

# Crypto-Assets

Kalss / Krönke / Völkel

2024

ISBN 978-3-406-77786-8

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

fallen also nicht unter den Begriff; jedoch erlaubt die MiCAR auch die Entfernung von „Inhalten“ und ganzen Domainnamen, Art. 94 Abs. 1 lit. z aa i und iii MiCAR. Die Online-Schnittstelle iSd MiCAR ist nicht mit einer Programmierschnittstelle (*application programming interface* – API) zu verwechseln. Letztere dient Programmierern zur Verbindung einer Software mit einer anderen und können vom Kunden nicht ohne Weiteres bedient werden.

**13. Kunde (Nr. 39).** Der in Nr. 39 definierte Begriff Kunde bezieht sich 195 nur auf Kryptowerte-Dienstleistungen. Für die Erwerber von Kryptowerten verwendet die MiCAR den Begriff „Anleger“ (siehe Nr. 37). Die Definition in Nr. 39 enthält kaum Erkenntnisse, die nicht bereits aus einer bloßen Wortanalyse gewonnen werden können. Interessant ist einzig die Tatsache, dass auch juristische Personen Kunden sein können.

Im Gegensatz zum Begriff des „Kleinanlegers“ (Nr. 37) kommt es beim 196 „Kunden“ nicht auf den Zweck an, zu dem dieser handelt. Daher erfasst der letztere Begriff auch professionelle und institutionelle Kunden.

**14. Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge (Nr. 40).** 197 Den in Nr. 40 definierte Begriff der „Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge“ verwendet die MiCAR nur in einer einzigen Bestimmung: Art. 76 Abs. 6 MiCAR. Dieser stellt bestimmte Anforderungen an eine solche Zusammenführung innerhalb eines Kryptowerte-Dienstleisters, insbesondere die Zustimmung des Kunden und die Vermeidung von Interessenkonflikten seitens des Anbieters.

Zur Bestimmung des Begriffs „Zusammenführung sich deckender Kunden- 198 aufträge“ verweist Nr. 40 Auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 38 MiFID II. Dort ist der Begriff definiert als „ein Geschäft, bei dem der betreffende Vermittler zwischen den mit dem Geschäft im Zusammenhang stehenden Käufer und Verkäufer in einer Weise zwischengeschaltet ist, dass er während der gesamten Ausführung des Geschäfts zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt ist, und bei dem beide Vorgänge gleichzeitig ausgeführt werden und das Geschäft zu einem Preis abgeschlossen wird, bei dem der Vermittler abgesehen von einer vorab offengelegten Provision, Gebühr oder sonstigen Vergütung weder Gewinn noch Verlust macht“. Entscheidend sind demnach drei Elemente: 1. der Ausführende ist zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt, 2. beide Vorgänge werden gleichzeitig ausgeführt und 3. der Ausführende macht – abgesehen von der zuvor offengelegten Vergütung – weder Gewinn noch Verlust.

Angesichts dieser Definition wäre es sehr einfach, die Vorschriften über die 199 „Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge“ in Art. 76 Abs. 6 MiCAR zu umgehen, indem man das Geschäft zB so ausgestaltet, dass der Ausführende einen nicht offengelegten Gewinn erzielt. Das kann nicht gemeint sein. Daher muss man die „Definition“ als Verhaltensforderung lesen: Derjenige, der sich deckende Kundenaufträge zusammenführt, soll dabei keinem Marktrisiko ausgesetzt sein, beide Vorgänge gleichzeitig ausführen, und jegliche Vergütung vorab offenlegen.

**15. Zahlungsdienst (Nr. 41).** Der Begriff des „Zahlungsdienstes“ spielt in 200 der MiCAR nur eine untergeordnete Rolle. Am prominentesten ist noch seine Erwähnung in Art. 70 Abs. 4 MiCAR. Der Begriff ist der PSD2 (Richtlinie (EU) 2015/2366) entlehnt.<sup>198</sup> Deren Art. 4 Nr. 3 verweist auf die

<sup>198</sup> Für Kryptowerte an der Schnittstelle zum Zahlungsdienstrecht s. Brauneck, EuZW, 13; ders, EuZW 61.

in Anhang I PSD2 genannten Dienstleistungen. Dort ist u. a. die Ausführung von „Zahlungsvorgängen einschließlich des Transfers von Geldbeträgen“ genannt (Nr. 3).

- 201 16. Zahlungsdienstleister (Nr. 42).** Der Begriff des „Zahlungsdienstleisters“ spielt eine noch untergeordnetere Rolle als der des Zahlungsdiensts. Er ist nur an wenigen Stellen erwähnt.<sup>199</sup> Die MiCAR bezeichnet ihn – in einem offensichtlichen Schreibfehler unter MiCAR – als „Zahlungsdienstleister“ und verweist insoweit auf Art. 4 Nr. 11 PSD2. Dieser verweist seinerseits auf Art. 32 f. PSD2. Danach sind Zahlungsdienstleister unter MiCAR – überraschenderweise – solche, die von der Geltung der PSD2 ausgenommen sind, zB weil sie Zahlungsdienstleistungen nur in geringem Umfang (max. 3 Mio. EUR im letzten Jahr) erbringen. Der Grund dürfte sein, dass alle anderen Zahlungsdienstleister bereits von der PSD2 erfasst sind. Zu Einzelheiten siehe Art. 32 f. PSD2. MiCAR bezeichnet die von der PSD2 erfassten Zahlungsdienstleister als „Zahlungsinstitute“, siehe Nr. 46.
- 202 17. E-Geld-Institut (Nr. 43).** E-Geld-Institute nehmen eine Schlüsselrolle in der MiCAR ein, weil nur diese – und Kreditinstitute – E-Geld-Token begeben können.<sup>200</sup> Die MiCAR definiert den Begriff durch Verweis auf die E-Geld-Richtlinie (RL 2009/110/EG)<sup>201</sup>. Danach ist ein E-Geld-Institut eine juristische Person, die nach Titel II der RL eine Zulassung für die Ausgabe von E-Geld erhalten hat. Folglich müssen die Emittenten von E-Geld-Token, soweit es sich nicht um Kreditinstitute handelt, über eine Zulassung als E-Geld-Institute verfügen.
- 203 18. E-Geld (Nr. 44).** Gemäß Art. 48 Abs. 2 MiCAR gelten E-Geld-Token als E-Geld. Was E-Geld ist, definiert Art. 2 Nr. 2 der E-Geld-Richtlinie (RL 2009/110/EG)<sup>202</sup>. E-Geld gilt als E-Token, so dass es auf die Erfüllung der Merkmale dieser Definition für E-Token nicht ankommt. Es handelt sich um eine juristische Fiktion. Ihre wichtigste Folge ist die Anwendbarkeit der E-Geld-Richtlinie auf E-Geld-Token, neben den Vorschriften des Titel IV der MiCAR.
- 204 19. Personenbezogene Daten (Nr. 45).** Der Datenschutz ist ubiquitär, und auch die MiCAR kann sich ihm nicht entziehen. In zahlreichen Vorschriften wird auf die Notwendigkeit des Schutzes personenbezogener Daten hingewiesen.<sup>203</sup> Wichtig ist zudem Art. 4 Abs. 2 UAbs. 2 MiCAR, dem zufolge Angebote von Kryptowerten im Tausch gegen personenbezogene Daten nicht als kostenlos gelten. Damit wird die Bedeutung der Preisgabe personenbezogener Daten unterstrichen.
- 205** Den Begriff „personenbezogene Daten“ definiert die MiCAR durch Verweis auf die DSGVO (VO (EU) 2016/679). Deren Art. 4 Nr. 1 sieht als solche alle Informationen an, „die sich auf eine identifizierte oder identifizierbare natürliche Person (...) beziehen; als identifizierbar wird eine natürliche Person angesehen, die direkt oder indirekt, insbesondere mittels Zuordnung

<sup>199</sup> S. zB Art. 122 Abs. 1 lit. e MiCAR für die Bestimmung potentieller Adressaten für behördliche Informationensuchen.

<sup>200</sup> Art. 48 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a MiCAR.

<sup>201</sup> S. Fn. 131.

<sup>202</sup> S. Fn. 131.

<sup>203</sup> S. zB Art. 126 Abs. 3, Art. 130 Abs. 6 S. 3, Art. 133 Abs. 1 Nr. 2 MiCAR.

zu einer Kennung wie einem Namen, zu einer Kennnummer, zu Standortdaten, zu einer Online-Kennung oder zu einem oder mehreren besonderen Merkmalen, die Ausdruck der physischen, physiologischen, genetischen, psychischen, wirtschaftlichen, kulturellen oder sozialen Identität dieser natürlichen Person sind, identifiziert werden kann.“

Vereinfacht gesagt handelt es sich danach bei personenbezogenen Daten um alle Informationen, die sich auf eine identifizierte oder identifizierbare natürliche Person beziehen.<sup>204</sup> Zentral sind nach der Definition vier Elemente: 1. Information, 2. Personenbezug, 3. natürliche Person und 4. Identifizierung oder jedenfalls Identifizierbarkeit.<sup>205</sup>

In Betracht kommen alle Arten von Informationen, nicht nur private oder sensible Daten.<sup>206</sup> Selbst vermeintlich belanglose oder für den Verantwortlichen neue Informationen können personenbezogene Daten sein.<sup>207</sup>

Die Informationen müssen sich auf eine bestimmte natürliche Person beziehen. Diese muss aber nicht notwendig bekannt, sondern lediglich identifizierbar sein. Dafür genügt zB das Wissen über deren Online-Kennung (IP-Adresse).<sup>208</sup>

Allerdings kann Anonymisierung oder Pseudonymisierung die Identifizierbarkeit verhindern und damit den Personenbezug aufheben.<sup>209</sup> Die Pseudonymisierung als solche reicht aber nicht aus, um den Personenbezug der jeweiligen Information aufzuheben.<sup>210</sup> Dies spielt bei der Blockchain eine besondere Rolle, da sie auf dem Prinzip der Pseudonymität beruht. Letztere muss so stark sein, dass die Identifizierung nicht mehr mit vernünftigerweise zu erwartendem Aufwand erreichbar ist.<sup>211</sup> In diesem Fall ist der für die DSGVO notwendige Personenbezug aufgehoben.<sup>212</sup>

Im Ergebnis wird man daher Informationen über das Halten oder den Transfer bestimmter Kryptowerte nur insoweit als personenbezogene Daten ansehen können, als diese mit vernünftigerweise zu erwartendem Aufwand einer individuellen Person zugeordnet werden können. Die genauen Anforderungen sind umstritten, wobei zwischen einer absoluten, einer relativen und einer vermittelnden Auffassung unterschieden wird.<sup>213</sup> Jedoch ist man sich im Ergebnis bis auf wenige abweichende Stimmen einig, dass es sich beim *public key*, beim *private key* und bei den Transaktionsdaten um personenbezogene Daten handeln kann.<sup>214</sup> Grund dafür sei, dass sie sich einer individuellen Person zuordnen lassen.<sup>215</sup>

<sup>204</sup> Paal/Pauly/Ernst DS-GVO Art. 4 Rn. 3.

<sup>205</sup> Ehmann/Selmayr/Klabunde DS-GVO Art. 4 Rn. 8.

<sup>206</sup> Gola/Heckmann/Gola DS-GVO Art. 4 Rn. 6.

<sup>207</sup> HK-DS-GVO/BDSG/Ziebarth DS-GVO Art. 4 Rn. 8.

<sup>208</sup> HK-DS-GVO/BDSG/Ziebarth DS-GVO Art. 4 Rn. 20.

<sup>209</sup> HK-DS-GVO/BDSG/Ziebarth DS-GVO Art. 4 Rn. 25.

<sup>210</sup> Vgl. Erwgr. Nr. 26 S. 2 DSGVO.

<sup>211</sup> HK-DS-GVO/BDSG/Ziebarth DS-GVO Art. 4 Rn. 30.

<sup>212</sup> HK-DS-GVO/BDSG/Ziebarth DS-GVO Art. 4 Rn. 91.

<sup>213</sup> Gola/Heckmann/Gola DS-GVO Art. 4 Rn. 20; Maume/Maute Kryptowerte-HdB/Schmid § 16 Rn. 19; Steinrötter ZBB 2021, 373 (379); Omlor/Link Kryptowährungen/Wendehorst/Gritsch Kap. 16 Rn. 8; Kipker/Bruns CR 2020, 210 Rn. 13 f.; EuGH 19.10.2016 – C-582/14 Rn. 25, 39–49 – Breyer zur Datenschutz-RL, eine inhaltliche Änderung ist mit der Einführung der DSGVO nicht eingetreten.

<sup>214</sup> Steinrötter ZBB 2021, 373 (378); Bechtolf/Vogt ZD 2018, 66 (68 f.); für public keys und Transaktionsdaten ebenfalls: Omlor/Link Kryptowährungen/Wendehorst/Gritsch Kap. 16 Rn. 9 f.; Maume/Maute Kryptowerte-HdB/Schmid § 16 Rn. 20 ff.

<sup>215</sup> Steinrötter ZBB 2021, 373 (378).

- 211** Dem ist ganz grundsätzlich zu widersprechen. Weder der *public key*, noch der *private key* oder die Transaktionsdaten lassen sich mit „verhältnismäßigem Aufwand“ einer bestimmten Person zuordnen. Die Blockchain ist bewusst so konzipiert und ausgestaltet, dass eine solche Zuordnung unmöglich ist. Die Kenntnis der Identität der Inhaber der auf ihr gespeicherten Werte ist gerade keine Voraussetzung für die Übertragung von Kryptowerten und damit auch eine Ermittlung der Identität nicht erforderlich (*zero knowledge proof*). Diese Pseudonymität wird durch aufwändige kryptographische Mittel wie den Hash erreicht. Jede beliebige Person kann zB einen *public key* auf einer Webseite erzeugen, ohne seine Identität zu offenbaren. Der *private key* wird nur ihr mitgeteilt; sie hält diesen vernünftigerweise geheim. Die Transaktionsdaten wiederum können durch Dritte nicht einer individuellen Person zugeordnet werden, solange nicht die Pseudonymität durch außerhalb der Blockchain liegende Umstände aufgehoben ist. Die Blockchain ist ein hervorragendes Mittel zur Geheimhaltung personenbezogener Daten; genau dazu wurde sie erdacht, und genau deshalb wird sie von Kriminellen missbraucht und von Regulierern misstrauisch beäugt.
- 212** Fast alle auf der Blockchain gespeicherten oder zu ihrer Veränderung erforderlichen Daten sind daher nicht als personenbezogen anzusehen. Nur in Ausnahmefällen ist dies anders. Eine solche Situation liegt beispielsweise vor, wenn die hinter einer *public address* stehende Person bekannt ist, zB durch vorangehende Geschäfte, und sich daher über die Blockchain weitere Kenntnisse über das Verhalten dieser Person und ihre Vermögenswerte erzielen lassen. Auch ließe sich möglicherweise die Identität mittels Big Data Analyse ausfindig machen.<sup>216</sup> Doch handelt es sich hierbei wie gesagt um Ausnahmefälle.
- 213** In anderen Mitgliedstaaten der EU wird die DSGVO wesentlich weniger weitgehend und stärker an ihren Zielen orientiert interpretiert. Daher hat man dort auch kaum Probleme, Blockchain und Datenschutz miteinander in Einklang zu bringen.<sup>217</sup>
- 214** Die herrschende Meinung im deutschsprachigen Raum führt dagegen zu erheblichen Schwierigkeiten bei der Anwendung der DSGVO auf die Blockchain. Diese beginnen bei der Frage der Rechtmäßigkeit, insbesondere durch „Einwilligung“ in die Datenverarbeitung, führen weiter über das Problem der für diese verantwortlichen Person und enden bei der (un)möglichen Durchsetzung der DSGVO in globalen Netzwerken.<sup>218</sup> Überall treten vermeintlich diametrale Widersprüche zwischen dem Schutz personenbezogener Daten und der neuen Technologie auf.<sup>219</sup> Letztlich gehen diese jedoch auf die Vertreter der herrschenden Ansicht selbst zurück, die die Anforderungen an die Identifizierbarkeit viel zu niedrig ansetzen.
- 215** Das heißt nicht, dass DLT und Datenschutz sich komplett ausschließen würden. Dies folgt bereits aus dem bereits erwähnten Erwgr. Nr. 26 S. 2 DSGVO, wonach eine Pseudonymisierung als solche nicht die Anwendbar-

---

<sup>216</sup> Lyons/Courcelas/Timsit, EU Blockchain Observatory and Forum Report: Blockchain and the GDPR, 2018, 20.

<sup>217</sup> Zu Frankreich siehe Commission Nationale de l'Informatique et des Libertés (CNIL), Blockchain and the GDPR, 2018.

<sup>218</sup> Siehe umfassend hierzu Maume/Maute Kryptowerte-HdB/Schmid § 16; Omlor/Link Kryptowährungen/Wendehorst/Gritsch Kap. 16; Bechtolf/Vogt ZD 2018, 66.

<sup>219</sup> S. zB zur Verantwortlichkeit Omlor/Link Kryptowährungen/Wendehorst/Gritsch Kap. 16 Rn. 15 ff.

keit der DSGVO ausschließt. In einigen Fällen können auf der Blockchain gespeicherte Daten durchaus personenbezogen sein. So kann es sich insbesondere bei *permissioned blockchains* verhalten. Ein Beispiel sind diejenigen Blockchains, die dem eWpG unterfallen.<sup>220</sup> Bei ihnen müssen Informationen über den Inhaber eingetragen sein (siehe § 17 Abs. 1 Nr. 6 eWpG); die Bezeichnung des Inhabers muss bei einer Einzeleintragung durch Zuordnung einer eindeutigen Kennung erfolgen (§ 17 Abs. 2 S. 2 eWpG). Hier kann die Person des Inhabers oder Übertragenden durchaus mit vertretbarem Aufwand zu ermitteln sein, so dass personenbezogene Daten vorliegen können.

Ebenso verhält es sich mit Informationen, die nicht auf der Blockchain selbst gespeichert sind. Zum Beispiel sind die Identität eines Nodes oder eines Miners nicht in derselben Weise geschützt wie die des Inhabers eines Kryptowerts, und können daher personenbezogene Daten darstellen. Ebenso können Daten ohne Verschlüsselung auf der Blockchain gespeichert werden. Diese sind ohne Weiteres vom Begriff der personenbezogenen Daten umfasst.

**20. Zahlungsinstitut (Nr. 46).** Der Begriff des Zahlungsinstituts ist in der MiCAR nur von marginaler Bedeutung.<sup>221</sup> Er entspricht demjenigen der PSD2 (RL (EU) 2015/2366). Den Art. 4 Nr. 4 bezeichnet als Zahlungsinstitut „eine juristische Person, der nach Artikel 11 PSD2 eine Zulassung für die unionsweite Erbringung und Ausführung von Zahlungsdiensten erteilt wurde“. Es gilt also ein formeller Begriff.

**21. OGAW-Verwaltungsgesellschaft und AIF-Verwalter (Nr. 47, 48).** Verwaltungsgesellschaften von Organismen für die gemeinsame Anlage in Wertpapieren (OGAW) und Verwalter alternativer Investmentfonds (AIF) sind unter der MiCAR insofern von Bedeutung, als sie ohne weitere Zulassung Kryptowerte-Dienstleistungen erbringen können.<sup>222</sup> Die Begriffe richten sich nach der UCITS-Richtlinie<sup>223</sup> und der AIFM-Richtlinie.<sup>224</sup>

**22. Finanzinstrument (Nr. 49).** Der Begriff des Finanzinstruments nimmt eine Schlüsselposition in der MiCAR ein, da er zu deren Abgrenzung vom klassischen Finanzmarktrecht dient. Alle diejenigen Kryptowerte, die den Begriff des Finanzinstruments erfüllen, fallen nicht unter die MiCAR, sondern unter die MiFID II/MiFIR, die Prospekt-VO, und MAD/MAR.<sup>225</sup> Dies folgt aus dem Konzept der technologischen Neutralität, dem das EU-Finanzmarktrecht – nicht aber die MiCAR – verpflichtet ist.<sup>226</sup>

Die MiCAR definiert den Begriff „Finanzinstrument“ nicht selbst, sondern verweist auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II, der wiederum auf Anhang 1 Teil C MiFID II referiert. Dort sind im Wesentlichen – abgesehen von

<sup>220</sup> Zur Änderung des eWpG durch das ZuFinG s. John/Patz BKR 2023, 849 (854).

<sup>221</sup> S. zB Art. 122 Abs. 1 lit. e, Art. 125 Abs. 1 lit. e MiCAR.

<sup>222</sup> Art. 59 Abs. 2 MiCAR; S. zu den weiteren Anforderungen Art. 60 Abs. 5 MiCAR.

<sup>223</sup> Art. 2 Nr. 1 lit. b RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. 2009 L 302, 32.

<sup>224</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. b RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8.6.2011 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, ABl. 2011 L 174, 1.

<sup>225</sup> S. Art. 2 Abs. 4 lit. a MiCAR.

<sup>226</sup> Näher zu diesem Konzept Maume ECFR 2023, 243 (245–255); Lehmann ÖBA 2024, 248 (251); Annunziata, EBI Working Paper Nr. 158, 1 (19–20).

Emissionszertifikaten – vier große Gruppen von Finanzinstrumenten genannt: 1. übertragbare Wertpapiere, 2. Geldmarktinstrumente, 3. Anteile an Organisationen für die gemeinsame Anlage in Wertpapieren (OGAW), und 4. verschiedene Arten von Derivaten.

1. Die erste Kategorie, übertragbare Wertpapiere, umfasst insbesondere Aktien und ihnen gleichzustellende Wertpapiere, Schuldverschreibungen und andere verbrieftete Schuldtitel, sowie alle Wertpapiere, die zu deren Kauf berechtigen (Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II). Hier ist die Schnittmenge mit Kryptowerten besonders groß. Insbesondere ist jede tokenisierte Aktie und jede tokenisierte Anleihe (Schuldverschreibung) ein Finanzinstrument iSd MiFID II und fällt aus dem Anwendungsbereich der MiCAR heraus.
2. Die zweite Kategorie, Geldmarktinstrumente, umfasst Schuldtitel mit kurzer Laufzeit (typischerweise unter einem Jahr).<sup>227</sup> Dazu gehören zB sog. *commercial paper* oder *repurchase agreements* (repos). Diese fallen ebenfalls aus dem Anwendungsbereich der MiCAR heraus, selbst wenn sie auf einer Blockchain registriert werden.
3. In die dritte Kategorie gehören alle Anteile an Investmentfonds, die der UCITS unterfallen (RL 2009/65/EG). Auch diese fallen nicht unter MiCAR, selbst wenn sie unter Nutzung von DLT begeben werden.
4. Die vierte Kategorie wird aus Termingeschäften wie Optionen, Futures oder Swaps gebildet. Diese müssen als Basiswert (*underlying*) auf eine der in Anhang 1 Abschnitt C MiFID II genannten Werte, Benchmarks oder Indizes beziehen. Sie fallen ebenfalls nicht unter MiCAR, selbst wenn sie auf einer Blockchain registriert werden oder sich auf Kryptowerte beziehen.

221 Im Einzelnen bestehen große Unsicherheiten hinsichtlich der präzisen Begriffsbestimmung des Finanzinstruments.<sup>228</sup> Die MiCAR löst diese nicht, sondern beauftragt ESMA mit Regelung auf Level 2.<sup>229</sup> Unlängst wurde ein erster Entwurf der Leitlinien veröffentlicht.<sup>230</sup>

222 Auszugehen haben wird man von folgenden Erwägungen: Zunächst fallen alle in Anhang 1 Abschnitt C MiFID II ausdrücklich genannten Finanzprodukte unter den Begriff Finanzinstrument. Dieser ist allerdings in verschiedener Hinsicht offen ausgestaltet.<sup>231</sup> Das ist kein Versehen, sondern diese Art der „flexiblen Definition“ soll Umgehungsmöglichkeiten ausschließen und der Aufsicht die Einbeziehung neuer Markterscheinungen erlauben. Als grundlegende Elemente dieser flexiblen Definition wird man die Möglichkeit der Übertragung, die Handelbarkeit, die massenhafte Ausstellung sowie die Funktion der Kanalisierung von Zahlungsströmen oder der Verwaltung von

<sup>227</sup> Schwark/Zimmer/Kumpan WpHG § 2 Rn. 33.

<sup>228</sup> S. Barsan RTDF 2017, 54 (56–60); Hacker/Thomale ECFR 2018, 645 (657–689); Langanbuecher RTDF 2018, 40 (43–48); Annunziata ECFR 2020, 129 (142–154); Lehmann/Schinerl EBI Working Paper Nr. 171, 1 (2–4); Maume/Fromberger Chicago Journal of International Law 2019, 548 (572–584); Piska/Völkel/Schinerl Blockchain Rules, 2. Aufl. 2024 Rn. 15.17 ff.; Toman/Schinerl ÖBA 2023, 178 (182); Maume/Maute/Fromberger/Zickgraf, The Law of Crypto Assets Rn. 48 ff.

<sup>229</sup> Art. 2 Abs. 5 MiCAR.

<sup>230</sup> ESMA, Consultation Paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, 29.1.2024, ESMA75-453128700-52.

<sup>231</sup> S. zB die offene Definition der übertragbaren Wertpapiere in Art. 4 Abs. 1 Nr. 55 MiFID II („gleichzustellende Wertpapiere“, „andere verbrieftete Schuldtitel“) oder der Derivate in Anhang 1 Abschnitt C Nr. 4–7 MiFID II („alle anderen Derivatkontrakte [...]“).

Risiken ansehen müssen.<sup>232</sup> Der Überschuss hinsichtlich eines Merkmals kann den Mangel eines anderen kompensieren. Fehlen diese jedoch, liegt kein Finanzinstrument vor. Dann ist der Weg für eine mögliche Anwendung der MiCAR auf den jeweiligen Kryptowert frei.

**23. Einlage und Strukturierte Einlage (Nr. 50 und Nr. 51).** Die Begriffe der „Einlage“ und der „strukturierten Einlage“ haben vor allem als Ausschlussatbestände Bedeutung: soweit ein Kryptowert sie erfüllt, ist er vom Anwendungsbereich der MiCAR ausgeschlossen.<sup>233</sup> 223

Für den Begriff der Einlage verweist die MiCAR auf die Einlagensicherungs-Richtlinie.<sup>234</sup> Deren Art. 2 Abs. 1 Nr. 3 bezeichnet als „Einlage“ ein „Guthaben, das sich aus auf einem Konto verbliebenen Beträgen oder aus Zwischenpositionen im Rahmen von normalen Bankgeschäften ergibt und vom Kreditinstitut nach den geltenden gesetzlichen und vertraglichen Bedingungen zurückzahlen ist, einschließlich einer Festgeldeinlage und einer Spareinlage“. Ausgenommen sind Guthaben, deren Existenz nur durch ein Finanzinstrument nachgewiesen werden kann, doch greift in diesem Fall die Ausnahme des Art. 2 Abs. 4 lit. a für Finanzinstrumente. Kurz gesagt ist eine Einlage ein unbedingt rückzahlbarer Geldbetrag, der bei einer Bank hinterlegt wird.<sup>235</sup> Diese ist nicht von der MiCAR erfasst, selbst wenn sie durch einen Kryptowert repräsentiert wird. 224

Der Begriff der strukturierten Einlage entstammt der MiFID II. Danach handelt es sich um eine besondere Art der Einlage, bei der neben dem eingezahlten Betrag auch im Vorhinein festgelegte oder berechenbare Zinsen oder Prämien zu zahlen sind.<sup>236</sup> Auch diese fallen nicht unter die MiCAR, selbst wenn für sie ein Kryptowert ausgestellt wird. 225

## VII. Delegierte Rechtsakte (Abs. 2)

Art. 3 Abs. 2 MiCAR erhält zwei Ermächtigungen an die Kommission. 226  
Erstens kann diese technische Aspekte der Definitionen in Art. 3 Abs. 1 MiCAR enthaltenen Begriffe genauer festlegen. Dabei könnte man zB an den Begriff der DLT (Art. 3 Abs. 1 Nr. 1) oder des Konsensmechanismus (Art. 3 Abs. 1 Nr. 3) denken.

Zweitens wird die Kommission ermächtigt, die Begriffsbestimmungen in Art. 3 Abs. 1 MiCAR an Marktentwicklungen und technologische Entwicklungen anzupassen. Diese Ermächtigung ist bedenklich, da sie scheinbar der Kommission erlauben soll, vom Wortlaut der VO abzuweichen. Allein dieser ist jedoch verbindlich; er kann auch nicht durch eine „Anpassung“ seitens der Kommission erweitert werden. Eine Anwendungsmöglichkeit für die zweite Ermächtigung könnte jedoch Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 in Betracht. Dieser spricht von DLT „oder einer ähnlichen Technologie“. Welche Technologie ähnlich iSd Vorschrift ist, könnte die Kommission präzisieren. Dabei könnte sie auch auf künftige Marktentwicklungen und technologische Entwicklungen reagieren. Keinesfalls darf sie aber Begriffe wie zB den Kryptowert oder den Utility-Token abweichend von der in Art. 3 Abs. 1 genannten Bestimmung definieren. 227

<sup>232</sup> Lehmann/Schinerl EBI Working Paper Nr. 171, 1 (20–23).

<sup>233</sup> S. Art. 2 Abs. 4 lit. b MiCAR.

<sup>234</sup> Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Einlagensicherungssysteme, ABl. 2014 L 173, 149.

<sup>235</sup> Vgl. auch § 1 Abs. 1 S. 2 KWG.

<sup>236</sup> S. im Einzelnen Art. 4 Abs. 1 Z 43 MiFID II.

## Titel II. Andere Kryptowerte als vermögenswertreferenzierte Token und E-Geld-Token

### Artikel 4 Öffentliche Angebote von anderen Kryptowerten als vermögenswertreferenzierten Token oder E-Geld-Token

(1) Eine Person, darf in der Union andere Kryptowerte als vermögenswertreferenzierte Token oder E-Geld-Token nicht öffentlich anbieten, es sei denn, diese Person

- a) ist eine juristische Person,
- b) hat in Bezug auf diese Kryptowerte ein Kryptowerte-Whitepaper gemäß Artikel 6 erstellt,
- c) hat das Kryptowerte-Whitepaper gemäß Artikel 8 übermittelt,
- d) hat das Kryptowerte-Whitepaper gemäß Artikel 9 veröffentlicht,
- e) hat in Bezug auf diesen Kryptowert die Marketingmitteilungen, sofern vorhanden, gemäß Artikel 7 erstellt,
- f) hat in Bezug auf diesen Kryptowert die Marketingmitteilungen, sofern vorhanden, gemäß Artikel 9 veröffentlicht,
- g) erfüllt die in Artikel 14 festgelegten Anforderungen für Anbieter.

(2) Absatz 1 Buchstaben b, c, d und f gilt nicht für folgende öffentliche Angebote von anderen Kryptowerten als vermögenswertreferenzierten Token oder E-Geld-Token:

- a) Ein Angebot an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen je Mitgliedstaat, wenn diese Personen für eigene Rechnung handeln;
- b) ein öffentliches Angebot eines Kryptowerts in der Union, dessen Gesamtgegenwert über einen Zeitraum von zwölf Monaten ab dem Beginn des Angebots 1 000 000 EUR oder den Gegenwert in einer anderen amtlichen Währung oder in Kryptowerten nicht übersteigt;
- c) ein Angebot eines Kryptowerts, das sich ausschließlich an qualifizierte Anleger richtet, sofern der Kryptowert nur von diesen qualifizierten Anlegern gehalten werden kann.

(3) Dieser Titel findet keine Anwendung auf öffentliche Angebote von anderen Kryptowerten als vermögenswertreferenzierten Token oder E-Geld-Token, wenn einer oder mehrere der folgenden Fälle zutreffen:

- a) der Kryptowert wird kostenlos angeboten;
- b) der Kryptowert wird als Gegenleistung für die Pflege des Distributed Ledgers oder die Validierung von Transaktionen automatisch geschürft;
- c) das Angebot betrifft einen Utility-Token, der Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung bietet, die bereits besteht oder bereits erbracht wird;
- d) der Inhaber des Kryptowerts ist berechtigt, diesen Kryptowert nur für den Tausch gegen Waren und Dienstleistungen in einem begrenzten Netz von Händlern mit vertraglichen Vereinbarungen mit dem Anbieter zu nutzen.

Für die Zwecke von Unterabsatz 1 Buchstabe a gilt ein Angebot eines Kryptowerts nicht als kostenlos, wenn der Käufer verpflichtet ist oder sich bereit erklären muss, dem Anbieter im Tausch gegen diesen Kryptowert personenbezogene Daten zur Verfügung zu stellen, oder wenn der Anbieter eines Kryptowerts von den potenziellen Inhabern dieses Krypto-