

Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR)

Maume

2025

ISBN 978-3-406-79497-1

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei

beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung 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 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 für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

nügt die bloße Handelbarkeit des Instruments nicht, um dem Begriff des Geldmarktinstruments zu unterfallen, sondern es ist ein tatsächlicher Handel der betreffenden Gattung auf einem bereits bestehenden Markt erforderlich, damit das jeweilige Instrument als Geldmarktinstrument iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 2 iVm Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 MiFID II einzustufen ist.⁴⁵⁹ Das Tatbestandsmerkmal der „Gattung“ impliziert zudem das Erfordernis einer gewissen Standardisierung der Instrumente.⁴⁶⁰

Dem Begriff des Geldmarktinstruments unterfallen beispielsweise kurzfristige Schatzanweisungen eines Staates (Treasury Bills bzw. T-Bills), Einlagenzertifikate von Banken (Certificates of Deposit) sowie Commercial Papers zur Deckung eines kurzfristigen Liquiditätsbedarfs.⁴⁶¹ Auch Schatzwechsel sowie kurzfristige Schuldscheindarlehen unterfallen bei hinreichender Standardisierung dem Begriff des Geldmarktinstruments, wohingegen dies wegen fehlender Handelbarkeit für Sparbriefe und Termingelder nicht der Fall ist.⁴⁶² Ein Kryptowert kann als Geldmarktinstrument einzuordnen sein, wenn er ähnliche bzw. vergleichbare Merkmale wie ein traditionelles Geldmarktinstrument (zB eine Schatzanweisung, ein Einlagenzertifikat oder ein Commercial Paper) aufweist, dh eine Restlaufzeit entsprechend der Vorgaben der VO (EU) 2017/1131 sowie einen stabilen Wert mit minimaler Volatilität besitzt und durch eine Kopplung der (erzielbaren) Rendite an kurzfristige Zinssätze gekennzeichnet ist.⁴⁶³ 342

3. Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen

Gemäß Anhang I Abschnitt C Nr. 3 MiFID II sind **Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen** als Finanzinstrumente einzustufen.⁴⁶⁴ Hierunter fallen zunächst **Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere** (vgl. Art. 1 Abs. 2 RL 2009/65/EG [zuletzt geändert durch RL 2014/91/EU], OGAW-RL) dem Begriff des Finanzinstruments.⁴⁶⁵ Vereinfacht ausgedrückt handelt es sich bei OGAWs um eine **Teilkategorie der Investmentfonds**, und zwar um diejenigen Investmentfonds, die keine Alternativen Investmentfonds (AIFs) sind (Art. 4 Abs. 1 lit. a ii RL 2011/61/EU, AIFM-RL).⁴⁶⁶ Anteile an OGAWs unterfallen ungeachtet der rechtlichen Ausgestaltung des OGAW als (vertragliches) Sondervermögen, als Trust oder als Investmentgesellschaft (Art. 1 Abs. 3 OGAW-RL) dem Begriff des 343

⁴⁵⁹ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 41; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 45; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek MAR Art. 2 Rn. 13.

⁴⁶⁰ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek MAR Art. 2 Rn. 13; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 47.

⁴⁶¹ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 48.

⁴⁶² Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 43; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 48f.; vgl. ferner Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek MAR Art. 2 Rn. 13 mit Hinweis auf den engen Restanwendungsbereich im Vergleich zu (übertragbaren) Wertpapieren.

⁴⁶³ 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, S. 13, 32, Rn. 39ff., 113f.]

⁴⁶⁴ Näher zu den Begriffsmerkmalen Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek MAR Art. 2 Rn. 14.

⁴⁶⁵ Vgl. BeckOK WpHR/Harnos MAR Art. 2 Rn. 2.3; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 50.

⁴⁶⁶ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 50; vgl. auch BeckOK WpHR/Harnos MAR Art. 2 Rn. 2.3.

Art. 3 Titel I Gegenstand, Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen

Finanzinstruments iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 3 MiFID II.⁴⁶⁷ Als **zulässige Anlagegegenstände** eines OGAW kommen nur **Wertpapiere** (vgl. zur Begriffsdefinition Art. 2 Abs. 1 lit. n OGAW-RL) und/oder andere in Art. 50 genannte **liquide Finanzanlagen** in Betracht (Art. 1 Abs. 2 UAbs. 1 lit. a iVm Art. 50 OGAW-RL).

344 Von Anhang I Abschnitt C Nr. 3 MiFID II werden darüber hinaus auch **Anteile an alternativen Investmentfonds** (AIFs) erfasst, da es sich bei AIFs ebenfalls um Organismen für gemeinsame Anlagen handelt (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL; arg. Wortlaut Anhang I Abschnitt C Nr. 3 MiFID II).⁴⁶⁸ Ein alternativer Investmentfonds ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren (Art. 4 Abs. 1 lit. a i AIFM-RL), und keine Genehmigung gemäß Art. 5 OGAW-RL benötigt (Art. 4 Abs. 1 lit. a ii AIFM-RL), dh nicht als OGAW zu qualifizieren ist.

345 Ein Kryptowert ist als Anteil an einem Organismus für gemeinsame Anlagen zu qualifizieren, wenn er einen **Anteil** an dem Organismus darstellt und der **Emittent dieses Kryptowerts als Organismus für gemeinsame Anlagen** einzustufen ist.⁴⁶⁹ Organismen für gemeinsame Anlagen zeichnen sich im Allgemeinen dadurch aus, dass **Kapital** (zB Fiatwährung oder Kryptowerte) von einer **Vielzahl von Anlegern** mit dem Zweck der **Erzielung einer gemeinsamen Rendite** (pooled return) für diese Anleger eingesammelt wird.⁴⁷⁰ Zudem darf das dem Organismus zugrunde liegende Rechtsgebilde **keinen allgemeinen kommerziellen Zweck** verfolgen und die **Anleger dürfen keine direkte Kontrolle** bzw. **Entscheidungsbefugnis** über die tagtägliche operationelle Tätigkeit des Organismus betreffend die **Verwaltung der Anlagegegenstände** haben.⁴⁷¹ Um einen **Anteil an dem Organismus** handelt es sich bei dem Kryptowert, wenn er die **Rechte der Anleger an dem betreffenden Organismus** und damit den **Anteil des jeweiligen Anlegers am gemeinsamen Kapital** repräsentiert.⁴⁷²

4. Derivatkontrakte

346 a) **Allgemeines.** Die in Anhang I Abschnitt C Nr. 4, 5, 6, 7, 10 MiFID II genannten Finanzinstrumente sind als **Derivate** zu klassifizieren.⁴⁷³ **Art. 4 Abs. 1 Nr. 49 MiFID II** definiert Derivate als die in **Art. 2 Abs. 1 Nr. 29 VO (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR)** definierten Finanzinstrumente, wobei dort auf die in **Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c iVm Anhang I Abschnitt C Nr. 4–10 MiFID II** definierten Finanzinstrumente verwiesen wird. Als allgemeine Definition kann somit festgehalten werden, dass **Derivate** als **Wertpapiere** einzustufen sind, die zum

⁴⁶⁷ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 51; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek MAR Art. 2 Rn. 14.

⁴⁶⁸ BaFin Emittentenleitfaden Modul C (Stand: 25.3.2020), S. 9; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek MAR Art. 2 Rn. 15; vgl. auch Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann MAR Art. 3 Rn. 5; BeckOK WpHR/Harnos MAR Art. 2 Rn. 2.3; (wohl) aA Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Brellochs § 1 Rn. 19.

⁴⁶⁹ 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, S. 13 Rn. 42.

⁴⁷⁰ Ebd. ESMA, S. 14, 32f., Rn. 44f., 115, 117.

⁴⁷¹ Ebd. ESMA, S. 14, 33, Rn. 44, 46, 47, 116.

⁴⁷² Ebd. ESMA, S. 13f., Rn. 43, 45.

⁴⁷³ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 52.

Kauf oder Verkauf von Aktien oder Schuldverschreibungen iSd Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. a, b MiFID II (Finanzderivate) oder **Waren** (Warenderivate) **berechtigten** (physische Erfüllung bzw. Lieferung) oder zu einer **Barzahlung** führen (Barausgleich), die anhand von **übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen** bestimmt wird.⁴⁷⁴ Das übereinstimmende Grundcharakteristikum sämtlicher Derivate bildet somit die **Abhängigkeit von einem Basiswert** (underlying).⁴⁷⁵ Als tauglicher Basiswert kommen im Grundsatz auch ein **Kryptowert**, ein **Korb aus verschiedenen Kryptowerten** oder ein auf **Kryptowerte bezogener Index** in Betracht (**Kryptoderivat**).⁴⁷⁶ Umgekehrt kann ein Kryptowert auch einen Derivatkontrakt repräsentieren (**derivativer Kryptowert**), der auf einen anderen Basiswert iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 4–10 MiFID II bezogen ist, wobei in diesem Fall der betreffende **Kryptowert als derivatives Finanzinstrument** einzuordnen ist.⁴⁷⁷

In Bezug auf die Ausgestaltung des Derivatkontrakts kann zwischen **Festgeschäften** und **Optionsgeschäften** unterschieden werden.⁴⁷⁸ Bei einem Festgeschäft verpflichten sich die Parteien zu einer im Zeitpunkt des Vertragsschlusses festgelegten zukünftigen Leistung.⁴⁷⁹ Im Falle eines Optionsgeschäfts wird demgegenüber eine Partei das bloße Recht eingeräumt, von der anderen Partei die Lieferung (call option) oder Abnahme und Bezahlung (put option) fordern zu können (bedingtes Geschäft).⁴⁸⁰ Bei Fest- und Optionsgeschäften kommt gleichermaßen entweder eine **effektive Lieferung** des Basiswerts (physical settlement, zB Anhang I Abschnitt C Nr. 6, 7 MiFID II) oder ein **Barausgleich** (cash settlement, zB Anhang I Abschnitt C Nr. 5 MiFID II) in Gestalt einer Zahlung der Differenz zwischen dem vereinbarten Kauf-/Verkaufspreis und dem tatsächlichen Kauf-/Verkaufspreis im maßgeblichen Zeitpunkt in Betracht.⁴⁸¹ Bei **Swaps** handelt es sich demgegenüber um Vereinbarungen, die einen Tausch verschiedener Zahlungsströme zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft zum Gegenstand haben.⁴⁸²

⁴⁷⁴ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 53.

⁴⁷⁵ 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, S. 15, Rn. 48; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 48; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 53.

⁴⁷⁶ Vgl. 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, S. 15f., 33, Rn. 49f. mit Fn. 33 unter Verweis auf Anhang I Abschnitt C Nr. 10 MiFID II (Kryptowert als Vermögenswert), Rn. 20; BaFin Hinweisschreiben (WA) v.20.2.2018 GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010, S. 2; ausführlich Misterek/Roth ZIP 2024, 385 (388); vgl. ferner Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 87; Maume/Fromberger 19 Chicago Journal of International Law (2019), 548 (583f.); Maume/Maute Kryptowerte-HdB/Zickgraf § 11 Rn. 73.

⁴⁷⁷ 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, S. 16, 30, 34, Rn. 51f., 103, 121f.

⁴⁷⁸ Näher Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 55f.

⁴⁷⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek WpHG § 2 Rn. 40; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 49; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 55.

⁴⁸⁰ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 56f.; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek WpHG § 2 Rn. 40; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 49.

⁴⁸¹ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 55f.

⁴⁸² Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 49.

- 348 **b) Einzelne Derivatkontrakte. aa) Finanzderivate.** Zu den als Finanzinstrumente iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 4 MiFID II einzustufenden sowie praktisch bedeutsamsten **Finanzderivatkontrakten**⁴⁸³ zählen Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward Rate Agreements) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf **Wertpapiere** (zu übertragbaren Wertpapieren → Rn. 324ff.), **Währungen, Zinssätze oder -erträge, Emissionszertifikate** oder andere **Derivat-Instrumente, finanzielle Indizes** oder **finanzielle Messgrößen**, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können.⁴⁸⁴
- 349 **bb) Warenderivate mit Barausgleich.** Den **Warenderivatkontrakten mit Barausgleich** iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 5 MiFID II unterfallen Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, Termingeschäfte (Forwards) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf **Waren**, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können, ohne dass ein Ausfall oder ein anderes Beendigungsereignis vorliegt. Der Begriff der Ware wird in Art. 2 Abs. 1 VO (EG) 1287/2006 sowie Art. 2 Nr. 6 DelVO (EU) 2017/565 als fungibles Gut definiert, das geliefert werden kann.⁴⁸⁵ Die Fungibilität erfordert eine Handelbarkeit der Ware, die wiederum eine Vertretbarkeit, dh Bestimmbarkeit nach Gewicht, Maß oder Zahl, voraussetzt.⁴⁸⁶ Zu den erfassten Waren gehören u. a. Energien wie Strom, landwirtschaftliche Produkte oder auch Metalle mitsamt ihrer Erze und Legierungen.⁴⁸⁷
- 350 **cc) Physische Warenderivate.** Zu den **Warenderivatkontrakten mit möglicher effektiver Lieferung** iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 6 MiFID II gehören Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren (→ Rn. 349), die effektiv geliefert werden können, vorausgesetzt, sie werden an einem **geregeltten Markt** (Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II), über ein **MTF** (Art. 4 Abs. 1 Nr. 22) oder über ein **OTF** (Art. 4 Abs. 1 Nr. 23) gehandelt, wobei davon über ein OTF gehandelte Energiegroßhandelsprodukte, die effektiv geliefert werden müssen, ausgenommen sind.
- 351 **dd) Physische Warenderivate im Falle des Handels auf Drittlandhandelsplätzen.** Finanzinstrumente iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 7 MiFID II sind Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, Termingeschäfte (Forwards) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, die sonst nicht in Nummer 6 dieses Abschnitts genannt sind und nicht kommerziellen Zwecken dienen, die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen. Gemeint sind solche **Warenderivatkontrakte**, die weder bar abgerechnet werden (Nr. 5) noch auf MTF oder OTF (in der Union) gehandelt werden (Nr. 6).⁴⁸⁸ Sie dürfen ausweislich der Definitionsnormen zudem **nicht kommerziellen Zwecken** und müssen die **Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente** aufweisen.⁴⁸⁹ Konkretisierende Vorgaben enthält **Art. 7**

⁴⁸³ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 59.

⁴⁸⁴ Näher zu Beispielen Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 60ff.

⁴⁸⁵ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 66.

⁴⁸⁶ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 66.

⁴⁸⁷ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 66.

⁴⁸⁸ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 72.

⁴⁸⁹ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 72.

DelVO (EU) 2017/565: Bei den Anhang I Abschnitt C Nr. 7 MiFID II unterfallenden Kontrakten darf es sich gemäß Art. 7 Abs. 1 DelVO zunächst nicht um Kassageschäfte iSd Art. 7 Abs. 2 DelVO (EU) 2017/565 handeln. Die **ausgeschlossenen kommerziellen Zwecke** werden in Art. 7 Abs. 4 DelVO (EU) 2017/565 näher definiert und betreffen **Kontrakte im Bereich der (Energie-)Versorgung**. Die **Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente** weist der **Kontrakt** auf, wenn er auf dem **Handelsplatz eines Drittlands** gehandelt wird, der eine einem geregelten Markt oder einem MTF ähnliche Aufgabe wahrnimmt oder er ausdrücklich für den Handel an einem geregelten Markt, über ein MTF, ein OTF oder an einem gleichwertigen Handelsplatz eines Drittlands bestimmt ist oder den Regeln eines solchen Marktes oder Systems unterliegt oder er einem Kontrakt, der an einem geregelten Markt, über ein MTF, ein OTF oder an einem gleichwertigen Handelsplatz eines Drittlands gehandelt wird, im Hinblick auf Preis, Handelseinheit, Liefertermin und andere vertragliche Bedingungen gleichwertig ist (Art. 7 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2017/565) und er so **standardisiert** ist, dass der Preis, die Handelseinheit, der Liefertermin und andere Bedingungen hauptsächlich durch Bezugnahme auf regelmäßig veröffentlichte Preise, Standardhandelseinheiten oder Standardliefertermine bestimmt werden (Art. 7 Abs. 1 lit. b DelVO (EU) 2017/565). Im Ergebnis erfasst Anhang I Abschnitt C Nr. 7 MiFID II demnach **standardisierte physische Warenderivatkontrakte**, die auf **gleichwertigen Drittlandhandelsplätzen** gehandelt werden.⁴⁹⁰

ee) Derivate mit Bezug auf physikalische und volkswirtschaftliche Variablen sowie Vermögenswerte, Rechte, Obligationen, Indizes und Messgrößen als Basiswert. Nach Anhang I Abschnitt C Nr. 10 MiFID II sind zudem Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward Rate Agreements) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf **Klimavariablen, Frachtsätze, Inflationsraten oder andere offizielle Wirtschaftsstatistiken**, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können, ohne dass ein Ausfall oder ein anderes Beendigungsereignis vorliegt, sowie alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf **Vermögenswerte, Rechte, Obligationen, Indizes und Messgrößen**, die sonst nicht im Anhang I Abschnitt C MiFID II genannt sind und die die **Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente** aufweisen, wobei unter anderem berücksichtigt wird, ob sie auf einem geregelten Markt, einem OTF oder einem MTF gehandelt werden, als Finanzinstrumente anzusehen. **Art. 7 Abs. 3 DelVO (EU) 2017/565** konkretisiert die Anforderungen, die vorliegen müssen, damit ein Derivatkontrakt iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 10 MiFID II gegeben ist, dahingehend, dass der Kontrakt entweder einen Barausgleich vorsehen muss oder an einem geregelten Markt, MTF, OTF oder einem Handelsplatz in einem Drittland gehandelt wird oder die in Art. 7 Abs. 1 DelVO (EU) 2017/565 genannten Bedingungen erfüllt (→ Rn. 29); **weitere Bezugsgrößen** für Kontrakte iSd Nr. 10 sind in **Art. 8 DelVO (EU) 2017/565** genannt.⁴⁹¹ Bei Klimavariablen handelt es sich um Messwerte in Bezug auf natürliche Parameter, wie zB die Luft- und Wassertemperatur, Niederschlagsmenge, Sonnenscheindauer und Windgeschwindigkeit.⁴⁹²

⁴⁹⁰ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 71 f.

⁴⁹¹ Siehe zum Ganzen Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 73 f.

⁴⁹² Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 74; Assmann/Schneider/Müllbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 67; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek WpHG § 2 Rn. 49.

Art. 3 Titel I Gegenstand, Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen

Frachtsätze stellen Entgelte im Güterverkehr im Hinblick auf bestimmte Frachtwerte dar, wobei eine amtliche Festsetzung dieser Entgelte nicht erforderlich ist.⁴⁹³ Neben den eigens genannten Inflationsraten zählen zu den Bezugsgrößen iSd anderen offiziellen Wirtschaftsstatistik beispielsweise die Arbeitslosenquote, das Bruttoinlandsprodukt sowie Harmonisierte Verbraucherpreisindizes.⁴⁹⁴ **Kryptowerte** sind bei der gebotenen weiten Auslegung jedenfalls als (sonstige) **Vermögenswerte** iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 10 MiFID II anzusehen und stellen daher einen tauglichen Basiswert dar.⁴⁹⁵

5. Derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken

- 353 Die in Anhang I Abschnitt C Nr. 8 MiFID II genannten derivativen Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken haben die wirtschaftliche Funktion der **Übertragung von Kreditrisiken** aus dem **Vertrag bzw. Engagement des Sicherungsnehmers** (bzw. Schutzkäufers) **mit einem Dritten (Referenzschuldner) auf den Sicherungsgeber** (bzw. Schutzverkäufer), wobei hierfür typischerweise eine (Risiko-)Prämie zu zahlen ist, deren Höhe von der Kreditwürdigkeit des Referenzschuldners abhängig ist.⁴⁹⁶ Die fehlende Standardisierung oder Handelbarkeit solcher Instrumente steht deren Einordnung als Finanzinstrument nicht entgegen, da diese Instrumente keine übertragbaren Wertpapiere darstellen.⁴⁹⁷ Zu den Nr. 8 unterfallenden Instrumenten gehören beispielsweise **Credit Default Swaps, Total Return Swaps, Credit Spread Swaps und Risiko-Swaps**.⁴⁹⁸

6. Finanzielle Differenzgeschäfte

- 354 Die **finanziellen Differenzgeschäfte** (Contracts for Difference, CFD) iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 9 MiFID II sind Geschäfte mit typischerweise unbegrenzter Laufzeit, die einen **Barausgleich der Differenz** zwischen dem Markt- bzw. Kurswert des Basiswerts im **Zeitpunkt des Kaufs** und des **Verkaufs** des CFD vorsehen.⁴⁹⁹ Finanzielle Differenzgeschäfte können sich auf einen **beliebigen Referenzwert** beziehen; auch in Bezug auf den Handelsplatz enthält Anhang I Ab-

⁴⁹³ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 66; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 74; Schwark/Zimmer/Kumpan/Mistereck WpHG § 2 Rn. 49.

⁴⁹⁴ Schwark/Zimmer/Kumpan/Mistereck WpHG § 2 Rn. 49; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 68; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 74.

⁴⁹⁵ 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, S. 15 f., Rn. 49 f. mit Fn. 33]

⁴⁹⁶ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 75; Schwark/Zimmer/Kumpan/Mistereck MAR Art. 2 Rn. 18; vgl. auch Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 76; Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Brellocks § 1 Rn. 22.

⁴⁹⁷ Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Brellocks § 1 Rn. 22; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 75.

⁴⁹⁸ Schwark/Zimmer/Kumpan/Mistereck MAR Art. 2 Rn. 18, WpHG § 2 Rn. 58 (mit Erläuterungen zum Gegenstand der Swaps in Fn. 248 ff.); Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 76.

⁴⁹⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan/Mistereck WpHG § 2 Rn. 57; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 77; vgl. auch Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 75; BeckOK WpHR/Harnos MAR Art. 2 Rn. 2.4.

schnitt C Nr. 9 MiFID II keine Vorgaben oder Einschränkungen.⁵⁰⁰ Der Käufer eines CFD kann sowohl auf steigende Preise (Long-Position) als auch auf fallende Preise (Short-Position) des Referenzwerts setzen und damit von den Wertveränderungen des Referenzwerts profitieren, ohne diesen selbst kaufen oder verkaufen zu müssen.⁵⁰¹

7. Emissionszertifikate

Unter den Begriff des Finanzinstruments fallen wegen Anhang I Abschnitt C Nr. 11 MiFID II auch Emissionszertifikate, die aus Anteilen bestehen, deren Übereinstimmung mit den Anforderungen der RL 2003/87/EG (Emissionshandelssystem) anerkannt ist. Bei einem Emissionszertifikat handelt es sich gemäß Art. 3 lit. a RL 2003/87/EG um ein Zertifikat, das zur Emission von einer Tonne Kohlendioxidäquivalent in einem bestimmten Zeitraum berechtigt.⁵⁰² Auch ein **Kryptowert** kann theoretisch ein Emissionszertifikat iSd Anhang I Abschnitt C Nr. 11 MiFID II darstellen, sofern der Kryptowert ein Recht zur Emission einer bestimmten Menge von Kohlendioxidäquivalent vermittelt, handelbar ist und die Anforderungen der RL 2003/87/EG oder eines vergleichbaren Emissionszertifikatehandelssystems erfüllt.⁵⁰³ 355

50. „Einlage“ eine Einlage im Sinne des Artikels 2 Absatz 1 Nummer 3 der Richtlinie 2014/49/EU;

Zur Definition der Einlage wird in der MiCAR auf Art. 2 Abs. 1 der **Einlagensicherungsrichtlinie** verwiesen, der diese definiert als ein „Guthaben, das sich auf einem Konto verbliebenen Beträgen oder aus Zwischenpositionen im Rahmen von normalen Bankgeschäften ergibt und vom Kreditinstitut nach den geltenden gesetzlichen und vertraglichen Bedingungen zurückzuzahlen ist.“⁵⁰⁴ 356

Damit erkennt MiCAR grundsätzlich auch **tokenisierte Einlagen** an und stellt klar, dass diese weiterhin dem Rechtsrahmen von Einlagen unterfallen und nicht der MiCAR. Allerdings setzt das voraus, dass das entsprechende Instrument auch in tokenisierter Form weiterhin alle Elemente der Definition einer Einlage erfüllt. 357

Abgrenzungsfragen dürften sich hier insbesondere **gegenüber E-Geld Token** ergeben, die von Kreditinstituten ausgegeben werden. Von Kreditinstituten ausgegebene E-Geld-Token unterliegen nicht den Anforderungen nach Art. 7 der E-Geld-Richtlinie zur Sicherung, die nach der Systematik der Richtlinie als Teil nur auf E-Geld-Institute Anwendung finden. Gemäß MiCAR Erwgr. Nr. 71 un- 358

⁵⁰⁰ Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 77; Schwark/Zimmer/Kumpan/Misterek WpHG § 2 Rn. 57.

⁵⁰¹ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann WpHG § 2 Rn. 75; Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Brellocks § 1 Rn. 23; Klöhn/Klöhn MAR Art. 2 Rn. 77.

⁵⁰² BeckOK WpHR/Harnos MAR Art. 2 Rn. 2.5.

⁵⁰³ 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, S. 17, 34, Rn. 55f., 125, 127f. mit Hinweis zur erforderlichen Anerkennung durch die EU oder die Mitgliedstaaten gemäß RL 2003/87/EG.]

⁵⁰⁴ Siehe dazu EBA/OP/2020/15 18 September 2020 Opinion of the European Banking Authority on elements of the definition of credit institution under Article 4(1), point 1, letter (a) of Regulation (EU) No 575/2013 and on aspects of the scope of the authorisation.

Art. 3 Titel I Gegenstand, Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen

terliegen sie damit auch nicht den zusätzlichen Anforderungen der MiCAR für signifikante E-Geld-Token. Insofern handelt es sich bei diesen Tokens – ebenso wie bei Einlagen – um nicht gesondert gesicherte Forderungen gegenüber dem Kreditinstitut.

359 Schon nach der gegenwärtigen Rechtslage werden **E-Geld und Einlagen aber klar voneinander abgegrenzt**, und E-Geld ist nicht von der Einlagensicherung umfasst (siehe Erwgr. Nr. 29 RL 2009/110/EU). Dieses gegenseitige Ausschlussverhältnis wird in Erwgr. Nr. 9 klar bestätigt, wonach E-Geld-Token nicht als vom Anwendungsbereich dieser Verordnung ausgenommene Einlagen behandelt werden können.

360 Während die Einlage ein auf einem **Kontenverhältnis zwischen Bank und Halter** bestehende Forderung darstellt, sind E-Geld-Token **Kryptowerte, deren Wertstabilität unter Bezugnahme auf den Wert einer amtlichen Währung gewahrt werden** soll. E-Geld ist laut Legaldefinition eine zur Übertragung zu Zahlungsverkehrszwecken bestimmtes Instrument, was auch von anderen natürlichen oder juristischen Personen als dem E-Geld-Emittenten angenommen wird (siehe Art. 2 Nr. 2 RL 2009/110/EU).

361 Dabei wird die Zweckbestimmung alleine nicht in allen Fällen zur Abgrenzung ausreichen. Zum einen können Einlagen sowohl der **Wertaufbewahrung** als auch dem Zahlungsverkehr dienen. Auch für E-Geld-Token ist der Zahlungsverkehrszweck – anders als für E-Geld nicht konstitutiv, auch wenn der Gesetzgeber von einer Anwendung zu **Zahlungsverkehrszwecken** ausgeht (siehe MiCAR Erwgr. Nr. 68 und 103).

362 Zur Abgrenzung muss daher auch auf das der Einlage einerseits und dem E-Geld andererseits zugrundeliegenden **Rechtsverhältnis** abgestellt werden. Ein Gesichtspunkt dafür ist, dass bei der Einlage nach der Definition ein vertragliches **Kontenverhältnis** zwischen Kreditinstitut als Schuldner und Forderungshalter bestehen muss. Praktisch muss diese Vertragsbeziehung so gestaltet sein, dass die Bank jederzeit die Identität der Forderungsinhaber ihrer Einlagen feststellen kann (Art. 7 Abs. 6 der Einlagensicherungsrichtlinie), um eine effektive Auszahlung der Einlagensicherung im Entschädigungsfall innerhalb der in der Richtlinie festgestellten Fristen sicherstellen zu können.

363 Demgegenüber ist der E-Geld-Token als potenziell **weit umlaufendes Inhaberinstrument** ausgestaltet (siehe Art. 49 Abs. 2 und 4). Eine auch längerfristige Haltung der Forderung durch Dritte, die kein Kontenverhältnis mit dem E-Geld-Emittenten haben, ist für E-Geld Token vorgesehen, die Token können auf durch die MiCAR regulierten Handelsplattformen gehandelt und von entsprechenden Verwahrern verwahrt werden.

51. „strukturierte Einlage“ eine strukturierte Einlage im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 43 der Richtlinie 2014/65/EU.

364 Zur Definition des Begriffs strukturierte Einlage wird auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 43 der Richtlinie 2014/65/EU verwiesen. Da dieser die strukturierte Einlage wiederum als Einlage im Sinne von Art. 2 Abs. 1 der Einlagensicherungsrichtlinie definiert, ergeben sich aus Nr. 51 keine gesonderten Auslegungsfragen, der Begriff wird vielmehr in Art. 2 MiCAR nur klarstellend als vom Begriff der Einlage umfasst erwähnt und damit vom Anwendungsbereich der MiCAR ausgenommen.