlinie 2003/87/EG genügen³² und handelbar sind, sollten in den sachlichen Anwendungsbereich der MiFID II fallen.
58. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten berücksichtigen, dass es dazu der Anerkennung bedarf, dass die Kryptowerte den Anforderungen der Richtlinie 2003/87/EG genügen. Das bedeutet, dass es für die Einstufung eines Kryptowerts als Emissionszertifikat idealerweise so sein sollte, dass dieser an anerkannte Einheiten gebunden ist oder solche darstellt. Eine Kryptowertemission, die nicht von einem Mitgliedstaat anerkannt und von der Europäischen Kommission organisiert wäre, könnte als freiwillige

³² Gemäß Artikel 3 Buchstaben a und b der Richtlinie 2003/87/EG ist „Zertifikat“ definiert als „das Zertifikat, das zur Emission von einer Tonne Kohlendioxidäquivalent in einem bestimmten Zeitraum berechtigt; es gilt nur für die Erfüllung der Anforderungen dieser Richtlinie und kann nach Maßgabe dieser Richtlinie übertragen werden“ und „Emissionen“ als „die Freisetzung von Treibhausgasen in die Atmosphäre aus Quellen in einer Anlage“.

Emissionsgutschrift eingestuft werden und fiele damit nicht mehr unter die Definition eines Finanzinstruments.

59. Ein Kryptowert sollte, um als Emissionszertifikat angesehen zu werden, ein eindeutiges Recht in Bezug auf Emissionen verleihen, beispielsweise das Recht, eine bestimmte Menge Treibhausgase zu emittieren oder als anerkannter Ausgleich für derartige Emissionen zu dienen. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten bei ihrer Prüfung auch berücksichtigen, ob Gesellschaften und Organisationen diesen Kryptowert zur Erfüllung rechtlicher Pflichten in Bezug auf die Reduzierung von CO₂-Emissionen verwenden können. Der Kryptowert sollte auch auf Drittplattformen gehandelt werden können oder handelbar sein.
60. Es sollte hervorgehoben werden, dass sich Emissionszertifikate grundlegend von den meisten Kryptowerten unterscheiden, die derzeit auf dem Markt sind, und oftmals einen Wertspeicher, eine Projektbeteiligung oder einen Zugang zu einem Dienst darstellen.

5.3 Hintergrund zum Begriff „Kryptowerte“

Einstufung als Kryptowerte – Leitlinie 7

61. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten prüfen, ob der Kryptowert eine digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts ist, ob er mittels DLT übertragen und gespeichert werden kann und ob diese Werte oder Rechte ein Recht gegenüber dem Emittenten und/oder einer vom Emittenten bezeichneten Person darstellen. Im Hinblick auf den Einsatz von DLT oder vergleichbaren Technologien sollte die Art der elektronischen Übertragung und Speicherung des Kryptowerts berücksichtigt werden.
62. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten bedenken, dass ein Utility-Token zwar mit Kontrollrechten ausgestattet sein mag (Governance-Kryptowerte), dass er aber die Rechte, mit denen Finanzinstrumente ausgestattet sind, nicht nachbilden dürfte; insbesondere nicht diejenigen, mit denen übertragbare Wertpapiere im Sinne von MiFID II³³ ausgestattet sind. Dasselbe gilt für Kryptowerte, die mit Gewinnerwartungen einhergehen. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten deshalb bedenken, dass eine solche Erwartung künftiger Gewinne für sich genommen nicht hinreicht, einen Kryptowert als Finanzinstrument im Sinne von MiFID II einzustufen.³⁴

³³ Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 MiFID II. Jedenfalls muss, wie bereits erklärt wurde, die Einstufung als Finanzinstrument unter Berücksichtigung sämtlicher in der MiFID II aufgeführten Eigenschaften/Merkmale des betreffenden Finanzinstruments erfolgen.

³⁴ Anders als traditionelle Aktien sollte ein Utility-Token weder finanzielle Rechte einräumen, die sich auf den Gewinn, das Kapital oder die sich aus der Liquidation einer Gesellschaft ergebenden Erlöse beziehen – und somit eine Inhaberschaft am Gesellschaftskapital (z. B. Anteil am Eigenkapital einer Aktiengesellschaft) darstellen –, noch Stimmrechte, die dazu führen würden, dass der Anleger an der Beschlussfassung der Gesellschaft beteiligt wäre (z. B. ein Token, der zur Abstimmung über Gesellschafterbeschlüsse berechnete).

63. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten annehmen, dass Kryptowerte, die nicht an andere Inhaber übertragen werden können und die nur entweder vom Emittenten oder Anbieter akzeptiert werden, nicht unter die MiCA fallen.³⁵ Dasselbe gilt für Kryptowerte, die einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind³⁶.
64. Diese Leitlinien sind nicht dazu gedacht, im Einzelnen auf sämtliche Arten der nicht in den Anwendungsbereich der MiCA fallenden Kryptowerte, die in Artikel 2 Absatz 4 der MiCA aufgeführt sind, einzugehen. Dennoch sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer im Rahmen ihrer Beurteilung eines Kryptowerts prüfen, ob dieser als eines oder mehrere der in Artikel 2 Absatz 4 der MiCA aufgeführten Instrumente einzustufen ist und ob Ähnlichkeit mit Finanzinstrumenten besteht.

Einmalige und nicht mit anderen Kryptowerten fungible Kryptowerte (NFTs) – Leitlinie 8

65. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten beachten, dass Kryptowerte, die einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind, nicht im Anwendungsbereich der MiCA liegen (z. B. digitale Kunst, Sammlerstücke und Token, die einzigartige Dienstleistungen oder physische Werte wie Produktgarantien oder Immobilien darstellen).
66. Darüber hinaus gilt (unabhängig von den in der MiCA vorgesehenen Ausnahmen) für den Fall, dass NFTs die Kriterien für Finanzinstrumente erfüllen, sie der MiFID II und anderen einschlägigen EU-Verordnungen unterliegen. Derselbe Grundsatz gilt, wenn NFT die Voraussetzungen anderer Regulierungsrahmen erfüllen.
67. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten beachten, dass NFTs nur dann einmalig sind, wenn sie als nicht substituierbar anzusehen sind. Sie sollten Merkmale und/oder Rechte aufweisen, die sie von anderen Kryptowerten, die vom selben (oder einem anderen) Emittenten emittiert wurden, eindeutig unterscheiden. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten die Einstufung eines Kryptowerts als einmalig und nicht fungibel nicht allein auf dessen technische Besonderheiten, etwa auf die Zuweisung einer eindeutigen Kennung oder die Verwendung spezifischer technischer Merkmale und Standards, stützen.
68. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten ihre Beurteilung, ob ein Vermögenswert einmalig und nicht fungibel ist, auf ein breites Spektrum von relevanten Indikatoren stützen, die mit dem NFT verbunden sind, beispielsweise (wobei dies keine abschließende Aufzählung ist): Werthaltigkeit und Seltenheit (z. B. ob der Kryptowert einmalige Eigenschaften aufweist, die zu seiner Werthaltigkeit und Seltenheit beitragen und durch die er sich von anderen Vermögenswerten unterscheidet); Nützlichkeit und

³⁵ Vgl. Erwägungsgrund 17 der MiCA.

³⁶ Artikel 2 Absatz 3 der MiCA; vgl. auch Erwägungsgrund 10 der MiCA.

Funktionalität (z. B. eine spezifische Nützlichkeit oder Funktionalität); Inhaberschaft und Rechte (z. B. exklusive Zugangs- oder Nutzungsrechte, die allein dem Inhaber zustehen).

69. Bei der Beurteilung der Einmaligkeit eines Kryptowerts sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer auch auf Merkmale fokussieren, die zu dessen besonderem Wert beitragen. Ergibt sich die Bewertung eines Kryptowerts weitgehend aus seiner Ähnlichkeit zu anderen Kryptowerten mit gleichwertigen Eigenschaften, sodass diese substituierbar sind, sollte dies nach der MiCA keine Ausnahme rechtfertigen. Umgekehrt gilt jedoch für NFTs, die ihren Wert aus ihren einmaligen Eigenschaften oder dem spezifischen Nutzen ableiten, den sie dem Inhaber bieten, dass sie nicht als substituierbar angesehen werden sollten, weil ihr Wert nicht ohne Weiteres dem anderer Vermögenswerte gleichgesetzt werden kann, selbst wenn sie handelbar sind und mit ihnen spekuliert werden kann.
70. Zu diesem Zweck können die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer im Zuge ihrer Beurteilung der Einmaligkeit und Nichtfungibilität eines Kryptowerts einen „unabhängigen Werthaltigkeitstest“ in Betracht ziehen, der Folgendes berücksichtigt: (i) ob der Wert des Kryptowerts sich vor allem aus seinen einmaligen Eigenschaften und/oder der Nützlichkeit / den Nutzen ergibt, die er seinem Inhaber bietet (z. B. ein spezifischer NFT, der an eine begrenzte Auflage eines digitalen Kunstwerks eines berühmten Künstlers gebunden ist); (ii) inwieweit die Verbundenheit verschiedener Arten von Kryptowerten den Wert eines anderen in solcher Weise beeinflusst, dass der NFT keinen eigenständigen Wert hat, der nicht mit den anderen NFTs in der Serie oder Sammlung korrelieren würde (dass es z. B. für eine Token-Serie einen gemeinsamen Handelspreis gibt)³⁷; wie auch (iii) die einmaligen Eigenschaften, die diese Kryptowerte von anderen unterscheiden.
71. Die Einmaligkeit und Fungibilität im Rahmen der MiCA sollte unabhängig von der Handelbarkeit des Vermögenswerts auf den Sekundärmärkten beurteilt werden. Dass ein Kryptowert auf derartigen Märkten gehandelt werden kann, lässt nicht zwingend darauf schließen, ob er nach der MiCA als einmalig oder als nicht einmalig einzustufen ist.
72. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten fraktionierte NFT (F-NFTs) nicht automatisch als einmalig und nicht fungibel einstufen³⁸. Im Zuge ihrer Beurteilung sollten die nationalen zuständigen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer berücksichtigen: ob die Kryptowerte Teileigentum an einem einzigen einmaligen und nicht fungiblen Token darstellen; ob die Bruchteile, wenn man sie gesondert betrachtet, als einmalig und nicht fungibel angesehen werden; ob diese Bruchteile gleiche Merkmale oder Eigenschaften aufweisen, und ob es möglich ist, das Volleigentum am einmaligen und nicht

³⁷ Eine solche Verbundenheit kann durch den Umfang der Serie oder Sammlung, zu der die NFT gehören, verstärkt werden.

³⁸ Ebenda.

fungiblen Token durch Zusammensetzung seiner sämtlichen fraktionierten Bestandteile wiederherzustellen.

73. Beispielsweise könnten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer mit einer NFT-Sammlung befasst sein, bei der ein NFT in Hunderte kleiner Token fraktioniert ist, die einen Teil des anfänglichen NFT-Bildes darstellen. Auch wenn das ursprüngliche NFT-Bild einmalig ist, könnte es sein, dass die einzelnen fraktionierten Token die Kriterien der Einmaligkeit und Nichtfungibilität nicht erfüllen. Sollte es möglich sein, alle Bruchteile wieder zusammenzusetzen, um das Volleigentum an einem ursprünglichen NFT wiederherzustellen, so kann dies darauf hindeuten, dass die einzelnen Bruchteile nicht die Voraussetzungen für eine Einstufung als einmalig und nicht fungibel im Sinne der MiCA erfüllen.

Hybride Kryptowerte – Leitlinie 9

74. Zur Bestimmung, ob ein Kryptowert hybride Eigenschaften aufweist, sollten die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer zunächst prüfen, ob der Kryptowert die Kriterien für ein Finanzinstrument erfüllt. Weist der hybride Token Merkmale eines Finanzinstruments auf, so sollte dieser Umstand für seine Einstufung vorrangig berücksichtigt werden.³⁹ Deshalb ist dies zuerst zu prüfen, bevor alternative Einstufungen (z. B. als Utility-Token) in Betracht gezogen werden.
75. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten bei der Beurteilung vorrangig auf die einem Kryptowert inhärenten Eigenschaften abstellen und nicht auf die Bezeichnungen, die von den Emittenten – insbesondere für hybride Token, deren Funktionen oder Eigenschaften sich im Laufe ihres Lebenszyklus weiterentwickeln können – gewählt werden; es gilt, festzustellen, ob diese Eigenschaften eine nahtlose Kombination von anlageorientierten Funktionen (z. B. Zins- oder Kapitalerträge) und nutzungsorientierten Zwecken (z. B. Gewährung exklusiver Zugangsrechte für Dienste oder digitale Plattformen) ergeben.
76. Die zuständigen nationalen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer sollten berücksichtigen, ob der Kryptowert verschiedene Eigenschaften aufweist, die dessen Einstufung erschweren (indem z. B. geprüft wird, ob mit dem Kryptowert mehrere Rollen erfüllt oder verschiedene Eigenschaften kombiniert werden, beispielsweise Aspekte eines Finanzinstruments, einer Zahlung und eines Nutzens; inwieweit das Vorhandensein dieser unterschiedlichen Eigenschaften und Funktionen zur Gesamtdefinition des Kryptowerts beiträgt).

³⁹ Dieser Ansatz steht mit dem Wortlaut des Erwägungsgrundes 9 der MiCA in Einklang, der ausdrücklich bestimmt, dass Kryptowerte, die als Finanzinstrumente gelten, außerhalb des Anwendungsbereichs der Verordnung liegen.