

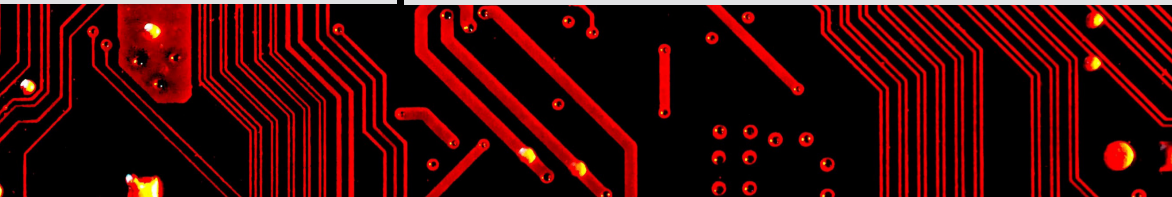
EuZ
ZEITSCHRIFT FÜR EUROPARECHT

LEITARTIKEL:

Thomas Jutzi / Andri Abbühl
Die Fintech-Massnahmen der EU
und das „Finanzinstrument“

AUSGABE:

09 | 2022



Die Fintech-Massnahmen der EU und das „Finanzinstrument“

Thomas Jutzi/Andri Abbühl*

Inhalt

A.	Einleitung	K 2
B.	Übersicht über die Fintech-Massnahmen der EU	K 4
I.	Fintech-Aktionsplan	K 4
II.	Strategie für ein digitales Finanzwesen	K 6
C.	Bedeutung des „Finanzinstruments“ in der EU-(Fintech)-Regulierung	K 8
I.	MiFID II	K 9
1.	Bedeutung des „Finanzinstruments“ für die MiFID II	K 9
2.	Relevanz für andere Erlasse	K 9
3.	Qualifikation des übertragbaren Wertpapiers unter der MiFID II	K 10
II.	E-MiCAR	K 20
1.	Einleitendes	K 20
2.	Whitepaper-Pflicht	K 23
3.	Emittentinnen wertreferenzierter und von E-Geld-Token	K 24
4.	Krypto-Dienstleisterinnen	K 28
5.	Würdigung der E-MiCAR	K 33
III.	Schwarmfinanzierungs-VO	K 35
1.	Allgemeines	K 35
2.	Abgrenzung zwischen „Krediten“ von übertragbaren Wertpapieren und den für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten	K 36
3.	Für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente	K 39
4.	Fazit zur Schwarmfinanzierungs-VO	K 41
IV.	DLT-Pilotregelung	K 41

* Thomas Jutzi, Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M., Ordinarius für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern, Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern. Andri Abbühl, MLaw, wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern. Die Autoren danken Dr. iur. Ksenia Wess, MLaw und MLaw, Advokat Quirin Meier für die kritische Durchsicht und die wertvollen Hinweise. Alle Links wurden zuletzt am 29. August 2022 aufgerufen.

D.	<u>Relevanz für die Schweiz</u>	K 42
I.	<u>Finanzmarktrecht</u>	K 42
1.	<u>E-MiCAR</u>	K 42
2.	<u>Schwarmfinanzierungs-VO</u>	K 44
II.	<u>Privatrecht</u>	K 45
E.	<u>Fazit</u>	K 45

A. Einleitung

Die EU fällt seit Langem mit reger Regulierungstätigkeit im Finanzmarktrecht auf. Mit mehreren Massnahmen hat sie sich seit 2018 auch Fintech-Themen gewidmet, also technisch ermöglichten neuen Formen von Finanztätigkeiten.¹ Hierbei sieht sie sich laut *Héritier/Schoeller* mit vier Ungewissheiten konfrontiert: Der (i) wirtschaftlichen und (ii) technischen Natur des innovativen Produkts bzw. Instruments, (iii) dessen makroökonomischen Risiken und (iv) der Rechtslage *lege lata*.² Die EU muss alle diese Ungewissheiten beseitigen, um angemessen auf Innovationen wie die mit Fintech verbundenen zu reagieren.

Die EU muss darüber hinaus nicht nur berücksichtigen, dass sie mit den USA und China mit ihren riesigen Binnenmärkten einzig dann mithalten kann, wenn sie unionsweit einheitliche Regeln und damit Rechtssicherheit schafft, sondern auch, dass unvollständige und inkonsistente Regeln nur eine weitere Schicht Komplexität auftragen, Kosten verursachen und letztlich Innovation hindern.³ Die EU sieht sich diesbezüglich mit einigen Schwierigkeiten konfrontiert. Sie ist in der „Tech“-Industrie untervertreten und fällt wirtschaftlich immer mehr zurück. Die Liste der innovativsten Unternehmen der Boston Consulting Group wird von US-amerikanischen und zunehmend auch chine-

¹ „Fintech“ oder „FinTech“ ist eine Kontraktion von „Finance“ und „Technology“. Das Financial Stability Board definiert „FinTech“ als „technologically enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on financial markets and institutions and the provision of financial services.“ (<<https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/fintech/>>).

² Héritier Adrienne/Schoeller Magnus G (Hrsg.), *Governing Finance in Europe*, Cheltenham/Northampton 2020 (zit. *Governing Finance in Europe*-BearbeiterIn), 20.

³ Vgl. Aghion Philippe/Bergeaud Antonin/Van Reenen John, *The Impact of Regulation on Innovation*, National Bureau of Economic Research, Januar 2021, abrufbar unter <https://scholar.harvard.edu/files/aghion/files/impact_of_regulation_on_innovation.pdf>, zur (negativen) Wirkung von Regulierung; Haake Camilla S., *Technik – Recht – Raum, Der Cyberspace als Rechtsraum besonderer Art*, Diss. Trier 2020, Tübingen 2022, 477 ff., zu den Folgen fehlender Regulierung und fehlender Harmonisierung.

sischen Unternehmen dominiert.⁴ Der Anteil Europas an den 100 grössten Unternehmen nach Marktkapitalisierung hat sich seit dem Jahr 2000 von 40 auf 15 verringert, wobei vor allem US-amerikanische (Tech-)Unternehmen die vormals europäischen Plätze eingenommen haben. In den letzten fünf Jahren vor 2021 investierte Europa weniger als 100 Mrd. US-Dollar Wagniskapital; diesen Betrag haben sowohl die USA als auch China in den vergangenen Jahren jährlich investiert. Unter den „Top 10“ (nach Marktkapitalisierung) der „Tech-IPOs“ im Jahr 2020 war kein einziges europäisches Unternehmen.⁵ Als Grund macht der *Economist* unter anderem den fehlenden Binnenmarkt aus;⁶ dieser ist jedoch u.E. besonders wichtig, um die Vorteile der ortsungebundenen digitalen Produkte und Dienstleistungen auszuspielen. Ebenso wird der grundsätzlich defensive Ansatz der EU-Regulierung und deren Inkonsistenz kritisiert.⁷

Im Folgenden untersuchen die Autoren, wie die EU-Kommission mit diesen vier Ungewissheiten bzw. dieser Herausforderung umgegangen ist (und umgeht), indem zunächst überblickshalber dargestellt wird, welche (zahlreichen) Massnahmen sie unter dem Titel „Fintech“ ergriffen hat, wozu zentrale Bedeutung das „Finanzinstrument“ i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 15 i.V.m. Anhang I, Abschnitt C der sog. MiFID II⁸ für die europäische Finanzmarktregulierung hat und wie es bisher verstanden wurde.

⁴ <<https://www.bcg.com/publications/most-innovative-companies-historical-rankings>>.

⁵ von Heimburg Fabian, Europe needs to learn from Asia to stop falling behind in tech, 1. März 2021, abrufbar unter <<https://www.weforum.org/agenda/2021/03/europe-learn-from-asia-stop-falling-behind-tech/>>.

⁶ „Europe is now a corporate also-ran. Can it recover its footing?“, *The Economist*, 5. Juni 2021, abrufbar unter <<https://www.economist.com/briefing/2021/06/05/once-a-corporate-heavyweight-europe-is-now-an-also-ran-can-it-recover-its-footing>>.

⁷ Vgl. etwa „The EU as a digital regulatory superpower: Implications for the United States“, European Council of Foreign Relations, 8. April 2020, abrufbar unter <https://ecfr.eu/article/commentary_the_eu_as_a_digital_regulatory_superpower_implications_for_the_u/>: „Furthermore, attendees argued that the EU will struggle to act as a regulatory superpower in the digital space unless it becomes a true digital superpower in its own right. The bloc should avoid pursuing a solely defensive approach to the issue; regulation should go hand in hand with significant investment in technology and the digital education of the workforce. US participants warned of the business risks for European entrepreneurs and start-ups posed by the Commission’s perceivedly unpredictable and inconsistent regulations, citing the legal uncertainty that surrounds European copyright laws.“ So auch von Heimburg Fabian (Fn. 7): „Furthermore, Europe has overregulated its own startup ecosystem, with laws ranging from putting high taxes on startup investments and making it difficult for employees to own stocks.“

⁸ 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 Text von Bedeutung für den EWR, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 349.

Anschliessend wird gezeigt, welche Bedeutung das „Finanzinstrument“ auch in einigen der (geplanten) *Fintech*-Erlassen hat und welche Schwierigkeiten sich daraus im jeweiligen Zusammenhang ergeben. Schliesslich erläutern die Autoren, inwiefern die vorgestellten Erlasse auch für die Schweiz relevant sind, namentlich in Bezug auf den Marktzugang.

B. Übersicht über die Fintech-Massnahmen der EU

I. Fintech-Aktionsplan

Die gesetzgeberischen Bemühungen der EU im Fintech-Bereich gehen zu einem grossen Teil auf den 2018 vorgestellten „Fintech-Aktionsplan“⁹ zurück. Dieser basiert seinerseits auf einer öffentlichen Konsultation unter dem Titel „FinTech: A more competitive and innovative European financial sector“¹⁰. Im zeitlichen und inhaltlichen Kontext des Fintech-Aktionsplans stehen zudem die Strategie der Kommission für einen digitalen Binnenmarkt,¹¹ die EU-Cybersicherheitsstrategie,¹² der Aktionsplan „Finanzdienstleistungen für Verbraucher“¹³ und die Halbzeitüberprüfung der Kapitalmarktunion.¹⁴

⁹ Mitteilung der Kommission vom 8. März 2018, FinTech-Aktionsplan: Für einen wettbewerbsfähigeren und innovativeren EU-Finanzsektor, COM (2018) 109 final (zit. Fintech-Aktionsplan).

¹⁰ Siehe die Dokumente unter <https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-fintech_en>; siehe für eine umfassende Übersicht über alle EU-Massnahmen, -Berichte, Absichtserklärungen auch Anderberg A. et al., *Blockchain Now And Tomorrow: Assessing Multidimensional Impacts of Distributed Ledger Technologies*, EUR 29813 EN, Luxemburg 2019.

¹¹ Mitteilung der Kommission vom 6. Mai 2015, Strategie für einen digitalen Binnenmarkt für Europa, COM (2015) 192 final. Diese Strategie hat inzwischen zu einem „Vorschlag der Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über bestreitbare und faire Märkte im digitalen Sektor (Gesetz über digitale Märkte)“ (COM [2020] 842 final) sowie zu einem „Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über einen Binnenmarkt für digitale Dienste (Gesetz über digitale Dienste) und zur Änderung der Richtlinie 2000/31/EG“, (COM [2020] 825 final) beide vom 15. Dezember 2020 geführt.

¹² Hohe Vertreterin der Union für Aussen- und Sicherheitspolitik, Gemeinsame Mitteilung vom 13. September 2017, Abwehrfähigkeit, Abschreckung und Abwehr: die Cybersicherheit in der EU wirksam erhöhen, JOIN (2017) 450 final.

¹³ Mitteilung der Kommission vom 23. März 2017, Aktionsplan Finanzdienstleistungen für Verbraucher: bessere Produkte, mehr Auswahl, COM (2017) 139 final.

¹⁴ Mitteilung der Kommission vom 8. Juni 2017 über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion, COM (2017) 292 final.

Der Fintech-Aktionsplan bezweckt unter anderem, innovativen Geschäftsmodellen eine EU-weite Expansion zu ermöglichen.¹⁵ Hierzu sah der EU-Verordnungsgeber die inzwischen erlassene sog. *Schwarmfinanzierungs-VO*¹⁶ vor, welche die fragmentierten Regelungen des besser unter „Crowdfunding“ bekannten Phänomens harmonisieren wollte. Zudem hatte die Kommission – bereits bevor sie den Fintech-Aktionsplan veröffentlichte – das *EU Blockchain Observatory and Forum* eingerichtet. Dieses soll „Trends und Entwicklungen beobachten, Fachwissen für sektorspezifische und sektorübergreifende Fragestellungen bündeln und gemeinsame Lösungen sowie grenzüberschreitende Anwendungsbeispiele für die Blockchain in den Blick nehmen.“¹⁷ In diesem Zusammenhang ist auch die *European Blockchain Partnership* zu erwähnen; diese soll eine Blockchaininfrastruktur für öffentliche Dienstleistungen entwickeln.¹⁸ Die Schweiz hat sich dieser Initiative bisher nicht angeschlossen, könnte dies aber tun.¹⁹

Dagegen scheint das im Fintech-Aktionsplan angekündigte *EU-FinTech-Lab*²⁰ nach einer ersten Sitzung im Jahr 2018²¹ aufgegeben worden zu sein, während diverse NCAs (National Competent Authorities) eigene „Sandboxes“ und „Innovation Hubs“ einrichteten.²² Eine Sandbox ist ein Raum, in dem ungestört von Einflüssen (wie Regulierung oder tatsächlichen Marktbedingungen) Erfahrungen über ein Geschäftsmodell oder Produkt gesammelt werden kann; ein „Innovation Hub“ ist eine Plattform, auf der sich (potenzielle) innovative UnternehmerInnen untereinander und mit den Behörden austauschen können. Dies mag zwar den NCAs helfen, innovative Geschäftsmodelle und Produkte besser zu verstehen. Die EU-Finanzmarktaufsichtsbehörden (European Super-

¹⁵ Fintech-Aktionsplan (Fn. 11), 5 ff.

¹⁶ Fintech-Aktionsplan (Fn. 11), 8; Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleistungen für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937, ABl L 347 vom 20. Oktober 2020, 1 (zit. Schwarmfinanzierungs-VO).

¹⁷ Fintech-Aktionsplan (Fn. 11), 15; siehe auch <<https://www.eublockchainforum.eu/>>.

¹⁸ <<https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/blockchain-partnership>>.

¹⁹ Vgl. <<https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/news/european-countries-join-blockchain-partnership>>; auch Norwegen und Liechtenstein haben sich angeschlossen.

²⁰ Fintech-Aktionsplan (Fn. 11), 16 f.

²¹ <https://ec.europa.eu/info/publications/180620-eu-fintech-lab-meeting_en>.

²² European Securities and Markets Authority / European Banking Authority / European Insurance and Occupational Pensions Authority, Report – FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs, JC 2018 74 (zit. ESAs, JC 2018 47), 3.

visory Authorities, ESAs)²³ können jedoch nicht davon profitieren. Die EU steht diesbezüglich vor dem Problem, dass sie diejenige ist, die substanzielle Regulierung auf Unionsebene erlässt, während die Mitgliedstaaten einerseits die EU-Richtlinien in nationales Recht transponieren – namentlich auch das „Finanzinstrument“ konkretisieren – müssen, und es andererseits auch hauptsächlich die NCAs sind, welche in Kontakt mit den Finanzinstituten stehen und Verfügungen erlassen.²⁴ Daran wird auch die *EU Digital Finance Platform*, die innovative Unternehmen mit den NCAs verbinden will, nichts ändern: „Taken together, then, the European landscape for facilitators currently chiefly reflects a pattern of fragmentation and competition.“²⁵

II. Strategie für ein digitales Finanzwesen

Zum Teil aufbauend auf den Fintech-Aktionsplan hat die EU-Kommission im Jahr 2020 die „Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU“ vorgestellt,²⁶ in dem sie vier Prioritäten festlegt:

Die erste Priorität besteht in der Harmonisierung des digitalen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen.²⁷ Harmonisierung ist für digitale Dienste sowohl besonders sinnvoll als auch notwendig, weil die Entwicklungskosten in diesem Bereich hoch, die Grenzkosten aber tief sind.²⁸ Hierbei zielt die EU auf einen unionsweiten Rahmen für das „Onboarding“ ab, wozu die geldwäschereirechtlichen Vorschriften (noch stärker) harmonisiert und die sog. eIDAS-Verordnung²⁹ überarbeitet werden soll.³⁰ Im Bereich der Geldwäschereibekämpfung

²³ Bestehend aus der EBA (European Banking Authority), EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), ESMA (European Securities Markets Authority). Die makroprudenzielle Aufsicht übernimmt jedoch das der Europäischen Zentralbank angeschlossene European Systemic Risk Board (ESRB). Eine Übersicht über die EU-Finanzmarktaufsicht findet sich unter <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/european-system-financial-supervision_en#system>.

²⁴ Vgl. auch ESAs, JC 2018 47.

²⁵ *Governing Finance in Europe* – Smolenska/Ganderson/Héritier (Fn. 4), 172.

²⁶ Mitteilung der Kommission über eine Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU vom 24. September 2020, COM (2020) 591 final (zit. Strategie für ein digitales Finanzwesen).

²⁷ Strategie für ein digitales Finanzwesen (Fn. 28), 6 ff. (zur ersten Priorität).

²⁸ Strategie für ein digitales Finanzwesen (Fn. 28), 4.

²⁹ Verordnung (EU) Nr. 910/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 über elektronische Identifizierung und Vertrauensdienste für elektronische Transaktionen im Binnenmarkt und zur Aufhebung der Richtlinie 1999/93/EG, ABl L 257 vom 28. August 2014, 73. Aktionsplan Finanzdienstleistungen für Verbraucher: bessere Produkte, mehr Auswahl, COM (2017) 139 final.

³⁰ Strategie für ein digitales Finanzwesen (Fn. 28), 7.

ist auf den „Aktionsplan für eine umfassende Politik der Union zur Verhinderung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung“ hinzuweisen.³¹ Aus diesem gingen wiederum vier legislative Massnahmen hervor.³²

Die zweite und im Folgenden interessierende Priorität besteht in der Erleichterung digitaler Innovation im Interesse von Verbrauchern und Markteffizienz.³³ Dazu sollen folgende legislative Massnahmen dienen:³⁴

- Eine Richtlinie,³⁵ die klarstellt, dass der Begriff des Finanzinstruments i.S.d. Anhangs 1 Abschnitt C der MiFID II auch für DLT-basierte Instrumente gilt;³⁶
- die sog. DLT-Pilotregelung;³⁷
- ein Vorschlag für eine sog. MiCAR;³⁸

³¹ Mitteilung der Kommission vom 7. Mai 2020, Aktionsplan für eine umfassende Politik der Union zur Verhinderung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung, C(2020) 2800 final.

³² (1) ein „Vorschlag für eine Verordnung zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung“ (COM [2021] 420 final); (2) ein „Vorschlag für eine Richtlinie [sog. AMLD 6] über die von den Mitgliedstaaten einzurichtenden Mechanismen zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung und zur Aufhebung der Richtlinie (EU) 2015/849“ (sog. AMLD 4) (COM [2021] 423 final); (3) ein Vorschlag für eine Verordnung zur Schaffung einer EU-Behörde zur Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung („AMLA“) (COM [2021] 421 final); (4) ein Vorschlag für eine Neufassung der Verordnung (EU) Nr. 2015/847 zur Erweiterung der Bestimmungen über die Rückverfolgbarkeit auf Kryptowerte (COM [2021] 422 final).

³³ Strategie für ein digitales Finanzwesen (Fn. 28), 10 ff. (zur zweiten Priorität).

³⁴ Strategie für ein digitales Finanzwesen (Fn. 28), 10 ff.

³⁵ COM (2020) 596 final.

³⁶ Nach Art. 6 Ziff. 1 der in COM (2020) 596 final vorgestellten Richtlinie soll Art. 4 Abs. 1 Ziff. 15 MiFID II wie folgt angepasst werden: „„Finanzinstrument“ die in Anhang I Abschnitt C genannten Instrumente, einschliesslich mittels Distributed-Ledger-Technologie emittierter Instrumente“.

³⁷ Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU, ABl L 151 vom 2. Juni 2022, 1.

³⁸ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937, COM (2020) 593 final.

- ein Vorschlag³⁹ für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009,⁴⁰ (EU) Nr. 648/2012,⁴¹ (EU) Nr. 600/2014⁴² und (EU) Nr. 909/2014.⁴³

Die dritte Priorität besteht in der Schaffung eines europäischen Finanzdatenraums und die vierte darin, mit dem digitalen Wandel verbundene neue Herausforderungen und Risiken anzugehen.⁴⁴

C. Bedeutung des „Finanzinstruments“ in der EU-(Fintech)-Regulierung

Im Folgenden soll zunächst kurz erläutert werden, welche Rolle das Finanzinstrument in der MiFID II und der übrigen „Nicht-Fintech“-Finanzmarktregulierung spielt. Anschliessend wird der Begriff analysiert und dessen wenig einheitliches Verständnis unter den NCAs aufgezeigt.

Danach richtet sich das Augenmerk darauf, wie auch die E-MiCAR, die Schwarmfinanzierungs-VO sowie die DLT-Pilotregelung auf das „Finanzinstrument“ abstellen und welche neuen Schwierigkeiten sich dadurch ergeben.

³⁹ COM (2020) 595 final.

⁴⁰ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl L 302 vom 17. November 2009, 1.

⁴¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl L 201 vom 27. Juli 2012, 1.

⁴² Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 84.

⁴³ Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ABl L 257 vom 28. August 2014, 1.

⁴⁴ Strategie für ein digitales Finanzwesen (Fn. 28), 5.

I. MiFID II

1. Bedeutung des „Finanzinstruments“ für die MiFID II

Der MiFID II unterliegen gemäss deren Art. 1 Abs. 1 „Wertpapierfirmen, Marktbetreiber, Datenbereitstellungsdienste und Drittlandfirmen, die in der Union durch die Einrichtung einer Zweigniederlassung Wertpapierdienstleistungen erbringen oder Anlagetätigkeiten ausüben.“

Wertpapierfirma ist eine juristische Person, die gewerbsmässig Wertpapierdienstleistungen und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt.⁴⁵ Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten wiederum sind nur solche Tätigkeiten, die sich auf eines der in Anhang I Abschnitt C aufgeführten Finanzinstrumente beziehen.⁴⁶ *Marktbetreiber* ist eine Person, die einen geregelten Markt verwaltet oder betreibt.⁴⁷ Geregelter Markt ist ein multilaterales System zum Handel mit Finanzinstrumenten.⁴⁸ *Datenbereitstellungsdienste* beziehen sich vereinfacht gesagt auf Daten im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften.⁴⁹ *Drittlandfirma* wiederum ist „eine Firma, die ein Kreditinstitut, das Wertpapierdienstleistungen erbringt oder Anlagetätigkeiten ausführt, oder eine Wertpapierfirma wäre, wenn sie ihre Hauptverwaltung oder ihren Sitz in der Union hätte.“⁵⁰ Letztlich knüpfen die Zulassung (vgl. Art. 1 Abs. 2) und die damit verbundenen Pflichten (vgl. für Wertpapierfirmen Art. 5 ff.) unter der MiFID II damit immer an das Finanzinstrument an.

2. Relevanz für andere Erlasse

Die Qualifikation als Finanzinstrument unter der MiFID II ist für zahlreiche weitere Erlasse relevant: die sog. Prospektverordnung,⁵¹ Transparenzrichtli-

⁴⁵ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 1 MiFID II.

⁴⁶ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 1, Ziff. 2 i.V.m. Anhang I Abschnitt A, Abschnitt C MiFID II.

⁴⁷ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 18 MiFID II.

⁴⁸ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 18, Ziff. 21.

⁴⁹ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 63, 52-54. Wertpapier bzw. „übertragbares Wertpapier“ gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 ist in Verbindung mit Anhang I, Abschnitt C, Ziff. 1 MiFID II ebenfalls «Finanzinstrument». Ein übertragbares Wertpapier ist im Zusammenhang der MiFID II ein Pleonasmus; ist von Wertpapieren die Rede, geht es um übertragbare Wertpapiere.

⁵⁰ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 57 MiFID II.

⁵¹ Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl L 168 vom 30. Juni 2017, 12.

nie,⁵² Marktmissbrauchsverordnung,⁵³ Verordnung über Leerverkäufe,⁵⁴ Verordnung über Zentralverwahrer⁵⁵ sowie Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen⁵⁶ stellen auf das Finanzinstrument i.S.d. MiFID II ab.

3. Qualifikation des übertragbaren Wertpapiers unter der MiFID II

a) Voraussetzungen

Anders als die USA, die für ihr (ungefähres) Äquivalent zum übertragbaren Wertpapier – der *security* – mit dem sog. *Howey*-Test eine Definition und eine gefestigte Praxis, die auch im Zusammenhang mit DLT-basierten Instrumenten angewendet wird, vorweisen können,⁵⁷ werden die umfassenderen Finanzinstrumente⁵⁸ auf den ersten Blick – entsprechend dem regelbasierten Ansatz

⁵² Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl L 294 vom 6. November 2013, 13.

⁵³ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 173 vom 23. Juni 2014, 1.

⁵⁴ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl L 86 vom 24. März 2012, 1.

⁵⁵ Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ABl L 257 vom 28. August 2014, 1.

⁵⁶ Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen, ABl L 166 vom 11. Juni 1998, 45.

⁵⁷ Vgl. dazu Mauchle Yves, Tokens als Effekten, GesKR 2022, 183 ff., und Abbühl Andri, Effektenqualität von Blockchain-Token, iusNet Bank- und Kapitalmarktrecht vom 23. Dezember 2021. In Bezug auf Schuldverschreibungen existiert auch der (womöglich etwas griffigere) *Reves-Test* (*Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 [1990]).

⁵⁸ Die US-amerikanischen „*securities*“ entsprechen eher der „*Effekte*“ gemäss Art. 2 lit. b FinfraG; siehe dazu die Hinweise unter Fn. 59.

der EU-Regulierung („know it when I see it“) – nicht definiert, sondern nur aufgezählt. Auch die sog. MiFIR konkretisiert den Begriff nicht weiter.⁵⁹ Dass ein so zentraler Begriff wie derjenige des Finanzinstruments in einer Richtlinie statt einer Verordnung festgelegt wurde, liegt möglicherweise in einer gewissen Rücksicht auf die kontinentaleuropäische Tradition, Pflichten in Gesetzen im formellen Sinn zu statuieren.⁶⁰ Insofern entspricht die MiFID II dem Prinzip der Mindestharmonisierung.⁶¹ Bei dieser fordert die EU nur ein gewisses Minimum; die Mitgliedstaaten sind berechtigt und verpflichtet, dieses Minimum zu konkretisieren und können dabei auch strengere Vorschriften erlassen.⁶² Die MiFIR strebt demgegenüber eine Vollharmonisierung bzw. Vereinheitlichung an,⁶³ verwendet aber den Finanzinstrument-Begriff der MiFID II (Art. 2 Abs. 1 Ziff. 9 MiFIR) und hat einen eingeschränkten Anwendungsbereich (vgl. Art 1 MiFIR).

Auf den zweiten Blick fällt auf, dass die in MiFID II, Anhang I, Abschnitt C, Ziff. 2-11 genannten Instrumente mindestens zum Teil Beispiele der in Ziff. 1 erwähnten „übertragbaren Wertpapiere“ sind.⁶⁴ Insoweit scheinen die „übertragbaren Wertpapiere“ eine Art Generalklausel zu sein.

⁵⁹ Vgl. Art. 2 Abs. 1 Ziff. 9 Verordnung (EU) 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 84.

⁶⁰ Governing Finance in Europe-Strand (Fn. 4), 89 f.; die Richtlinie erlaubt es den Mitgliedstaaten zumindest pro forma, sie in (vom Parlament beschlossenen) Gesetzen umzusetzen.

⁶¹ Vgl. etwa E. 70 MiFID II: „Auf den Finanzmärkten ist die Zahl der Anleger mittlerweile größer geworden; ihnen wird eine immer komplexere, weit reichende Palette von Dienstleistungen und Instrumenten angeboten; angesichts dieser Entwicklungen ist es notwendig, für eine gewisse Harmonisierung zu sorgen, damit den Anlegern in der gesamten Union ein hohes Schutzniveau geboten wird.“ Dass nur eine Mindestharmonisierung angestrebt wurde, ergibt sich auch aus der gewählten Rechtsgrundlage: Art. 53 AEUV fordert das Europäische Parlament und den Rat auf, „Richtlinien für die gegenseitige Anerkennung der Diplome, Prüfungszeugnisse und sonstigen Befähigungsnachweise sowie für die Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten über die Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten“ zu erlassen.

⁶² Zur Geschichte der Mindest- und Vollharmonisierung siehe Muhr Eike, Das Prinzip der Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel des Reformvorhabens zur Änderung der Transparenzrichtlinie, Diss. Köln 2014, Baden-Baden 2014, 40 ff.

⁶³ Vgl. E. 3 MiFIR. Vgl. auch die konzise Darstellung des Übergangs von Mindest- zu Vollharmonisierung bei Jutzi Thomas/Schären Simon, Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch, GesKR 2019, 408 ff., 410 ff.

⁶⁴ Vgl. auch Crown Simon, in: Herbst Jonathan/Norton Rose Fulbright (Hrsg.), A Practitioner's Guide to MiFID II, 2. Auflage, London 2015, 28: „What is also unclear is the extent to which the categories of financial instrument are mutually exclusive. On their face, they would seem to be overlapping categories.“

Ein übertragbares Wertpapier liegt gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 lit. a MiFID II bei Kategorien von Wertpapieren vor, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, wie „Aktien und anderen, Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellenden Wertpapieren sowie Aktienzertifikaten“; nach lit. b bei „Schuldverschreibungen oder anderen verbrieften Schuldtiteln, einschliesslich Zertifikaten (Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere“.⁶⁵ Trotz dieser aufzählenden Formulierung hat die Lehre daraus drei Kriterien dafür induziert, was als übertragbares Wertpapier gilt:

Dieses liege vor, wenn ein Recht (i) auf dem Kapitalmarkt übertragbar, (ii) fungibel bzw. vereinheitlicht und (iii) den in Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II aufgeführten Instrumenten vergleichbar (bzw. „gleichzustellen“) ist.⁶⁶ Daraus ergibt sich, dass es nicht auf die Wertpapiereigenschaft nach nationalem Recht ankommt. Dies wäre dem *effet utile* dieses Erlasses auch wenig zuträglich.⁶⁷ Im Übrigen ist die Literatur zum Finanzinstrument i.S.d. MiFID II verglichen mit dessen immenser Bedeutung sehr spärlich.

⁶⁵ Als „übertragbares Wertpapier“ gelten schliesslich gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 lit. c MiFID II „alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrössen bestimmt wird.“

⁶⁶ Rennig Christopher, *Finanztechnologische Innovationen im Bankaufsichtsrecht*, Diss. Marburg 2020/2021, Tübingen 2022, 336 ff.; Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) [Deutschland], Merkblatt, zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, 6 ff.; Kleinert Ursula/Mayer Volker, *Elektronische Wertpapiere und Krypto-Token*, *EuZW* 2019, 857 ff., 860.

⁶⁷ Siehe dazu allgemein etwa Seyr Sibylle, *Der „effet utile“ in der Rechtsprechung des EuGH*, Berlin 2018.

b) *Umfrage bei NCAs: Übertragbares Wertpapier unter Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II*

Da in der EU hauptsächlich die NCAs das Finanzwesen beaufsichtigen,⁶⁸ ist bei unzureichender Regulierung auf Unionsebene eine fragmentierte Aufsichtspraxis zu erwarten,⁶⁹ was den gemäss Art. 26 AEUV⁷⁰ anzustrebenden gemeinsamen Binnenmarkt nicht fördert.

Wohl unter anderem deshalb führte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority, ESMA) in den Jahren 2018 und 2019 zwei Umfragen bei den NCAs durch, um zu ermitteln, wie diese Fintech-Unternehmen qualifizierten, namentlich, inwiefern sie „crypto-assets“ oder Kryptowerte als übertragbare Wertpapiere unter Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II behandeln.⁷¹ Während nichts daran auszusetzen ist, dass die ESMA die Meinung der NCAs einholt, und darauf auch angewiesen ist, um zu prüfen, ob die NCAs EU-Recht einheitlich anwenden, scheint dieses Vorgehen verglichen mit der sonst regen Regulierungstätigkeit der EU-Behörden⁷² eine gewisse Unsicherheit zu verraten, ist es doch primär die ESMA, die zu wissen hat, wie EU-Recht auszulegen ist. Bezeichnend ist, dass die ESMA keine Leitlinien oder Empfehlungen erliess, wie das „Finanzinstrument“ i.S.d. MiFID II zu verstehen sei. Erwägungsgrund 6 der unveröffentlichten, vom Europäischen

⁶⁸ Die mikroprudenzielle Aufsicht auf EU-Ebene wurde zwar nach der Finanzkrise von 2007/2008 durch Errichtung der ESAs gestärkt (vgl. oben Fn. 25). Die ESAs erlassen aber nur Leitlinien und Empfehlungen zuhanden der NCAs ohne eigene Verfügungsbefugnis gegenüber den beaufsichtigten Instituten. Hierzu und zur EU-Finanzmarktarchitektur allgemein („post crisis“) Jutzi Thomas/Wess Ksenia/Sieradzki Damian, Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext, AJP 2020 572 ff., 578 f.

⁶⁹ Vgl. *Governing Finance in Europe*-Smolenska/Ganderson/Héritier (Fn. 4), 175.

⁷⁰ Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft vom 25. März 1957 in der Fassung des Vertrages über die Europäische Union vom 7. Februar 1992, geändert durch den Amsterdamer Vertrag vom 2. Oktober 1997, umbenannt in AEUV durch den Lissaboner Vertrag vom 13. Dezember 2007, ABl Nr. C 326 vom 26. Oktober 2012.

⁷¹ ESMA, Report, *Licensing of FinTech business models*, 12. Juli 2019 (zit. ESMA-Fintech-Bericht). Vgl. zur deutschen Rechtslage Assmann Heinz-Dieter, in: Assmann Heinz-Dieter / Schneider Uwe H. / Mülbert Peter O. (Hrsg.), *Wertpapierhandelsrecht*, 7. Aufl., Köln 2019, Rz 10 ff. zu § 2 WpHG (Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 [BGBl. I S. 2708], das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 23. Mai 2022 [BGBl. I S. 754] geändert worden ist).

⁷² Zur MiFID II und MiFIR wurden nicht weniger als 54 Nicht-Gesetzgebungsakte erlassen (*Governing Finance in Europe*-Strand [Fn. 4], 86). *Gesetzgebungsakte* sind im Gegensatz dazu „Rechtsakte, die gemäss einem Gesetzgebungsverfahren angenommen werden“ (Art. 289 Abs. 3 AEUV). Dies sind beispielsweise delegierte (Art. 290 AEUV) und Durchführungsrechtsakte (Art. 291 AEUV).

Parlament vorgeschlagenen Fassung der MiCAR hatte noch vorgesehen, die ESMA zu beauftragen, Richtlinien zur Qualifikation als Finanzinstrument auszuarbeiten; soweit ein Instrument Anspruch auf Gewinn, auf einen künftigen Cash-Flow oder Stimmrechte verleihe, sollte es als Finanzinstrument behandelt werden. Leider scheint dieses Mandat in der vorläufigen Einigung vom 30. Juni 2022 aufgegeben worden zu sein.⁷³

Die NCAs gaben an, grundsätzlich nicht zwischen Fintech- und traditionellen Geschäftsmodellen zu unterscheiden, also technologieneutral zu sein.⁷⁴ Fast alle taten sich schwer mit der Frage, ob Kryptowerte als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind. Sie bemerkten auch, dass das Finanzinstrument i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 15 MiFID II auf EU-Ebene klarer definiert werden sollte, und dass die Selbsteinschätzung der ICO⁷⁵-Emittentinnen häufig nicht zutreffe.⁷⁶ 7 NCAs gaben explizit an, dass die bestehende Regulierung für DLT-basierte Instrumente nicht geeignet und exzessiv sei.⁷⁷

Konkret fragte die ESMA die NCAs, ob sie bei sechs Kryptoprojekt-Fallbeispielen von einem Finanzinstrument nach ihrem nationalen Recht ausgingen. Dabei handelte es sich um FINOM (Beispiel 1), PLBT (2), CRPT (3), PQT (4), FIL (5) und ALL (6). FINOM und PLBT bezeichnete die ESMA selbst als „investment-type“, CRPT, PQT und ALL als Hybrid zwischen investment-, „utility“- und „payment“-type, und FIL als utility-type. Die einzelnen Beispiele werden auf den S. 23 ff. des ESMA surveys erläutert. FINOM gewährte „1) right to receive a portion of company profit in the form of dividends, 2) right to participate in community management, and 3) right to a portion of company assets.“ PLBT stellte nur einen Anspruch auf 20% des jährlichen Gewinns dar. Mit CRPT konnte man Gebühren bei der ausgebenden Bank und möglicherweise künftig weitere Dienstleistungen bezahlen, aber auch einen Anteil am Umsatz aus den Transaktionen beziehen. Die Token bei PQT verliehen Anspruch auf 20% des operationellen Gewinns eines durch den ICO finanzierten Aquariums, freien Eintritt sowie Stimmrechte; sie können auch verwendet werden, um im Aquarium für Waren zu bezahlen. Die Token bei FIL verdiente man durch An-

⁷³ <<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>>.

⁷⁴ ESMA-Fintech-Bericht (Fn. 73), 8 Rz 18.

⁷⁵ „Initial Coin Offering“; Kryptowerte werden dem Publikum angeboten, aber nicht – anders als bei einem IPO – zwingend kotiert. Wohl um die mit IPOs (Initial Public Offering) – an welchen Ausdruck „ICO“ angelehnt ist – spricht man zum Teil auch von „Token Generating Event“ (TGE; siehe dazu Brummer Chris, Fintech Law in a nutshell, St. Paul 2020, 148 f.).

⁷⁶ ESMA-Fintech-Bericht (Fn. 73), 16 Rz 42 f.

⁷⁷ Annex 1, Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, Januar 2019, 17 Rz 55 (zit. ESMA survey).

gebot von Speicherkapazität, während man sie umgekehrt ausgab, um diese zu beanspruchen. ALL schliesslich schuf Token, die durch andere Kryptowerte besichert wurden.

Reine „Zahlungstoken“ wurden nicht miteinbezogen, weil die ESMA sich hier sicher gewesen zu sein scheint, dass diese keine Finanzinstrumente sind.⁷⁸ Insbesondere befanden sich unter den untersuchten Instrumenten auch keine Stablecoins. Dennoch waren je nach Beispiel zwischen 2 und 4 NCAs jeweils der Ansicht, dass es sich um ein Zahlungsinstrument handle.⁷⁹

Insgesamt schätzte die überwiegende Mehrheit der NCAs die Beispiele FINOM und PLBT als Wertpapier ein (nicht zwingend auch als *übertragbares* Wertpapier).⁸⁰ CRPT wurde demgegenüber von 10 NCAs als Finanzinstrument eingestuft, während 15 andere die Frage verneinten. PQT wurde überwiegend als Finanzinstrument angesehen (16 positive gegenüber 8 negativen Antworten). Bei FIL gab es nur eine bejahende, aber 26 verneinende Antworten. Bei ALL gab schliesslich eine relative Mehrheit von 14 NCAs an, nicht von einem Finanzinstrument auszugehen.⁸¹ Die Umfrage gibt einen gewissen Aufschluss darüber, wie die NCAs das „übertragbare Wertpapier“ auslegen.

Die „Kategorie“ von Wertpapieren wird von den meisten Mitgliedstaaten (24) nicht als selbständiges Kriterium aufgefasst. 9 haben sie in einem ähnlichen Sinne wie die oben erwähnte Fungibilität definiert, während 4 Mitgliedstaaten zusätzliche Voraussetzungen wie einen Bucheintrag und „securities accounts“ fordern.⁸²

Problematisch, da sehr weit ausgelegt, ist die „Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt“: Die Literaturmeinungen zur Handelbarkeit werden von *Rennig* so zusammengefasst, dass sie immer gegeben ist, wenn das Recht auf ein anderes Subjekt übertragen werden kann, unabhängig von einer Verbriefung.⁸³ Auch die NCAs waren bei allen ausser beim fünften Beispiel (dem utility-type-token) überwiegend der Ansicht, dass das Kriterium erfüllt sei, weil die jeweiligen Instrumente gehandelt werden könnten. Die niederländische Aufsichtsbehörde

⁷⁸ ESMA survey (Fn. 79), 2 Rz 5.

⁷⁹ ESMA survey (Fn. 79), 11 Rz 38.

⁸⁰ Auch wenn die NCAs diese Fragen möglicherweise nicht auseinanderhielten. In ESMA survey (Fn. 79), 5 Rz 19, heisst es: „NCAs tend not to distinguish the notion of ‚security‘ from the definition of transferable securities as set out by MiFID II. To the question whether any of the sample cryptoassets qualify as ‚securities‘ as referred to in Article 4.1(44) MiFID II, ‚class of securities‘, NCAs provided a majority of positive answers [...]“

⁸¹ ESMA survey (Fn. 79), 6 Rz 19.

⁸² ESMA survey (Fn. 79), 4 Rz 16 f.

⁸³ *Rennig* (Fn. 68), 336, mit Hinweisen.

erachtet beispielsweise das Kriterium bereits als erfüllt, wenn das Instrument regelmässig gehandelt wird.⁸⁴ Dabei reichte laut den meisten NCAs die „abstrakte“ Möglichkeit des Handels aus. Die meisten Mitgliedstaaten (20) hatten die „Handelbarkeit“ nicht näher definiert.⁸⁵ Bei FIL verneinten 14 die Handelbarkeit, während sie 13 bejahten; allerdings scheinen sich Erstere davon gelehrt zu haben, dass das Instrument insgesamt kein übertragbares Wertpapier war.

Die meisten NCAs waren jeweils auch der Ansicht, dass die Beispieltoken auf dem „Kapitalmarkt“ gehandelt werden könnten, jedoch meist ohne das Kriterium eigenständig zu untersuchen.⁸⁶ Die Aufführung des „Kapitalmarkts“ scheint zu verdeutlichen, dass damit nicht der im Sinne der MiFID II *regulierte* Kapitalmarkt gemeint sein kann, da dieser wiederum auf den Begriff des übertragbaren Wertpapiers abstellt, was dieses Kriterium vollends tautologisch machen würde. Da dieser „weite“ Kapitalmarkt aber wiederum nicht definiert ist, kommt diesem Kriterium u.E. neben der Fungibilität und der Handelbarkeit keine eigene Bedeutung zu. Dies zeigt sich auch im Vergleich mit der schweizerischen Effekte, die ebenfalls nur auf die Handelbarkeit und Fungibilität eines Rechts abstellt (vgl. Art. 2 lit. b FinfraG: „vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete [...]“). Es scheint sich daher um einen Zusatz zu rhetorischen Zwecken zu handeln.

Wenig einheitlich waren die NCAs auch zur Frage, welche der Beispiele *unter welche Kategorie* übertragbarer Wertpapiere gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II (Beteiligungspapiere, Schuldverschreibungen und sonstige Wertpapiere) fielen.⁸⁷ Bei Beteiligungspapieren war insbesondere die Bedeutung von Stimm- und Vermögensrechten, namentlich solchen am Liquidationserlös, umstritten.⁸⁸ Fast einhellig waren die Antworten immerhin in Bezug darauf, dass die Fallbeispiele nicht als Schuldverschreibungen gelten konnten.⁸⁹

Die jeweiligen Ja/Nein-Antworten wurden im unten wiedergegebenen „Chart 11“ zusammengefasst.

⁸⁴ Hakvoort, in: Ortolani Pietro / Lousse Marije (Hrsg.), *EU Crowdfunding Regulation*, Oxford 2021, 282 Rz 13.53.

⁸⁵ ESMA survey (Fn. 79), 6 Rz 20 f.

⁸⁶ ESMA survey (Fn. 79), 7 Rz 22.

⁸⁷ ESMA survey (Fn. 79), 12 ff. Rz 43 ff.

⁸⁸ ESMA survey (Fn. 79), 12 Rz 43 ff.

⁸⁹ ESMA survey (Fn. 79), 14 Rz 46.

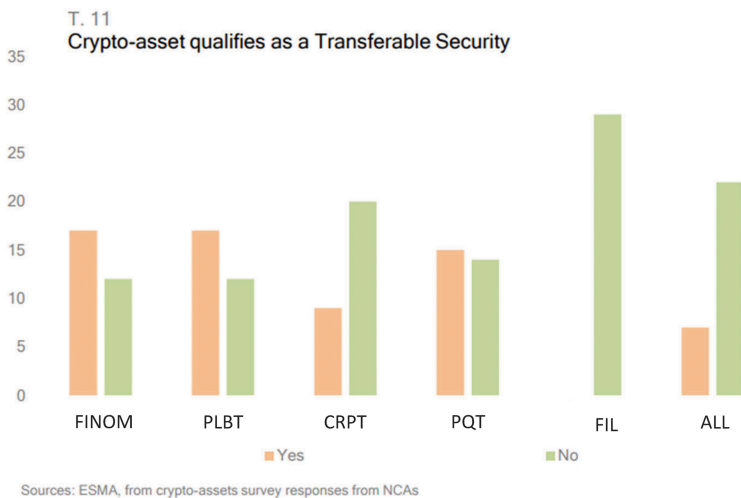


Chart 11 (ESMA survey (Fn. 77), 16 Rz 50)

c) *Anderes Finanzinstrument*

Schliesslich fragte die ESMA die NCAs, ob die Fallbeispiele ein anderes Finanzinstrument als ein übertragbares Wertpapier sein könnten. Eine Mehrheit der Befragten gab an, ALL als Anteil an einer kollektiven Kapitalanlage einzustufen.⁹⁰ Dies führt zur folgenden Gesamtbetrachtung in Bezug auf die Finanzinstrument-Eigenschaft der untersuchten Beispiele:

⁹⁰ ESMA survey (Fn. 79), 16 Rz 52; bei solchen „Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen“ handelt es sich nach Anhang I, Abschnitt C MiFID II um Finanzinstrumente.

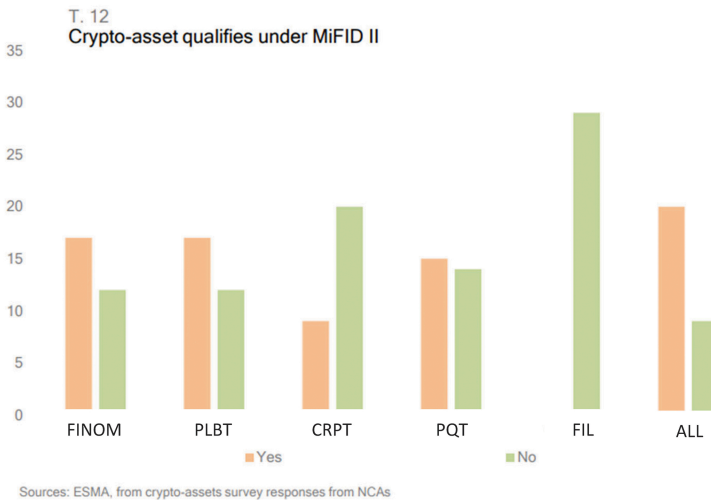


Chart 12 (ESMA survey, 17 Rz 54) 1

d) Übertragbares Wertpapier nach weiteren Kriterien des nationalen Rechts

Ausserdem wurden die NCAs gefragt, ob sie die Fallbeispiele auch als übertragbare Wertpapiere unter ihrem nationalen Recht ansahen, soweit sie zusätzliche Kriterien erlassen hatten (d.h. solche, die nicht eine blosse „Transposition“ der in Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II genannten sind). Da nur die Hälfte der Mitgliedstaaten überhaupt „eigene“ Kriterien entwickelt hatte,⁹¹ antwortete auch nur die Hälfte der NCAs auf diese Frage.

Drei Mitgliedstaaten setzten beispielsweise zusätzlich ein „book-entry recording requirement“ voraus, das ihnen nicht erlaube, andere als die explizit im Gesetz aufgeführten Instrumente als Wertpapiere zu behandeln. Eine NCA hatte ausserdem einen abstrakten Test entwickelt.⁹² Vier NCAs gaben an, dass kein Fallbeispiel als übertragbares Wertpapier nach nationalem Recht qualifiziert werden könne. Frankreich erlaubt beispielsweise nur im Gesetz genannten Gesellschaften, *titres financiers* auszugeben.⁹³ Einige Mitgliedstaaten stel-

⁹¹ ESMA survey (Fn. 79), 8 Rz 24.

⁹² ESMA survey (Fn. 79), 8 Rz 25 f. Leider sagt die ESMA nicht, welcher Mitgliedstaat das ist.

⁹³ Vgl. Tibi Marie Laurence, in: Panasar Raj / Boeckman Philip (Hrsg.), *European Securities Law*, Oxford 2014, 653 ff., 658 Rz 13.28.

len zudem mit der Literatur darauf ab, ob ein Instrument „vergleichbar“ mit den in der MiFID II genannten sei. Der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zufolge ist ein Recht „vergleichbar“, wenn es „ein aktionärsähnliches Eigenkapitalinteresse bzw. ein mit einem Schuldtitelgläubiger vergleichbares Fremdkapitalinteresse vermittelt.“ Es bedürfe entweder vermögensmässiger oder mitgliedschaftlicher Rechte. Diese seien dann gegeben, sofern der Token einer Dividendenzahlung vergleichbare Ansprüche enthalte oder mittels des Tokens die Emittentin beeinflusst werden könne.⁹⁴ Letztlich muss aber auch mit Stimmrechten – wenn nicht ein Anspruch, so mindestens – eine Erwartung auf einen vermögenswerten Vorteil verbunden sein. Sonst liefe der Schutzzweck des Kapitalmarktrechts ins Leere,⁹⁵ der bei Auslegung der MiFID II (selbstverständlich) zu berücksichtigen ist.

Die insgesamt recht unterschiedlichen Antworten mögen auch darauf zurückzuführen sein, dass einige NCAs implizit eine „investment component“ voraussetzten, auch wenn keine nationale Rechtsordnung dies explizit verlangte. Es herrschte auch keine Einigkeit über die Frage, ob ein „flow of payment“ vorhanden sein muss.⁹⁶ Im Übrigen entsprachen die Antworten ungefähr denjenigen zu den „reinen“ MiFID II-Kriterien.⁹⁷

e) *Umgang mit DLT-basierten (Finanz-)Instrumenten lege ferenda?*

Unter den befragten NCAs unterstützten nur acht, für Kryptowerte eine neue Kategorie von Finanzinstrumenten unter der MiFID II einzuführen. Einige sahen zu wenige Gemeinsamkeiten zwischen den verschiedenen Kryptowerten, andere gaben als Grund „same risks, same rules“ wie bei (übrigen) Finanzinstrumenten an, während andere umgekehrt Kryptowerte als substantiell verschieden von Finanzinstrumenten und daher die MiFID II als das falsche Mittel betrachteten. 12 NCAs waren hingegen auch gegen ein eigenes Regime ausserhalb der MiFID II.⁹⁸ Unabhängig davon war eine grosse Mehrheit von 23 NCAs der Ansicht, dass eine Qualifikation als Finanzinstrument unerwünschte Folgen hätte. Als Gründe gaben sie neben der bereits erwähnten Tatsache, dass

⁹⁴ BaFin (Fn. 68), 8.

⁹⁵ Vgl. etwa E. 86 MiFID II: „Ein Ziel dieser Richtlinie ist der Anlegerschutz.“

⁹⁶ ESMA survey (Fn. 79), 10 Rz 30 ff.

⁹⁷ ESMA survey (Fn. 79), 9 Rz 24: „Among those that did respond, 4 NCAs considered that all six cases would not fulfil their national criteria, which include a compulsory book-entry of securities.“ Weiter oben (8 Rz 25) war allerdings nur von 3 Mitgliedstaaten die Rede gewesen, die einen solchen Eintrag voraussetzten.

⁹⁸ ESMA survey (Fn. 79), 21 Rz 71 ff.

die Regulierung nicht für diese Instrumente gedacht („designed“) war und exzessiv sein könne, an, dass Kryptowerte durch eine eigene Kategorie legitimiert würden, und aufsichtstechnische Schwierigkeiten bestünden.⁹⁹

f) Würdigung

Der Wert dieser Umfrage liegt darin, dass sie aufzeigt, dass der Wertpapierbegriff gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II zumindest in Bezug auf die untersuchten Innovationen nicht zu einer einheitlichen Rechtsanwendung führt. Daran wird die Anpassung des Art. 4 Abs. 1 Ziff. 15 MiFID II,¹⁰⁰ die explizit auch DLT-basierte Finanzinstrumente einbeziehen will, nur insofern etwas ändern, als die Mitgliedstaaten bisher Kryptowerte per se nicht als Finanzinstrumente betrachteten. Die „Disharmonie“ scheint bereits bei der Frage anzufangen, ob der Begriff des übertragbaren Wertpapiers überhaupt bzw. welche Elemente im nationalen Recht konkretisiert werden sollten. Dies mag auch daran liegen, dass die MiFID II in Anhang I, Abschnitt C die Finanzinstrumente scheinbar abschliessend aufzählt.

Diese uneinheitliche Rechtsanwendung mag von einer Richtlinie, die zumindest in diesem Bereich dem Prinzip der Mindestharmonisierung folgt, durchaus auch erwünscht sein.¹⁰¹ Probleme ergeben sich jedoch, wenn uneinheitlich gehandhabte Begriffe in Verordnungen, die einheitlich angewandt werden sollten, „importiert“ werden.¹⁰²

II. E-MiCAR

1. Einleitendes

Die E-MiCAR soll die bestehende Finanzmarktgesetzgebung erweitern, indem sie Ausgabe von und Handel mit Vermögenswerten, die auf der Blockchain-Technologie basieren, erfasst. Gemäss Art. 1 E-MiCAR legt die Verordnung einheitliche Vorschriften fest für: Transparenz- und Offenlegungspflichten für die Ausgabe von Kryptowerten und ihre Zulassung zum Handel (lit. a); Zulas-

⁹⁹ ESMA survey (Fn. 79), 17 Rz 55.

¹⁰⁰ Siehe COM (2020) 596 final, Art. 6 Ziff. 1: „Finanzinstrument“ die in Anhang I Abschnitt C genannten Instrumente, einschliesslich mittels Distributed-Ledger-Technologie emittierter Instrumente“.

¹⁰¹ Auch wenn Muhr (Fn. 64), 121 ff., zum Schluss kommt, dass sich die Vollharmonisierung für das Kapitalmarktrecht durchaus eignet.

¹⁰² Zum grundsätzlichen Für und Wider der Richtlinie und der Verordnung siehe Muhr (Fn. 64), 60 ff. Zur Vollharmonisierung sogleich unten [C.II.1](#).

sung und Beaufsichtigung von Anbietern von Krypto-Dienstleistungen, Emittenten wertreferenzierter Token und Emittenten von E-Geld-Token (lit. b); Betrieb, Organisation und Unternehmensführung von Emittenten wertreferenzierter Token, Emittenten von E-Geld-Token und Anbietern von Krypto-Dienstleistungen (lit. c); Verbraucherschutzvorschriften für Ausgabe, Tausch und Verwahrung von Kryptowerten sowie den Handel damit (lit. d); Massnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch mit dem Ziel, die Integrität der Märkte für Kryptowerte zu gewährleisten (lit. e).¹⁰³

Sie gilt für Personen, die in der Union¹⁰⁴ sog. Kryptowerte¹⁰⁵ ausgeben oder Dienstleistungen im Zusammenhang mit Kryptowerten erbringen (Art. 2 Abs. 1 E-MiCAR). Sie befindet sich derzeit (September 2022) im Stadium der ersten Lesung durch das europäische Parlament.¹⁰⁶ Wie bereits erwähnt, haben am 30. Juni 2022 die Ratspräsidentenschaft und das Europäische Parlament eine vorläufige Einigung erzielt: „Die vorläufige Einigung muss noch vom Rat und vom Europäischen Parlament gebilligt werden, bevor das förmliche Annahmeverfahren eingeleitet werden kann.“¹⁰⁷

Die Rechtfertigung der E-MiCAR liegt laut EU-Kommission unter anderem darin, „dass zwar einige Kryptowerte in den Anwendungsbereich der EU-Rechtsvorschriften fallen könnten, deren wirksame Anwendung auf solche Werte jedoch nicht immer einfach sei.“ Ausserdem könnten „globale Stablecoins“ die Finanzstabilität gefährden.¹⁰⁸ Auch an anderer Stelle hält die EU-Kommission fest, dass zwar einige „Kryptowerte“ Finanzinstrumente seien, die meisten jedoch nicht von den Rechtsvorschriften der Union im Bereich der

¹⁰³ Siehe eine konzise Übersicht über die Verordnung bei Bürgi Benjamin/Kremer Michael, Die europäische Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) – Übersicht und potentielle Auswirkungen auf die Schweiz, iusNet Bank- und Kapitalmarktrecht, 25. August 2022.

¹⁰⁴ Es dürfte das Marktortprinzip gelten; vgl. Bürgi/Kremer (Fn. 105), Ziff. 3.4, sich auf E. 51 E-MiCAR berufend.

¹⁰⁵ Dazu sogleich unten [C.II.2.](#)

¹⁰⁶ <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/HIS/?uri=CELEX:52020PC0593>>.

¹⁰⁷ <<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>>. Der Text dieser vorläufigen Einigung vom 30. Juni 2022 ist nicht öffentlich.

¹⁰⁸ E-MiCAR, 1 f.

Finanzdienstleistungen erfasst würden.¹⁰⁹ Sie brächten jedoch Herausforderungen in Bezug auf Anlegerschutz, Marktintegrität und Finanzstabilität mit sich.¹¹⁰

Dies scheint die EU-Kommission für eine ausreichende Analyse des Produkts, dessen makroökonomischer Risiken und der Rechtslage zu halten.¹¹¹ Die E-MiCAR bezieht sich daher gemäss ihrem Art. 2 Abs. 2 lit. a *nicht* auf Finanzinstrumente nach der MiFID II; liegt ein solches vor, gilt die MiFID II. Für diese Nicht-Finanzinstrumente bedürfe es eines unionsweiten Rahmens, um die vier Ziele Rechtssicherheit, Innovationsförderung, Verbraucher- und Anlegerschutz und Finanzstabilität zu gewährleisten.¹¹²

Leider geht die EU-Kommission hier weder auf die Umfrage der ESMA ein (insbesondere die beträchtliche, wenn auch minoritäre Ablehnung eines eigenen Regimes ausserhalb der MiFID II), noch scheint sie trotz der diesbezüglichen Unsicherheit¹¹³ unter den NCAs sonst für klärungsbedürftig zu halten, welche Instrumente unter welchen Voraussetzungen unter die bestehende Regulierung fallen.

Im Übrigen entspricht die Tendenz zur Verordnung (gegenüber der Richtlinie) der Vollharmonisierung, welche die EU-Kommission im Kapitalmarktrecht verfolgt.¹¹⁴ Damit soll ein „Single Rulebook“ und „Level Playing Field“ geschaffen werden, womit die mit fragmentierten Märkten verbundenen Kosten beseitigt werden sollen.¹¹⁵ Zuständig für die Durchsetzung der E-MiCAR sind gemäss Art. 81 des Vorschlags die NCAs.

¹⁰⁹ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, COM (2020) 593 final.

¹¹⁰ DLT-Pilotregelung, E. 2; ebenso ESMA, Advice – Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9. Januar 2019, 39 Rz 179: „There are a wide range of crypto-assets being issued and only a fraction of them are likely to qualify as MiFID financial instruments. Where crypto-assets do not qualify as MiFID financial instruments and unless they qualify as electronic money they are likely to fall outside of the existing EU financial services rules, in which case investors will not benefit from the safeguards that these rules provide.“

¹¹¹ Vgl. dazu oben [A](#).

¹¹² E-MiCAR, 3.

¹¹³ Die in E-MiCAR, 162, noch einmal betont wird.

¹¹⁴ E-MiCAR, 7; vgl. auch Muhr (Fn. 64), 45, 63 ff., zu den Vorteilen der Verordnung gegenüber der Richtlinie zwecks Vollharmonisierung.

¹¹⁵ Wess Ksenia, Drittstaatenregulierung im Finanzdienstleistungsrecht der EU und ihre Auswirkung auf die Schweiz, Diss. Bern 2020, Zürich/Basel/Genf 2020, 7, mit weiteren Hinweisen.

2. Whitepaper-Pflicht

Der erste Teil der E-MiCAR (Art. 4 ff.) statuiert Transparenz- und Offenlegungspflichten für die Ausgabe anderer Kryptowerte als wertreferenzierter und E-Geld-Token.

a) Kryptowerte

Kryptowerte werden in Art. 3 Abs. 1 Ziff. 2 E-MiCAR definiert als „eine digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können“. Diese Definition der Kryptowerte („Darstellung von Werten oder Rechten“) ist u.E. zu eng: Aus der Ausnahme der Art. 4 Abs. 2 lit. b („die Kryptowerte als Gegenleistung für die Pflege der DLT oder die Validierung von Geschäften automatisch geschürft werden“) und Art. 4 Abs. 2 lit. c E-MiCAR („die Kryptowerte einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind“) scheint e contrario zu folgen, dass auch diese Kryptowährungen und NFTs (Non-Fungible Tokens) durchaus als „Kryptowerte“ gelten, obwohl diese typischerweise weder ein Recht noch notwendigerweise einen Wert „darstellen“. In diese Richtung geht nun auch E. 2 (e contrario) der vorläufigen Einigung vom 30. Juni 2022.¹¹⁶

Diese Definition ist nun aber, wie sich zeigen wird, zu weit und zu undifferenziert.¹¹⁷

b) Vorschriften für Whitepaper-Emittentinnen

Im Wesentlichen muss eine Emittentin vor öffentlichem Angebot und Zulassung ein sogenanntes Whitepaper erstellen (Art. 4 f. E-MiCAR). Hiervon besteht eine Ausnahme für die in Art. 4 Abs. 2 E-MiCAR aufgezählten Token; namentlich lösen Mining-Rewards (lit. b) und NFTs (lit. c) keine Whitepaperpflicht aus. Das Whitepaper muss der NCA des „Herkunftsmitgliedstaats“ notifiziert werden (Art. 7 Abs. 2 E-MiCAR), es bedarf jedoch keiner Genehmigung oder Zulassung. Als „Herkunftsmitgliedstaat“ gilt unter anderem gemäss Art. 3 Abs. 1 Ziff. 22 lit. c E-MiCAR derjenige Staat, in dem die Kryptowerte erstmals öffentlich angeboten werden, oder in dem der erste Antrag auf Zulassung zum

¹¹⁶ „Representation of value also includes external, non-intrinsic value attributed to a crypto-asset by parties concerned or market participants, meaning the value can be subjective and can be attributed only to the interest of someone purchasing the crypto-asset.“ U.E. kann man freilich überhaupt nur in diesen Fällen von „Darstellung“ sprechen.

¹¹⁷ Man stelle sich (unbesehen der im Folgenden aufgezeigten Probleme) nur einmal eine Verordnung über „Papierwerte“ vor. Siehe unten [C.II.5](#).

Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte gestellt wird, wenn die Emittentin weder Sitz noch Niederlassung in einem Mitgliedstaat hat. In der „Notifizierung“ des Whitepapers an die jeweilige NCA muss die Emittentin zudem gemäss Art. 7 Abs. 3 lit. a E-MiCAR namentlich erläutern, ob es sich beim auszugebenden Instrument nicht um ein Finanzinstrument im Sinne der MiFID II handelt. Mangels klarer Voraussetzungen dafür dürfte dies kein leichtes Unterfangen sein.

Nach dieser Notifizierung kann das Whitepaper veröffentlicht werden (Art. 8, 11 E-MiCAR). Die Veröffentlichung hat gemäss Art. 10 Abs. 1 E-MiCAR zur Folge, dass die Emittentin die Kryptowerte in der gesamten Union anbieten und die Zulassung zum Handel auf einer Handelsplattform für Kryptowerte beantragen kann, also einen sogenannten „europäischen Pass“ erhält. Die Emittentin kann nach dem genannten Art. 3 Abs. 1 Ziff. 22 lit. c E-MiCAR auch ihren Sitz in der Schweiz haben. Insoweit entspricht die E-MiCAR der Prospektverordnung.¹¹⁸

Der Inhalt des Whitepapers entscheidet zwar nicht über eine Zulassung, doch haftet die Emittentin für ein unvollständiges, unfares oder nicht eindeutiges Whitepaper (Art. 14 E-MiCAR).

3. Emittentinnen wertreferenzierter und von E-Geld-Token

Der zweite Teil (Art. 15 ff.) besteht aus den Vorschriften für drei neue Bewilligungskategorien: „Krypto-Dienstleister“, „Emittenten wertreferenzierter Token“ sowie „Emittenten von E-Geld-Token“ bedürfen einer Zulassung und dürfen ihre Tätigkeit nur unter gewissen Bedingungen ausüben. Auch die Emittentinnen wertreferenzierter und E-Geld-Token müssen ein Whitepaper veröffentlichen (Art. 24, 46 E-MiCAR).

a) Anwendungsbereich

Anders als beim öffentlichen Angebot und dem Handel anderer Kryptowerte als wertreferenzierter und E-Geld-Token dürfen Letztere nur in der Union niedergelassene juristische Personen öffentlich anbieten bzw. eine Zulassung zum Handel beantragen (Art. 15 Abs. 2, 43 Abs. 1 E-MiCAR). Auch Kryptodienst-

¹¹⁸ Vgl. Art. 2 lit. m iii) i.V.m. 28 Prospektverordnung; vgl. auch Jutzi/Schären (Fn. 65), 418.

leisterinnen müssen ihren Sitz in einem Mitgliedstaat haben (Art. 53 Abs. 1 E-MiCAR). Möglich bleibt allerdings die *reverse solicitation*, d.h. die Dienstleistung auf Initiative des Kunden bzw. der Kundin in einem Drittstaat.¹¹⁹

b) *Abgrenzung wertreferenzierter und E-Geld-Token von Finanzinstrumenten*

Da die Unterstellung unter die E-MiCAR voraussetzt, dass es sich beim Kryptowert nicht um ein Finanzinstrument handelt, werden die Emittentinnen dies jeweils prüfen müssen. Für die Emittentinnen *wertreferenzierter*¹²⁰ und *E-Geld-Token*¹²¹ wird sich insbesondere die Frage stellen, ob es sich – gleichzeitig – um Finanzinstrumente handeln kann. Rechtssicherheit und Anleger-schutz bzw. Marktintegrität – beides wie erwähnt Ziele des Vorschlags – weisen hier in unterschiedliche Richtungen.

Bei E-Geld-Token, die nach Art. 43 Abs. 1 E-MiCAR nur von Kreditinstituten¹²² oder E-Geld-Instituten¹²³ öffentlich angeboten oder auf einer Handelsplattform für Kryptowerte zugelassen werden dürfen, erscheint dieses Problem immerhin insoweit entschärft, als „Zahlungsinstrumente“ gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II explizit keine Finanzinstrumente sein können. Da der Hauptzweck eines E-Geld-Tokens gemäss Art. 3. Abs. 1 Ziff. 4 E-MiCAR ist, als

¹¹⁹ Bürgi/Kremer (Fn. 105), Ziff. 4.2.2.; Kuhn Hans, Entwicklungen im Ausland, in: Weber Rolf H. / Kuhn Hans (Hrsg.), *Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht*, Basel 2021, 251 ff., 257 Rz 19. Zu „reverse solicitation“ in Bezug auf die MiFID II und die MiFIR ausführlich Ammann Thierry Romain, *Der europäische Marktzugang für Schweizer Banken*, Diss. St. Gallen 2018, Zürich/St. Gallen 2020, 501 ff.; Sethe Rolf, *Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II*, SZW 2014, 615 ff, 620 ff.

¹²⁰ „Wertreferenziertes Token“ ist gemäss Art. 3 Abs. 1 Ziff. 3 E-MiCAR ein „Kryptowert, bei dem verschiedene Nominalgeldwährungen, die gesetzliches Zahlungsmittel sind, oder eine oder mehrere Waren oder ein oder mehrere Kryptowerte oder eine Kombination solcher Werte als Bezugsgrundlage verwendet werden, um Wertstabilität zu erreichen“.

¹²¹ „E-Geld-Token“ ist gemäss Art. 3. Abs. 1 Ziff. 4 E-MiCAR ein „Kryptowert, dessen Hauptzweck darin besteht, als Tauschmittel zu dienen, und bei dem eine Nominalgeldwährung, die gesetzliches Zahlungsmittel ist, als Bezugsgrundlage verwendet wird, um Wertstabilität zu erreichen.“

¹²² Nach Art. 4 Abs. 1 Unterabs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichts-anforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl L 176 vom 27. Juni 2013, 1.

¹²³ Nach Art. 2 Ziff. 1 Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG, ABl L 267 vom 10. Oktober 2009, 7.

Tauschmittel zu dienen, scheint es sich bei diesen a priori nicht um Finanzinstrumente zu handeln. Emittentinnen von E-Geld-Token sind grundsätzlich bereits reguliert, weswegen die zusätzliche Regulierung keinen grossen Mehrwert bringt.¹²⁴

Emittentinnen *wertreferenzierter* Token müssen gemäss Art. 16 Abs. 2 lit. d E-MiCAR in einem Rechtsgutachten darlegen, dass es sich bei den auszugebenden Token nicht um Finanzinstrumente, E-Geld, Einlagen oder strukturierte Einlagen handelt. Daraus liesse sich bereits rein grammatikalisch schliessen, dass wertreferenzierte Token durchaus nicht a priori *keine* Finanzinstrumente sind. Allerdings muss man die Vorschrift wohl so verstehen, dass sie sich an Personen richtet, die eine Zulassung betreffend wertreferenzierte Token beantragen. Dass sich wertreferenzierte Token und Finanzinstrumente zumindest überschneiden, folgt jedoch ohnehin bereits aus der Definition der wertreferenzierten Token: Diese zeichnen sich dadurch aus, dass sie Wertstabilität erreichen wollen, wobei der „Referenzwert“ nicht nur in Zahlungsmitteln, sondern auch aus „Waren“, anderen Kryptowerten oder aus einer Kombination derselben bestehen kann. Dass diese Wertstabilität durchaus einen anderen (Haupt-)Zweck, als Zahlungen zu ermöglichen, haben kann, ergibt sich bereits aus der Systematik bzw. dem Unterschied zu E-Geld-Token. Die Wertstabilität kann nach dem Vorschlag der EU-Kommission insbesondere (wenn auch nicht nur) dadurch erreicht werden, dass die Inhaber ein Rücktauschrecht oder Forderungsansprüche auf das Reservevermögen haben. Insofern erscheinen sie durchaus mit Finanzinstrumenten vereinbar, namentlich besicherten Schuldverschreibungen (Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 lit. b MiFID II). Die vorläufige Einigung vom 30. Juni 2022 hält nun in Erwägungsgrund 40 sogar fest, dass es einen permanenten Einlösungsanspruch geben müsse.¹²⁵ Dies rückt wertreferenzierte Token noch näher an Schuldverschreibungen bzw. übertragbare Wertpapiere. Wertreferenzierte Token, die nicht zugleich Finanzinstrumente sind, sind insoweit kaum vorstellbar.

Aus dieser „Gutachtenspflicht“ scheint nun des Weiteren zu folgen, dass die jeweilige NCA die Zulassung aus formellen Gründen (weil das Rechtsgutachten

¹²⁴ E-Geld-Token-Emittentinnen dürfen keine Zinsen gewähren (Art. 45), es gelten eigene Anforderungen an das Whitepaper (Art. 46), für das die Emittentin haftet (Art. 47), Marketingmitteilungen müssen ebenfalls gewissen Anforderungen genügen (Art. 48), und schliesslich müssen die im Tausch gegen die E-Geld-Token entgegengenommenen Beträge in Aktiven angelegt werden, die auf die Währung lauten, auf die sich das E-Geld-Token bezieht (Art. 49 E-MiCAR). Zudem gelten bei „signifikanten“ E-Geld-Token besondere Pflichten.

¹²⁵ „The issuer of asset-referenced tokens should provide a permanent redemption right to the holders of the asset-referenced tokens, in the sense that holders are entitled to request from the issuer the redemption of the asset referenced token at any moment.“

nicht vollständig oder korrekt sei) verweigern kann – dies statt der Pflicht, zu begründen, warum es sich nicht um ein wertreferenziertes Token handelt. Hinsichtlich des rechtlichen Gehörs ist dies problematisch. Dies entblösst, dass sich der Ordnungsgeber seiner Sache so wenig sicher war, dass er die Rechtsanwendung kurzerhand an die Antragstellerinnen ausgelagert hat. Fraglich ist auch, was passiert, wenn eine Emittentin wertreferenzierter Token überhaupt kein Zulassungsgesuch stellt. Dies kann die NCA nur sanktionieren, wenn sie (dann doch) weiss, ob es sich um wertreferenzierte Token handelt. Auch in dieser Hinsicht ist die Gutachtenspflicht nicht nachvollziehbar. Entweder kann die NCA selbst beurteilen, um welche Token es sich handelt: Dann braucht es das Gutachten nicht. Oder die NCA kann dies nicht: Dann kann sie das Gutachten nicht beurteilen.

Diese Unsicherheit in Bezug auf die Eigenschaft als Finanzinstrument nach der MiFID II wird von den Emittentinnen wohl nur dadurch aufgelöst werden können, indem sie sich an der jeweiligen nationalen Implementierung oder Praxis orientieren, und damit diese uneinheitliche Rechtsanwendung entgegen dem ausgesprochenen Ziel der Vorlage in den Kryptobereich fortpflanzen.

Im Übrigen wird die Wertstabilität auch bei wertreferenzierten Token vor allem den Zweck verfolgen, als verlässliche Werteinheit bzw. als Zahlungsmittel zu dienen.¹²⁶ Da die „Ausgabe von Zahlungsinstrumenten und/oder Annahme und Abrechnung („Acquiring“) von Zahlungsvorgängen“ bereits von der sog. PSD 2 erfasst wird,¹²⁷ hätte man auch diese Richtlinie revidieren können, allenfalls erweitert um Pflichten, wenn die Emittentinnen offenbar als Problem empfundene „signifikante“ Zahlungsinstrumente bzw. Kryptowerte ausgeben.¹²⁸ Zwischen diesen und den von der MiFID II erfassten Finanzinstrumenten ist ein regulierungswürdiger Raum nicht ersichtlich.

¹²⁶ Siehe auch E-MiCAR, E. 25: „Wertreferenzierte Token sind auf Wertstabilisierung durch Bezugnahme auf eine oder mehrere Nominalgeldwährungen, eine oder mehrere Waren, einen oder mehrere andere Kryptowerte oder einen Korb aus derartigen Werten angelegt. Als Transfer- oder Zahlungsmittel könnten sie daher bei den Nutzern grossen Anklang finden und bergen so im Hinblick auf den Verbraucherschutz und die Marktintegrität höhere Risiken als andere Kryptowerte.“

¹²⁷ Die PSD 2 (Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 2002/65/EG, 2009/110/EG und 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2007/64/EG, ABl L 337 vom 23. Dezember 2015, 35) gilt gemäss Art. 2 Abs. 1 für Zahlungsdienste, die innerhalb der Union erbracht werden. Art. 4 Ziff. 3 PSD 2 verweist statt einer Definition auf Anhang I, wo die verschiedenen Zahlungsdienste aufgeführt werden, u.a. der genannte in Ziff. 5.

¹²⁸ Art. 39 ff., 50 ff. E-MiCAR.

4. Krypto-Dienstleisterinnen

Krypto-Dienstleisterinnen sind Personen, die eine in Art. 3 Abs. 1 Ziff. 9 E-MiCAR aufgeführte Tätigkeit (wie Verwahrung, Beratung, Tausch etc.) im Zusammenhang mit Kryptowerten betreiben.

a) Krypto-Dienstleistungen

Diese Krypto-Dienstleistungen reichen teilweise sogar weiter als die zulassungspflichtigen Wertpapierdienstleistungen unter der MiFID II. So ist die Verwaltung und Verwahrung nur von Kryptowerten (Art. 3 Ziff. 9 lit. a E-MiCAR), nicht aber von Finanzinstrumenten zulassungspflichtig (Anhang I Abschnitt B Abs. 1 i.V.m. 6 Abs. 1 in fine MiFID II).¹²⁹ Dies mag man damit begründen, dass die MiFID II nur einen Teil der mit Finanzinstrumenten verbundenen Pflichten abdeckt.¹³⁰ Weiter ist bemerkenswert, dass Krypto-Dienstleisterinnen gemäss Art. 59 Abs. 2 E-MiCAR ihre KundInnen über die Kryptowerte informieren müssen.¹³¹ Dies gilt auch bei solchen Kryptowerten, die Emittentinnen nicht verpflichtet, ein Whitepaper zu veröffentlichen. Diese Inkongruenz (da die Krypto-Dienstleisterinnen in diesen Fällen nicht über die erforderlichen Informationen verfügen werden) resultiert aus dem (zu) weit definierten „Kryptowert“. Das Ergebnis könnte sein, dass gerade die Verbreitung der vom Ordnungsgeber als relativ unproblematisch erachteten anderen Kryptowerte als wertreferenzierten und E-Geld-Token durch diese (gleichzeitig fehlende und zu weit gehende) Regulierung eingeschränkt wird.

b) NFTs nach dem Vorschlag der Kommission

Insgesamt scheinen die zulassungspflichtigen Tätigkeiten aber stark an diejenigen der MiFID II angelehnt. Den Grund für diese (weitgehende) Gleichsetzung des Ordnungsgebers dürfte Kuhn artikuliert haben: „Es gibt gute Gründe, Dienstleister, die fremde Vermögenswerte halten, verwalten oder

¹²⁹ Diese Verwahrung und Verwaltung ist abzugrenzen von der zulassungspflichtigen „Portfolio-Verwaltung“ gemäss Anhang I, Abschnitt A, Ziff. 4 MiFID II.

¹³⁰ Siehe oben [C.II.2.](#)

¹³¹ „Die Anbieter von Krypto-Dienstleistungen stellen ihren Kunden faire, klare und nicht irreführende Informationen zur Verfügung, insbesondere in Marketing-Mitteilungen, die als solche zu kennzeichnen sind. Die Anbieter von Krypto-Dienstleistungen dürfen Kunden in Bezug auf die tatsächlichen oder vermeintlichen Vorteile von Kryptowerten nicht vorsätzlich oder fahrlässig irreführen.“

übertragen, einer prudenziellen Mindestregulierung zu unterstellen.¹³² Auch die EU-Behörden gehen a priori davon aus, dass Personen, die Kryptowerte erwerben, „Investoren“ seien.¹³³

Was man in erster Linie nur als „Vermögenswert“ betrachtet (die ein „Investor“ und nicht einfach ein „Käufer“ erwirbt), sind Gegenstände, die man nur um dessentwillen (des Vermögenswerts) hat – Anlagen –, nicht wegen eines (typischerweise fehlenden) Nutz- oder Verbrauchswerts. Keine „Anlagen“ sind daher nach unserem Verständnis solche Gegenstände, die man nutzt oder verbraucht, um unmittelbar ein wirtschaftliches Bedürfnis zu stillen. Dies trifft auf Finanzinstrumente nicht zu: „Financial assets are intangible assets where typically the *future* benefits come in the form of a claim to *future* cash.“¹³⁴ Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass ein Finanzinstrument mindestens zwei Parteien voraussetzt: Eine berechnigte und eine verpflichtete Partei.¹³⁵ Da die verpflichtete Partei den künftigen Vorteil für ihre Gegenpartei nicht einfach umsonst gewähren wird, sondern diese jener zunächst Vermögenswerte überlässt, entsteht bei Finanzinstrumenten ein sogenannter Agent-Prinzipal-Konflikt.¹³⁶ Dieser bedingt Regulierung zwecks Anlegerschutzes. Die E-MiCAR, die „Anleger“ schützen will,¹³⁷ geht daher implizit davon aus, dass es sich bei Kryptowerten um Finanzinstrumente handelt, und unterstellt sie daher einer ähnlichen Regulierung.

Das herausragende Merkmal von „Kryptowerten“ ist aber nun gerade, dass sie nicht aus einem relativen Rechtsverhältnis bestehen, sondern anders als andere digitale Daten, aber ähnlich wie Sachen, im Idealfall exklusiv und rivali-

¹³² Kuhn (Fn. 121), 264 Rz 39. Derivate können auch einen Anspruch auf tatsächliche Lieferung des Basiswerts einräumen (tun dies aber nur selten), wobei der Basiswert auch einen intrinsischen Wert haben kann (vgl. Kerkemeyer Andreas, Möglichkeiten und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten, Diss. Bielefeld 2017, Tübingen 2018, 21.). Finanzinstrument ist aber auch diesfalls nur das Derivat, nicht der Basiswert.

¹³³ Siehe oben Bedeutung des „Finanzinstruments“ in der EU-(Fintech)-Regulierung [C.II.1](#).

¹³⁴ Fabozzi Frank J./Peterson Drake Pamela, Finance – Capital Markets, Financial Management and Investment Management, Hoboken 2009, 112. Siehe ebenda auch: „Another term used for a financial asset is a financial instrument“. „Claim“ ist hier nicht im Sinne eines im Erwerbszeitpunkt bereits bestehenden Anspruchs zu verstehen, sondern kann bei Eigenkapital auch bloss eine Erwartung oder Hoffnung eines künftigen Vermögensvorteils sein.

¹³⁵ Fabozzi/Peterson Drake (Fn. 136), 112.

¹³⁶ Dazu Fabozzi/Peterson Drake (Fn. 136), 296 ff.

¹³⁷ Oben [C.II.1](#).

sierend sind.¹³⁸ Mit anderen Worten können sie nicht nur Gegenstand einer Leistungspflicht sein, sondern unabhängig von einer solchen bestehen. Sie können einen Nutz- oder Verbrauchswert haben (wie beispielsweise das Gefühl, das „echte“ NFT-Kunstwerk zu besitzen). Typischerweise ist zudem die Blockchain, auf der die Kryptowerte beruhen, öffentlich. Soweit die erwerbende Person die Technik versteht, gibt es damit insoweit mangels Informationsasymmetrie nicht nur keinen Agent-Prinzipal-Konflikt, sondern nicht einmal die Problemsituation, die der Produkthaftpflicht zugrunde liegt.¹³⁹

Dies vorgeschlagene Regelung würde nun zur absurden Situation führen, dass, wer beispielsweise in einem Metaversum ein NFT-T-Shirt gegen Kryptowährung verkauft, gemäss Art. 3 Abs. 1 Ziff. 9 lit. d („Tausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte“) eine zulassungspflichtige Krypto-Dienstleistung erbrächte. Dasselbe gälte für Personen, die zu NFT-Kunst beraten (Art. 3 Abs. 1 Ziff. 9 lit. h E-MiCAR).¹⁴⁰ Nicht zulassungspflichtig wäre dagegen selbstverständlich der Verkauf eines T-Shirts in einer von der Herausgeberin kontrollierten nicht DLT-basierten Game-Welt, obwohl bei dieser der Code nicht öffentlich und das Missbrauchspotenzial damit eigentlich zumindest nicht geringer erscheint. In diesen Fällen hält man die Kryptowerte um ihrer selbst Willen, nicht nur als Zeichen einer Hoffnung oder eines Anspruchs auf einen künftigen Vermögensvorteil, d.h. nicht nur als „Vermögenswert“ oder Anlage.¹⁴¹

An diesem prinzipiellen Unterschied ändert nichts, dass die meisten KäuferInnen von Kryptowerten *InvestorInnen* sein werden, es ihnen also nicht um

¹³⁸ Beispielsweise bei Bitcoin sorgt die digitale Signatur dafür, dass nur die berechtigte Person eine Transaktion auslösen kann, und der Proof-of-Work, dass sie idealerweise denselben Vermögenswert nur einmal ausgeben kann, womit das Double-Spending-Problem gelöst werden soll (siehe dazu einleitend Nakamoto Satoshi, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, abrufbar unter <<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>>). Zumindest bei Bitcoin sind double-spending-Attacken aber zum Teil profitabel (Auer Raphael, Beyond the doomsday economics of „proof-of-work“ in cryptocurrencies, BIS Working Papers, Januar 2019).

¹³⁹ Gemäss Art. 4 des Bundesgesetzes über die Produkthaftpflicht vom 18. Juni 1993 (SR 221.112.944) ist ein Produkt „fehlerhaft, wenn es nicht die Sicherheit bietet, die man unter Berücksichtigung aller Umstände zu erwarten berechtigt ist [...]“. Dies setzt voraus, dass die geschädigte Person die wahren Eigenschaften des Produkts nicht kennt.

¹⁴⁰ Zu „Metaversen“ siehe etwa Lee Lik-Hang/Braud Tristan/Zhou Pengyuan/Wang Lin/Xu Dianlei/Lin Zijun/Kumar Abhishek/Bermejo Carlos/Hui Pan, All One Needs to Know about Metaverse: A Complete Survey on Technological Singularity, Virtual Ecosystem, and Research Agenda, Journal of Latex Class Files 8/2021, 1 ff.

¹⁴¹ Vgl. dazu auch dereinst Jutzi Thomas/Abbühl Andri, Fintech und DLT – Finanzmarkt- und privatrechtliche Grundlagen, Bern 2022.

einen allfälligen intrinsischen Wert des Kryptowerts geht.¹⁴² Auch ist zu berücksichtigen, dass die Emittentinnen tatsächlich meist einen missbrauchsrelevanten Informationsvorsprung haben.¹⁴³ Aber dies rechtfertigt Regulierung nur in diesen, nicht in *allen* Fällen. Fehlt es an einer solchen Informationsasymmetrie, laufen die Vorschriften für Kryptodienstleisterinnen, aber auch über Insidergeschäfte (Art. 78 f. E-MiCAR) ins Leere.

c) NFTs gemäss der vorläufigen Einigung vom 30. Juni 2022

Entgegen dem Vorschlag der Kommission scheint das Europäische Parlament dies eingesehen zu haben. In Erwägungsgrund 8b der vorläufigen Einigung vom 30. Juni 2022 heisst es,¹⁴⁴ dass die Verordnung „should not apply to offerors or persons seeking admission to trading of crypto-assets other than ARTs and EMTs that are unique and not fungible with other crypto-assets. [...] these crypto-assets [...] are not readily interchangeable and the relative value of one crypto-asset in relation to another, each being unique, cannot be ascertained by means of comparison to an existing market or equivalent asset. Such features limit the extent to which these crypto-assets can have a financial use, thus limiting risks to users and the system, and justifies the exemption. The fractional parts of an unique and non-fungible crypto-asset should not be considered unique and not fungible. The sole attribution of a unique [sic] identifier to a crypto-asset is not sufficient to classify it as a unique or not fungible [sic]. The assets or rights represented should also be unique and not fungible for the crypto-asset to be considered unique and not fungible.“

Diese Änderung, sollte die Verordnung denn so in Kraft treten, ist grundsätzlich zu begrüßen, soweit sie anerkennt, dass nicht alle Kryptowerte (auch solche, die nicht bereits von bestehenden Vorschriften erfasst werden) gleich be-

¹⁴² Vgl. etwa Frye Brian I., *The Art of the Token*, *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, 29. Juni 2022, *passim*.

¹⁴³ Dazu Walch Angela, *Deconstructing 'Decentralization': Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in: Brummer Chris (Hrsg.), *Crypto Assets: Legal and Monetary Perspectives*, Oxford 2019, 39 ff., sowie Walch Angela, *In Code(rs) We Trust: Software Developers as Fiduciaries in Public Blockchains*, in: Hacker Philipp / Lianos Ioannis / Dimitropoulos Georgios / Eich Stefan (Hrsg.), *Regulating Blockchain*, Oxford 2019, 58 ff.

¹⁴⁴ Im Verordnungstext selbst steht statt der expliziten Ausnahme nur der Hinweis [political]. Die Verwendung dieses Hinweises im Rest des Draft Agreement deutet darauf hin, dass die Kommission diesen Punkt noch spezifizieren muss.

handelt werden sollten. Allerdings setzt ein „financial use“ nach dem Gesagten keine Fungibilität voraus.¹⁴⁵ Dies trifft nur auf Zahlungsmittel zu. Diese werden von der PSD 2 erfasst.¹⁴⁶

Da die EU aber eine Regulierungslücke schliessen will, muss mit „financial use“ etwas anderes gemeint sein. Sollte sie ihr Verständnis so verfeinern, dass sie diejenigen NFTs ausschliesst, die (wenn auch eventuell fungibel) nach den obigen Ausführungen keine „Finanzrelevanz“ haben,¹⁴⁷ so tritt sie auch insofern offene Türen ein, da Finanzinstrumente bereits durch die MiFID II reguliert werden bzw. – bei einem angemessenen, funktionalen Verständnis des Begriffs – würden. Mit anderen Worten ist nicht klar, was Finanzinstrumente sind, was NFTs sind, und ob zwischen diesen überhaupt regulierungswürdiger Raum verbleibt.

Nach neusten Erkenntnissen (Mitte September 2022) sollen „fractional parts“ eines NFTs nun doch nicht per se erfasst werden. Dies ist zu begrüßen, ändert aber nichts am soeben geschilderten Problem.

Wenig Gutes lässt auch die nicht veröffentlichte Information erahnen, dass die Kommission 18 Monate nach Inkrafttreten der MiCAR für die nicht erfassten NFTs (wie auch immer diese konkretisiert werden sollen), DAOs,¹⁴⁸ „Crypto Lending“ und DeFi¹⁴⁹ noch ein weiteres „horizontales“ Regime vorschlagen will. In der (offiziellen) Pressemitteilung zur vorläufigen Einigung vom 30. Juni 2022 hiess es dagegen (noch), dass die Kommission zur Erfassung der NFTs eine umfassende Einschätzung erarbeiten werde, um, *falls erforderlich*,¹⁵⁰ ein

¹⁴⁵ Dies mag auf übertragbare Wertpapiere zutreffen, nicht aber auf die anderen in Anhang I, Abschnitt C MiFID II aufgeführten Finanzinstrumente.

¹⁴⁶ Zahlungsdienste sind gemäss Art. 4 Ziff. 3 im Anhang I PSD 2 aufgeführt: Bareinzahlungen, -abhebungen, Debit- und Kreditzahlungen, Ausgabe von Zahlungsinstrumenten, Finanztransfers, Zahlungsauslöse- und Kontoinformationsdienste.

¹⁴⁷ Fungibilität ist dazu nicht ausreichend. Sonst hätten alle massenweise hergestellte Güter einen „financial use“. Die mehr oder wenige objektive Preisbildung ist ebenfalls kein Kriterium, sonst wären etwa (OTC-)Derivate keine Finanzinstrumente; die MiFID II setzt keinen Börsen- oder Marktpreis voraus.

¹⁴⁸ Decentralized Autonomous Organizations: Organisationen, deren Anteile durch Token dargestellt werden und die typischerweise ohne eine Verwaltung bzw. formelle Vertretung auskommen.

¹⁴⁹ Decentralized Finance: „The term generally refers to an open, permissionless, and highly interoperable protocol stack built on public smart contract platforms“ (Schär Fabian, Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-Based Financial Markets, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 2/2021, 153 ff., 153).

¹⁵⁰ Hervorhebung hinzugefügt.

eigenes „horizontales Regime“ vorzuschlagen.¹⁵¹ Es bleibt nur zu hoffen, dass die Kommission prüfen wird, ob dieses „dritte Regime“ wirklich erforderlich ist.

5. Würdigung der E-MiCAR

Der europäische Pass und auch die Whitepaperpflicht sind grundsätzlich zu begrüßen. Die Transparenz namentlich über die Person der Emittentin und die Haftung werden für Rechtssicherheit sorgen.¹⁵² Ebenfalls ist nichts dagegen einzuwenden, dass ein Ausweis über E-Geld auch in Form von Kryptowerten ausgegeben werden kann. Zu begrüßen ist auch, dass diese *eine* Verordnung verglichen mit den für Finanzinstrumente geltenden Erlassen verhältnismässig schlank ausfällt. Nachvollziehbar, wenn auch momentan nicht praktisch relevant, ist auch die Regelung „signifikanter“ wertreferenzierter bzw. E-Geld-Token, da diese eine ähnliche Funktion wie Bargeld übernehmen könnten, allerdings ohne Kontrolle durch eine Zentralbank.

Im Übrigen überzeugt die E-MiCAR nicht.¹⁵³ Statt ein eigenes Regime für wertreferenzierte Token aufzustellen, hätte man u.E. klarstellen sollen, unter welchen Voraussetzungen es sich um ein Finanzinstrument handelt, und auf neue Regulierung verzichten können. Mithin müsste man vor Erlass einer solchen Verordnung die einleitend erwähnten vier Unsicherheiten¹⁵⁴ beseitigen, indem man folgende Fragen beantwortet: Was sind „Kryptowerte“? Welche Ähnlichkeiten haben sie und rechtfertigen diese, sie (grundsätzlich) gemeinsam zu erfassen? Fallen sie (teilweise) unter bestehende Vorschriften; sind es Finanz-

¹⁵¹ „Non-fungible tokens (NFTs), i. e. digital assets representing real objects like art, music and videos, will be excluded from the scope except if they fall under existing crypto-asset categories. Within 18 months the European Commission will be tasked to prepare a comprehensive assessment and, if deemed necessary, a specific, proportionate and horizontal legislative proposal to create a regime for NFTs and address the emerging risks of such new market.“ (<<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>>).

¹⁵² Ebenso Kuhn (Fn. 121), 264 Rz 38.

¹⁵³ Siehe auch Bürgi/Kremer (Fn. 105), Ziff. 5.

¹⁵⁴ Oben [A](#).

instrumente (und dazu vorfrageweise: Was sind Finanzinstrumente)? Sind sie *in globo* so risikobehaftet, dass man sie einer Aufsicht wie derjenigen über Finanzinstrumente unterstellen sollte?¹⁵⁵

Dies hätte wohl zur Erkenntnis geführt, dass die DLT Gegenstände schafft, die, ähnlich wie Sachen, (zumindest näherungsweise) exklusiv und rivalisierend sind. Daher wäre zuerst einmal das Privatrecht am Zug: Die Berechtigung an Token, ihre Übertragung etc. könnten beispielsweise nach dem Vorbild des liechtensteinischen TVTG¹⁵⁶ geregelt werden.¹⁵⁷

Im Weiteren hätte man auch eingesehen, dass Token (soweit man sie nicht ohnehin als Sachen behandeln will), untereinander ebenso wenig gemeinsam haben wie Sachen, und dass „Krypto-Dienstleistungen“ insgesamt aufsichtsrechtlich erfassen zu wollen, etwa so sinnvoll ist, wie PapierhändlerInnen zu beaufsichtigen, weil man aus Papier Wertpapiere machen kann. Ebenso hätte man berücksichtigt, dass die Regulierung von Wertpapieren nicht davon abhängt, ob sie aus herkömmlichem oder Recycling-Papier oder irgendeinem anderen Trägermedium bestehen. Man kann sich des Eindrucks nicht wehren: Hätte der Verordnungsgeber einen klareren Begriff vom „Finanzinstrument“ gehabt, hätte er die E-MiCAR wohl auf die Whitepaperpflicht und die Vorschriften für signifikante Zahlungstoken beschränkt und ansonsten die ausreichende Regulierung punktuell angepasst und die ESMA Richtlinien und Empfehlungen ausarbeiten lassen.

Für die E-MiCAR wurde die Form der Verordnung gewählt, „um ein einheitliches Regelwerk festzulegen, das im gesamten Binnenmarkt unmittelbar anwendbar ist.“ Zumindest was die in diesem Beitrag behandelte Problematik des Finanzinstruments angeht: Ein „einheitliches Regelwerk“ erreicht man nicht, indem man Unklarheiten über einen bestimmten Begriff in einer Richtlinie in das zu erlassende Regelwerk dadurch importiert, dass man dessen Anwendung von diesem unklaren Begriff abhängig macht.

¹⁵⁵ Auch die Lehre weicht, soweit ersichtlich, diesen Fragen aus. Siehe etwa EU Crowdfunding Regulation - Battaglini/Davico (Fn. 86), 125 Rz 6.47: „Indeed, it is a matter of fact that due to their features and their inner mechanics, the majority of crypto-assets are not subject to the current financial regulatory framework and can potentially raise, among others, challenges in terms of investor protection, market integrity, and financial stability.“

¹⁵⁶ Gesetz vom 3. Oktober 2019 über Token und VT-Dienstleister, Liechtensteinisches Landesgesetzblatt Nr. 301, 2. Dezember 2019. Ob die EU die Kompetenz dazu hätte, steht auf einem anderen Blatt.

¹⁵⁷ Das TVTG legt gemäss Art. 1 Abs. 1 lit. a „den Rechtsrahmen für auf vertrauenswürdigen Technologien beruhende Transaktionssysteme fest und regelt insbesondere die zivilrechtlichen Grundlagen in Bezug auf Token, die Repräsentation von Rechten mittels Token sowie deren Übertragung“.

Laut dem von *Brummer/Yadav* stipulierten „Innovationstrilemma“ lassen sich von den drei Zielen Rechtssicherheit, Marktintegrität und Innovationsoffenheit *bestenfalls* jeweils nur zwei erreichen.¹⁵⁸ U.E. lässt sich nicht mit Bestimmtheit sagen, dass die E-MiCAR überhaupt eines dieser Ziele erreicht; die Voraussetzungen, den europäischen Pass zu erlangen, scheinen hierzu zu unklar.

III. Schwarmfinanzierungs-VO

1. Allgemeines

„Schwarmfinanzierung“, besser bekannt als „Crowdfunding“, wird vom EU-Verordnungsgeber beschrieben als „eine zunehmend bedeutsame Art der Vermittlung, bei der ein Schwarmfinanzierungsdienstleister, ohne dabei selbst ein Risiko einzugehen, eine öffentlich zugängliche digitale Plattform betreibt, um eine Zusammenführung potenzieller Anleger oder Kreditgeber mit Unternehmen zu ermöglichen oder zu erleichtern, die sich Finanzmittel beschaffen wollen.“¹⁵⁹ Da durch Schwarmfinanzierung namentlich KMU Mittel verschafft werden könnten, gehöre jene zum Kapitalmarkt, der gemäss Art. 63 AEUV zu harmonisieren ist. Nationale Vorschriften zur Schwarmfinanzierung erschwerten jedoch, diese grenzüberschreitend zu erbringen.¹⁶⁰

Die gemäss Art. 51 auf den 10. November 2021 in Kraft getretene Schwarmfinanzierungs-VO legt gemäss ihrem Art. 1 Abs. 1 „einheitliche Anforderungen an die Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen, an die Organisation, die Zulassung und die Beaufsichtigung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern, an den Betrieb von Schwarmfinanzierungsplattformen sowie an Transparenz und Marketingmitteilungen in Bezug auf die Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen in der Union“ fest. Die Schwarmfinanzierungsdienstleistungen dürfen gemäss Art. 3 Abs. 1 Schwarmfinanzierungs-VO nur von juristischen Personen, die in der Union niedergelassen sind, erbracht werden. Die – durchaus zahlreichen¹⁶¹ – schweizerischen Crowdfunding-Anbieter müssen daher eine Tochtergesellschaft in der EU gründen, wol-

¹⁵⁸ Brummer Chris/Yadav Yesha, *Fintech and the Innovation Trilemma*, *The Georgetown Law Journal* 2/2019, 235 ff., 242.

¹⁵⁹ Schwarmfinanzierungs-VO, E. 1.

¹⁶⁰ Schwarmfinanzierungs-VO, E. 3 ff.; siehe zu den Vorschriften Deutschlands, der Niederlande, Frankreichs und Italiens, *The EU Crowdfunding Regulation*–Ortolani/Louisse (Fn. 86), 3 ff., *passim*, sowie zur Rechtslage im Vereinigten Königreich *EU Crowdfunding Regulation*–McMeel/Ortolani (Fn. 86), *passim*.

¹⁶¹ Vgl. etwa <<https://blog.swisspeers.ch/crowdfunding-plattformen-schweiz>>.

len sie in der Union tätig werden.¹⁶² Schwarmfinanzierungsdienstleisterinnen sind vom Geltungsbereich der MiFID II ausgenommen (Art. 1 Richtlinie [EU] 2020/1504)¹⁶³.

Als „Schwarmfinanzierung“ im Sinne der Verordnung gilt dabei gemäss deren Art. 2 Abs. 1 lit. a (i) die „Vermittlung von Krediten“; und (ii) „die Platzierung – ohne feste Übernahmeverpflichtung im Sinne des Anhangs I Abschnitt A Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU – von übertragbaren Wertpapieren und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten, die von Projektträgern oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben wurden, sowie die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen im Sinne von Nummer 1 jenes Abschnitts in Bezug auf diese übertragbaren Wertpapiere und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumente“. Schwarmfinanzierungsdienstleisterinnen sind die juristischen Personen, die diese Tätigkeit ausüben (Art. 2 Abs. 1 lit. e Schwarmfinanzierungs-VO).

2. Abgrenzung zwischen „Krediten“ von übertragbaren Wertpapieren und den für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten

a) Bedeutung der Abgrenzung

Übertragbare Wertpapiere von den „Krediten“ abzugrenzen ist relevant, weil Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäss Art. 3 Abs. 4 Unterabs. 2 der Schwarmfinanzierungs-VO nur das Kreditportfolio ihrer Kunden individuell verwalten dürfen.¹⁶⁴ Mit anderen Worten darf ein Portfolio, das übertragbare Wertpapiere oder für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente enthält, nicht individuell verwaltet werden. Im Fall übertragbarer Wertpapiere lässt sich dies ohne Weiteres damit erklären, dass die gewerbsmässige Portfolioverwaltung zur Bewilligungspflicht als Wertpapierfirma nach der MiFID II

¹⁶² Skeptisch dazu EU Crowdfunding Regulation - Ivanova (Fn. 86), 54 Rz 3.11.

¹⁶³ Richtlinie (EU) 2020/1504 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente, ABl L 347 vom 20. Oktober 2020, 50.

¹⁶⁴ „Individuelle Verwaltung des Kreditportfolios“ wird in Art. 2 Abs. 1 lit. c Schwarmfinanzierungs-VO definiert als „die Zuweisung eines im Voraus festgelegten Betrags aus Mitteln eines Anlegers, der ein ursprünglicher Kreditgeber ist, durch den Schwarmfinanzierungsdienstleister an ein oder mehrere Schwarmfinanzierungsprojekt(e) auf seiner Schwarmfinanzierungsplattform im Rahmen eines individuellen Mandats des Anlegers, das dieser nach eigenem Ermessen erteilt.“

führt.¹⁶⁵ Dass die Schwarmfinanzierungsdienstleisterin die GmbH-Anteile der AnlegerInnen nicht individuell verwalten darf, ist wohl damit zu erklären, dass man die Relevanz der Abgrenzung zwischen diesen und übertragbaren Wertpapieren gering halten wollte. Dies ergibt sich auch aus Art. 2 Abs. 2 Schwarmfinanzierungs-VO, wonach auch solche GmbH-Anteile, die übertragbare Wertpapiere sind, für die Zwecke dieser Verordnung zulässig sind.

b) Übertragbare Wertpapiere

Übertragbare Wertpapiere sind auch im Rahmen der Schwarmfinanzierungs-VO – mangels einer Definition in derselben – solche gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II (Art. 2 Abs. 1 lit. m Schwarmfinanzierungs-VO).

c) Kredite

Als „Kredit“ im Sinne der Schwarmfinanzierungs-VO gilt laut deren Art. 2 Abs. 1 lit. b „eine Vereinbarung, in deren Rahmen ein Anleger einem Projektträger für einen vereinbarten Zeitraum einen vereinbarten Geldbetrag zur Verfügung stellt und der Projektträger die unbedingte Verpflichtung übernimmt, diesen Betrag zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen gemäss dem Ratenzahlungsplan an den Anleger zurückzuzahlen“. Nicht erfasst werden damit grundsätzlich die „donation-“ und „reward-based“¹⁶⁶ – Schwarmfinanzierungen, da diesen die „Investmentperspektive“ fehlt. Ebenfalls nicht erfasst werden zinslose Darlehen.¹⁶⁷

Diese „übertragbaren Kredite“ müssen sich nun von „Schuldverschreibungen oder anderen verbrieften Schuldtiteln“ als übertragbares Wertpapier gemäss Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 lit. b MiFID II unterscheiden. Relevant ist in diesem Zusammenhang, dass Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäss Art. 25 Abs. 1 Schwarmfinanzierungs-VO ein Forum betreiben dürfen, auf dem Kunden ihr Interesse am Kauf und Verkauf von Krediten anzeigen können. Daraus folgt,

¹⁶⁵ Anhang I Abschnitt A Abs. 4, Art. 4 Abs. 1 Ziff. 2, Anhang I Abschnitt C Abs. 1 MiFID II.

¹⁶⁶ „Donation-based“ ist die Schwarmfinanzierung bei einer reinen Spende; „reward-based“, wenn zwar eine Gegenleistung vereinbart wird, aber kein Synallagma besteht (Quarch Benedikt, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, Diss. Wiesbaden 2019, Tübingen 2020, 8 f., mit umfangreichen weiteren Hinweisen).

¹⁶⁷ Macchiavello Eugenia, The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the „Crowdfunding Nature“ Dilemma, European Business Law Review 2021, 557 ff., 564.

dass vom Kreditbegriff mindestens auch solche Kredite erfasst werden, die in irgendeiner Weise bzw. über ein solches Forum „übertragbar“ sind, ohne dass sie dies allein zu übertragbaren Wertpapieren macht.

Nach allgemeinem Verständnis ist eine Schuldverschreibung (in der Schweiz meist „Obligation“ oder „Anleiheobligation“ genannt) „ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen auf einheitlicher Rechtsgrundlage (Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Zeichnungsfrist und Liberierungsdatum). Gestützt auf die einheitlichen Anleihebedingungen schliesst der Anleihenehmer eine Serie von parallelen und miteinander verbundenen Einzelverträgen ab.“¹⁶⁸ Dies entspricht in etwa der „Fungibilität“ des übertragbaren Wertpapiers.¹⁶⁹ Diese Voraussetzungen sind jedenfalls dann nicht gegeben, wenn eine Projektträgerin sich nur gegenüber einem Gläubiger bzw. einer Gläubigerin verpflichtet. Dies ist aber offensichtlich nicht im Sinne der Schwarmfinanzierung.

Auch sieht die Schwarmfinanzierungs-VO vor, dass die Schwarmfinanzierungsdienstleisterinnen die „Preise“ für die jeweiligen Schwarmfinanzierungsangebote festlegen können, wobei sie das Kreditrisiko prüfen.¹⁷⁰ Das Kreditrisiko bezieht sich gemäss Art. 4 Abs. 4 Schwarmfinanzierungs-VO auf das Projekt und den Projektträger; folglich müsste der Preis unabhängig vom jeweiligen Anleger bzw. der Anlegerin, d.h. *einheitlich*, bestimmt werden.¹⁷¹

Es gelingt daher nicht, den Kredit gemäss Art. 2 Abs. 1 lit. b Schwarmfinanzierungs-VO vom übertragbaren Wertpapier i.S.d Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 lit. b MiFID II funktional abzugrenzen. Letztlich scheint es daher auf die Wertpapier-eigenschaft bzw. die Übertragbarkeit anzukommen, wobei sich diese mangels Definition in der MiFID II oder einem anderen Unionserlass auch hier nach nationalem Recht bzw. der nationalen Praxis richtet.

¹⁶⁸ Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 3. A., Bern 2018, 274 Rz 1084; näher zu diesen Merkmalen Daeniker Daniel, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992, Zürich 1992, 21 f.; einheitliche Anleihebedingungen scheinen entgegen dem insoweit irreführenden Wortlaut auch von Art. 1157 OR gefordert zu werden (vgl. dazu Reutter Thomas U./Steinmann Christian, in: Honsel Heinrich / Vogt Nedim Peter / Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar Wertpapierrecht, Basel 2012, Rz 1 zu Art. 1157 OR; vgl. auch Fabozzi/Peterson Drake (Fn. 136), 419.

¹⁶⁹ Oben [C.I.3](#).

¹⁷⁰ Art. 4 Abs. 4 Schwarmfinanzierungs-VO.

¹⁷¹ Ähnlich Crowdfunding Regulation-Hakvoort (Fn. 86), 282 Rz 13.50

3. Für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente

Nota bene wurden GmbH-Anteile in die Schwarmfinanzierungs-VO miteinbezogen, weil sich der Verordnungsgeber anscheinend erhoffte, dadurch Kredite an KMU zu fördern,¹⁷² und wegen der unter den Mitgliedstaaten nicht einheitlichen Behandlung von GmbH-Anteilen als übertragbare Wertpapiere.¹⁷³ Mit anderen Worten wollte der Verordnungsgeber ein neues Gleichgewicht zwischen den konfligierenden Zielen der Kapitalmarktregulierung – Anleger-schutz und effiziente Kapitalallokation – austarieren.¹⁷⁴

„Für Schwarmfinanzierung zugelassene Instrumente“ werden für die Zwecke der Schwarmfinanzierungs-VO nicht anders als übertragbare Wertpapier behandelt. Es fragt sich jedoch, ob aus deren begrifflicher Unterscheidung etwas zum besseren Verständnis des Finanzinstruments bzw. des übertragbaren Wertpapiers gewonnen werden kann.

Es handelt sich gemäss Art. 2 Abs. 1 lit. n Schwarmfinanzierungs-VO „in Bezug auf jeden Mitgliedstaat“ um GmbH-Anteile, „die keinen Beschränkungen unterliegen, durch die eine Übertragung der Anteile effektiv verhindert würde, einschliesslich Beschränkungen der Art und Weise, wie diese Anteile öffentlich angeboten oder beworben werden dürfen.“ Diese Beschränkungen liegen etwa unter Schweizer Recht darin, dass GmbH-Anteile gemäss Art. 784 Abs. 1 OR nur als Beweisurkunde oder Namenpapier errichtet werden dürfen;¹⁷⁵ weiter sind die Zustimmung der Gesellschafterversammlung zur Abtretung von Stammanteilen (Art. 786 Abs. 1 OR), die Selbstorganschaft (Art. 809 Abs. 1 OR), Nachschusspflichten (Art. 795 ff. OR) sowie Treuepflicht und Konkurrenzverbot

¹⁷² Schwarmfinanzierungs-VO, E. 1.; siehe dazu auch EU Crowdfunding Regulation-Macchiavello (Fn. 86), 26 Rz 02 ff.

¹⁷³ Macchiavello (Fn. 170), 566, mit weiteren Hinweisen.

¹⁷⁴ Schuster Mark, Die Regulierung von Investment Crowdfunding in den USA, Diss. Augsburg 2018, Baden-Baden 2018, 44 f., zu einer ähnlichen Initiative in den USA, dem Jumpstart Our Business Startups Act, 15 U.S.C. § 301-305 (2012; die § 301-305 beziehen sich auf Crowdfunding).

¹⁷⁵ Dem Namenpapier fehlt die wertpapierrechtliche Legitimationsfunktion; Vorweisung des Papiers ist nur notwendig, damit die verpflichtete Person leisten muss und die berechnigte die Leistung fordern kann, nicht aber hinreichend. Zudem fehlt es an der Verkehrsschutzfunktion, da Namenpapiere nicht gutgläubig erworben werden können (zum Namenpapier Meier-Hayoz/von der Crone [Fn. 171], 32 ff.).

(Art. 803) zu nennen. Die GmbH, deren Anteile gehandelt werden dürfen, müssen allerdings ohnehin nach dem Recht eines Mitgliedstaats inkorporiert sein.¹⁷⁶

Diese Definition eignet sich u.E. jedoch nicht dazu, den Begriff des übertragbaren Wertpapiers bzw. des Finanzinstruments nach der MiFID II besser zu konturieren. Der bereits erwähnte Art. 2 Abs. 2 Schwarmfinanzierungs-VO stellt klar, dass ein übertragbares Wertpapier auch ein für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenes Instrument sein kann. Insbesondere kann nichts aus dem Zusatz „einschliesslich Beschränkungen der Art und Weise, wie diese Anteile öffentlich angeboten oder beworben werden dürfen“ abgeleitet werden, da sich dies für übertragbare Wertpapiere von selbst versteht.¹⁷⁷ Ebenfalls nichts lässt sich aus E. 14 Schwarmfinanzierungs-VO ableiten, wonach für bestimmte für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente in einigen Mitgliedstaaten nationales Recht gilt, das „ihre Übertragbarkeit regelt“, wie beispielsweise die notarielle Beurkundung der Übertragung, diese Verordnung jedoch unbeschadet dieses nationalen Rechts gelten soll: Damit ist nichts Handfestes darüber gesagt, ob diese Beschränkungen umgekehrt der „Übertragbarkeit“ im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II schaden. Immerhin ist diese Erwägung – bzw., dass sie für nötig befunden wurde – ein (schwacher) Hinweis, dass ein solches notarielles Beurkundungserfordernis der Qualifikation als übertragbares Wertpapier schaden könnte.

Klar besagt diese Regelung nur, dass ein Instrument, das unter nationalem Recht allein deshalb nicht als übertragbares Wertpapier gilt, weil es ein GmbH-Anteil ist, aber in Bezug auf die eigentliche Übertragbarkeit keine Unterschiede bestehen, ein für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenes Instrument ist. Damit hat der Ordnungsgeber – wohl ungewollt –, indem er zugleich zwischen der Übertragbarkeit nach Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 MiFID II und Art. 2 Abs. 1 lit. n Schwarmfinanzierungs-VO nicht klar unterschied, solche mitgliedstaatlichen Regelungen, welche die Qualifikation als übertragbares Wertpapier allein an der GmbH-Rechtsform scheitern lassen, bestätigt. Damit wird die von Art. 63 AEUV eigentlich unerwünschte uneinheitliche Rechtsanwendung zum Rechtssatz erhoben. Im Übrigen bleibt unklar, wie der EU-Verordnungsgeber annehmen konnte, er werde das fragmentierte Verständnis

¹⁷⁶ Dies ergibt sich auch aus E. 13 Schwarmfinanzierungs-VO: „Die Anteile bestimmter Gesellschaften mit beschränkter Haftung, dienach dem nationalen Recht der Mitgliedstaaten gegründet wurden, sind an den Kapitalmärkten ebenfalls frei übertragbar.“

¹⁷⁷ Der Zusatz erscheint zudem wenig sachgerecht, soll die Schwarmfinanzierungs-VO doch gerade denjenigen KMU Kapital verschaffen, denen der Kapitalmarkt wegen eben solcher Beschränkungen nicht offensteht.

der „Übertragbarkeit“ von Wertpapieren dadurch umgehen, indem er ebenfalls nicht regelte, was er unter der „Übertragbarkeit“ von GmbH-Anteilen versteht.¹⁷⁸

4. Fazit zur Schwarmfinanzierungs-VO

Anders als die Emittentinnen von Kryptowerten sind Schwarmfinanzierungsdienstleisterinnen explizit nicht der MiFID II unterstellt. Die unklare Abgrenzung des „Kredits“ i.S.d. Art. 2 Abs. 1 lit. b Schwarmfinanzierungs-VO vom übertragbaren Wertpapier nach Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 lit. b MiFID II wird jedoch zur Folge haben, dass die NCAs insoweit auf nationales Recht oder die nationale Praxis abstellen müssen, oder die Schwarmfinanzierungsdienstleisterinnen darauf verzichten, die individuelle Kreditportfolioverwaltung anzubieten, um nicht unter beide Regulierungen zu fallen. Zudem scheint die Schwarmfinanzierungs-VO solche mitgliedstaatlichen Regelungen, die GmbH-Anteile unabhängig von funktionalen Gesichtspunkten abschreiben, übertragbares Wertpapier zu sein, zu bestätigen. Im Übrigen erfasst die Schwarmfinanzierungs-VO gemäss ihrem Art. 1 Abs. 2 lit. a VerbraucherInnen als ProjektträgerInnen nicht, was kritisiert wurde, insbesondere, da gerade diese häufiger als gewerbsmässig tätige Personen grenzüberschreitend per Crowdfunding finanziert werden.¹⁷⁹ Es gelten somit für die SchwarmfinanzierungsdienstleisterInnen, je nach ProjektträgerIn, entweder nationale oder EU-Vorschriften. Unabhängig von legitimen Subsidiaritätsgesichtspunkten scheint auch diese Verordnung mehr Komplexität zu schaffen.

IV. DLT-Pilotregelung

Zuletzt sei die sog. DLT-(Distributed-Ledger-Technology)-Pilotregelung erläutert. Die DLT-Pilotregelung will für solche Kryptowerte,¹⁸⁰ die als Finanz-

¹⁷⁸ Skeptisch zur fehlenden Klarheit der MiFID II bzw. des „Finanzinstruments“ auch Ferrarini Guido/Macchiavello Eugenia, Investment-Based Crowdfunding, in: Busch Danny / Ferrarini Guido (Hrsg.), Regulation of the EU Financial Markets, Oxford 2017, 659 ff., 683 Rz 23.39: „Moreover, MiFID II has failed to either clarify or adapt some of the concepts that have an impact on investment-based crowdfunding, such as the definition of financial instrument and the different categories of investment services subject to MiFID.“

¹⁷⁹ EU Crowdfunding Regulation - Ebers/Quarch (Fn. 86), 88 Rz 5.20 ff.; den „regulatorischen Flickenteppich“ kritisiert auch Rennig (Fn. 68), 285.

¹⁸⁰ Die DLT-Pilotregelung definiert den Begriff nicht. Art. 3 Abs. 1 Ziff. 2 E-MiCAR enthält jedoch folgende Definition: „eine digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können.“

instrumente der MiFID II unterstehen,¹⁸¹ unter gewissen Voraussetzungen ein Sonderregime schaffen. Auch die DLT-Pilotregelung definiert wegen ihres akzessorischen Charakters diesen Begriff nicht und stellt insoweit auf die MiFID II ab.

Der Erlass der DLT-Pilotregelung wird damit begründet, dass die für Finanzinstrumente geltenden Vorschriften potenziell ausschliessen, bei Emission, Handel und Abwicklung die DLT einzusetzen. Ein (regulierter) Sekundärmarkt für Kryptowerte könne aber zahlreiche Vorteile mit sich bringen, wie z.B. höhere Effizienz, grössere Transparenz und mehr Wettbewerb bei Handels- und Abwicklungstätigkeiten.¹⁸² Gleichzeitig bestünden gewisse aufsichtsrechtliche Lücken; so gebe es keine besonderen Transparenz-, Zuverlässigkeits- oder Sicherheitsanforderungen für die Protokolle und „Smart Contracts“. Die mit der DLT (bspw. in punkto Interoperabilität und Fragmentierung) verbundenen Risiken und die derzeit noch geringe Verbreitung rechtfertigten aber nicht, die Unionsvorschriften über Finanzdienstleistungen grundlegend zu ändern.¹⁸³

Mit der DLT-Pilotregelung sollten daher bestimmte DLT-Marktinfrastrukturen vorübergehend von einigen Vorschriften befreit werden, soweit die AnlegerInnen weiterhin wirksam geschützt sind. Daraus sollten Erfahrungen für eine allfällige umfassende Anpassung des Rechtsrahmens gewonnen werden.¹⁸⁴

D. Relevanz für die Schweiz

I. Finanzmarktrecht

1. E-MiCAR

Es gibt grundsätzlich kein die behandelten Aspekte umfassendes Finanzdienstleistungsabkommen zwischen der Schweiz und der EU.¹⁸⁵ Daher müssen schweizerische Dienstleister, die in der Union die von den beschriebenen Er-

¹⁸¹ Namentlich die in E. 2 der DLT-Pilotregelung Genannten.

¹⁸² DLT-Pilotregelung, E. 4.

¹⁸³ DLT-Pilotregelung, E. 5 f.

¹⁸⁴ DLT-Pilotregelung, E. 6.

¹⁸⁵ Wess (Fn. 117), 18 Rz 22; mit einem solchen ist laut Schären/Simon/Jutzi Thomas, Viele Wege führen nach Brüssel: europakompatibles Finanzmarktrecht im Zeichen des Marktzugangs, recht 2020, 235 ff., 241, in näherer Zukunft auch nicht zu rechnen.

lassen erfassten Tätigkeiten ausüben wollen, diese einhalten, soweit nicht mit einzelnen Mitgliedstaaten Marktzugangsverträge bestehen.¹⁸⁶

Soweit solche Verträge nicht abgeschlossen sind, besteht der bedeutendste Weg für schweizerische Dienstleister zum EU-Finanzmarkt an dessen einzelnen Regeln vorbei in der Anerkennung durch die EU, dass die schweizerische der EU-Regulierung „äquivalent“ ist¹⁸⁷ und auch durchgesetzt wird.¹⁸⁸

Diese Anerkennung stützt sich auf einzelne Normen in den jeweiligen (sekundärrechtlichen) Erlassen und wird (daher) meist nur für einen Sektor erteilt (z.B. Kollektivanlagenrecht).¹⁸⁹ Die Anerkennung ist ein nicht justizialer Ermessensentscheid der EU-Kommission.¹⁹⁰

Die E-MiCAR enthält keine Äquivalenzregelung. Allerdings wird die EU-Kommission durch Art. 122 E-MiCAR verpflichtet, bis 36 Monate nach Inkrafttreten der Verordnung dem Europäischen Parlament und dem Rat einen Bericht über die Anwendung dieser Verordnung vorzulegen. Dabei muss sie gemäss Art. 122 Abs. 2 lit. k E-MiCAR auch darauf eingehen, ob für Krypto-Dienstleisterinnen, Emittentinnen wertreferenzierter und von E-Geld-Token eine Gleichwertigkeitsregelung eingeführt werden soll.

Die EU-Kommission wird sich dabei jeweils hauptsächlich von den Zielen der E-MiCAR und der Schwarmfinanzierungs-VO, denen eine Drittstaatenregulierung äquivalent sein muss, leiten lassen. Im Weiteren auch von „factors such as the size of the relevant market, the importance for the functioning of the in-

¹⁸⁶ Soweit das Marktort- oder Auswirkungsprinzip anwendbar ist: Jutzi/Schären (Fn. 65), 415; vgl. auch Wess (Fn. 117), 34 Rz 40.

¹⁸⁷ Schweizerischer Bundesrat, Weltweit führend, verankert in der Schweiz: Politik für einen zukunftsfähigen Finanzplatz Schweiz, 4. Dezember 2020, 8. Konzise zum Äquivalenzprinzip Jutzi/Schären (Fn. 65), 416 ff.; vgl. zu den Kriterien der Äquivalenz nach MiFID II und MiFIR auch Jutzi Thomas, Bericht zur grenzüberschreitenden Vermögensverwaltung in Deutschland, Italien und Frankreich, 4. Mai 2022, abrufbar unter <https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/das-efd/nsb-news_list/berichte.html>, 15 ff. Es gibt auch andere Marktzugangsmechanismen, vgl. Jutzi/Schären (Fn. 65), 417 f.

¹⁸⁸ Jutzi (Fn. 190, 18 f.); die Prüfung der Drittstaatenordnung sei daher ergebnisorientiert (Wess [Fn. 117], 435 Rz 730).

¹⁸⁹ Schären/Jutzi (Fn. 188), 236. Vgl. zum Anwendungsbereich dieses Prinzips Lehmann Matthias / Zetsche Dirk, Drittstaaten im Finanzmarktrecht – Überlegungen zum Brexit, in: Zetsche Dirk A. / Lehmann Matthias (Hrsg.), Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen, Tübingen 2018, 82 Rz 14 ff. Ein Beispiel ist Art. 30 Abs. 4 MiFID II: „Die Mitgliedstaaten können Rechtspersönlichkeiten von Drittländern, die den in Absatz 2 genannten Kategorien von Rechtspersönlichkeiten gleichwertig sind, als zulässige Gegenparteien anerkennen.“

¹⁹⁰ Europäische Kommission, Commission Staff Working Document – EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment, 27. Februar 2017, SWD (2017) 102 final, 9.

ternal market, the interconnectedness between the markets of the third country and the EU, or the risks of circumvention of EU rules may play a role. The Commission also needs to factor in wider external policy priorities and concerns in particular with respect to the promotion of common values and shared regulatory objectives at international level.¹⁹¹ Ammann kommt nach seiner umfangreichen Untersuchung in Bezug auf MiFID II und MiFIR zum Schluss, dass die materiell-rechtliche Gleichwertigkeit nicht entscheidend sei, der Äquivalenzbeschluss vielmehr von einem politischen «Kuhhandel» abhängen werde.¹⁹²

Unbesehen des EU-Marktzugangs ist die Schweizer Regulierung aus unserer Sicht grundsätzlich ausreichend, wobei allerdings über eine Whitepaperpflicht auch für inländische Sachverhalte diskutiert werden könnte. Eine solche wäre allerdings für die Gleichwertigkeit nicht beachtlich bzw. wird von Art. 122 Abs. 2 lit. k E-MiCAR nicht erfasst, da Emittentinnen anderer als wertreferenzierter und E-Geld-Token bereits ab Erlass der MiCAR Marktzugang haben werden.¹⁹³ Die Schweizer Behörden werden daher vor dem Problem stehen, dass sie den hiesigen Standort ähnlich überschliessend regulieren, oder Schweizer Anbieterinnen zwingen müssen, in der EU mindestens eine Tochtergesellschaft zu gründen. Für ein Urteil ist es zu früh. An dieser Stelle ist auch zu bemerken, dass die „Äquivalenzstrategie“ aus verschiedenen Gründen bisher nicht die gewünschten Ergebnisse geliefert hat.¹⁹⁴

2. Schwarmfinanzierungs-VO

Vor dem 10. November 2023 wird die EU-Kommission gemäss Art. 45 Abs. 2 lit. q Schwarmfinanzierungs-VO auch einen Bericht vorlegen müssen, in dem sie bewertet, ob es angemessen ist, in Drittländern niedergelassene Unternehmen nach dieser Verordnung als Schwarmfinanzierungsdienstleister zuzulassen. Mithin handelt es sich dabei nicht um einen „Äquivalenztatbestand“. Die Bestimmung lässt offen, ob auch Anteile schweizerischer GmbH für Schwarmfinanzierungszwecke nach der Verordnung zulässig sein werden.

¹⁹¹ SWD (2017) 102 final, 9. Siehe auch Art. 47 MiFIR zu den Anforderungen an einen Gleichwertigkeitsbeschluss im Rahmen der MiFIR, der MiFID II und der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG Text von Bedeutung für den EWR, ABl L 176 vom 27. Juni 2013, 338.

¹⁹² Ammann (Fn. 121), 607 Rz 1668.

¹⁹³ Oben [C.II.2](#).

¹⁹⁴ Schären/Jutzi (Fn 188), 242 ff.; Wess (Fn. 117), 432 Rz 725 ff.

II. Privatrecht

Schliesslich können sich aus der E-MiCAR und der Schwarmfinanzierungs-VO privatrechtliche Pflichten ergeben. Dem europäischen Finanzmarktrecht wird immer mehr (privatrechtlich-)verbraucherschützender Charakter zugesprochen.¹⁹⁵ Das vertragliche Verbraucherschutzrecht, kodifiziert in Art. 6 der Verordnung (EG) Nr. 593/2008 (sog. Rom-I-Verordnung),¹⁹⁶ ist zugunsten des Verbrauchers bzw. der Verbraucherin einseitig zwingend.¹⁹⁷ Auch der Gerichtsstand am Wohnsitz des Verbrauchers ist einseitig zwingend (Art. 15 ff. LugÜ¹⁹⁸).¹⁹⁹

Beide Erlasse scheinen grundsätzlich stark auf Verbraucherschutz ausgelegt zu sein. Beispielsweise handelt es sich bei der Whitepaperpflicht und der damit verbundenen Haftungsregelung u.E. um Verbraucherschutzrecht.²⁰⁰ Die privat- bzw. verbraucherschutzrechtlichen Aspekte der behandelten Erlasse wären jedoch einer eigenen Untersuchung wert.

E. Fazit

Die vorstehende Abhandlung hat gezeigt, dass der Begriff des Finanzinstruments unter der MiFID II von den Mitgliedstaaten nicht einheitlich ausgelegt wird. Während dies an sich politisch gewollt sein mag, wird die zentrale Bedeutung dieses Begriffs auch in der E-MiCAR, der DLT-Pilotregelung und der Schwarmfinanzierungs-VO zu – diesfalls ungewünschter – uneinheitlicher Rechtsanwendung führen.²⁰¹ Selbst dieser kleine Ausschnitt der EU-Regulierung scheint damit die Meinung *Klamerts* zu bestätigen, dass Auswirkungen und Verhältnis von Regulierungskonzepten (wie Herkunftslandprinzip, gegen-

¹⁹⁵ Wess (Fn. 117), 23 Rz 27.

¹⁹⁶ Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I), ABl L 177 vom 4. Juli 2008, 6.

¹⁹⁷ Vgl. zu dieser Verordnung auch Wess (Fn. 117), 29 Rz 32 ff.

¹⁹⁸ Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (Lugano-Übereinkommen) vom 30. Oktober 2007 (SR 0.275.12).

¹⁹⁹ Dazu Ammann (Fn. 121), 122 Rz 317 ff.

²⁰⁰ Vgl. etwa auch explizit Art. 1 lit. d E-MiCAR.

²⁰¹ Allgemein zu „Anpassungsschwierigkeiten“, die sich aus einem vollharmonisierenden europäischen Rechtsakt in das jeweilige nationale Recht ergeben: Muhr (Fn. 64), 86 f.

seitige Anerkennung, Voll- und Mindestharmonisierung) oft unklar bleiben.²⁰² Es ist zu vermuten, dass das (mangelhafte) Zusammenspiel von Mindest- und Vollharmonisierung zu weiteren Verwerfungen führen wird.

Die E-MiCAR wird durch die unklare Abgrenzung von wertreferenzierten Token zu Finanzinstrumenten und voraussichtlich auch durch die Zulassungspflicht von Dienstleistungen im Zusammenhang mit Token, die zwar keine Finanzinstrumente sind, aber doch irgendeinen „financial use“ haben bzw. keine NFTs sind, nicht nur für Rechtsunsicherheit sorgen. Soweit sie nicht risikoadäquate Vorschriften aufstellt, verletzt sie auch Marktintegrität und Technologieneutralität. Dasselbe gilt, wenn Schwarmfinanzierungsdienstleister „Kredite“ verwalten dürfen, die alle Merkmale einer Schuldverschreibung i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 44 lit. b MiFID II aufweisen – bis auf die Tatsache, dass das nationale Recht nicht von einem Wertpapier ausgeht.

Ebenfalls erforderlich ist daher u.E. eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Frage, was Finanzinstrumente sind und inwiefern sie sich von anderen Vermögensgegenständen in Bezug auf das (potenziell regulierungswürdige) Risiko für AnlegerInnen und die Finanzstabilität unterscheiden.

²⁰² Klamert Marcus, Altes und Neues zur Harmonisierung im Binnenmarkt, Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2015, 265 ff., 265.

EuZ

ZEITSCHRIFT FÜR EUROPARECHT

24. Jahrgang

Herausgeber

Europa Institut an der
Universität Zürich
Hirschengraben 56
8001 Zürich
Schweiz
eiz@eiz.uzh.ch

Institut für deutsches und
europäisches Gesellschafts-
und Wirtschaftsrecht der
Universität Heidelberg
Friedrich-Ebert-Platz 2
69117 Heidelberg
Deutschland

LL.M. Internationales
Wirtschaftsrecht
Universität Zürich
Hirschengraben 56
8001 Zürich

Wissenschaftlicher Beirat

Prof. (em.) Dr. Heinz-Dieter Assmann, Universität Tübingen (Bank- und Kapitalmarktrecht); Prof. (em.) Dr. Peter Behrens, Universität Hamburg (Gesellschaftsrecht); Prof. Dr. Andreas Glaser, Universität Zürich (Staatsrecht und Demokratie); Prof. Dr. Michael Hahn, Universität Bern (Wirtschaftsvölkerrecht); Prof. Dr. Waltraud Hakenberg, Universität des Saarlandes (EuGH); Prof. Dr. Andreas Heinemann, Universität Zürich (Wirtschafts- und Wettbewerbsrecht); Prof. Dr. Sebastian Heselhaus, Universität Zürich (Umwelt, Energie); Prof. Dr. Bernd Holznapel, Universität Münster (Telekommunikation, Medien); Prof. Dr. Dr. Dr. Waldemar Hummer, Universität Innsbruck (Auswärtige Beziehungen); Prof. Dr. Andreas Kellerhals, Universität Zürich (Gemeinsame Handelspolitik); Prof. Dr. Helen Keller, Universität Zürich (EMRK); Prof. Dr. Dr. h.c. Manfred Löwisch, Universität Freiburg i. Br. (Arbeits- und Sozialrecht); Prof. Dr. Francesco Maiani, Universität Lausanne (Strafjustiz und öffentliche Verwaltung); Prof. Dr. René Matteotti, Universität Zürich (Steuerrecht); Prof. Dr. Frank Meyer, Universität Zürich (int. Strafprozessrecht); Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff, Universität Heidelberg (Binnenmarkt und Industriepolitik); Prof. Dr. Matthias Oesch, Universität Zürich (Institutionelles, Rechtsstaatlichkeit); Prof. Dr. Roger Rudolph, Universität Zürich (Arbeits- und Privatrecht); Prof. Dr. jur. Dres. h.c. Jürgen Schwarze, Universität Freiburg i. Br. (Allgemeine, institutionelle und finanzielle Fragen); Prof. Dr. Florent Thouvenin, Universität Zürich (Datenschutz); Prof. (em.) Dr. Rolf H. Weber, Universität Zürich (Digitale Transformation); Prof. (em.) Dr. Roger Zäch, Universität Zürich (Konsumentenschutz)

Redaktion

Dr. Tobias Baumgartner, LL.M., Rechtsanwalt (Leitung)

MLaw Sophie Tschalèr

Dr. Wesselina Uebe, Rechtsanwältin

Urheberrechte

Alle Beiträge in diesem Open Access-Journal werden unter den Creative Commons-Lizenzen CC BY-NC-ND veröffentlicht.

Cover-Foto: Michael Dziedzic, [Unsplash](#)

Erscheinungsweise

EuZ – Zeitschrift für Europarecht erscheint zehnmal jährlich online. Die Leitartikel werden zu Beginn des Folgejahres zusätzlich in Form eines Jahrbuchs als eBook sowie im Wege des print on demand veröffentlicht.

Zitierweise

EuZ, Ausgabe 1/2022, A 13.

Kontakt

EIZ Publishing c/o Europa Institut an der Universität Zürich

Dr. Tobias Baumgartner, LL.M., Rechtsanwalt

Hirschengraben 56

8001 Zürich

Schweiz

eiz@eiz.uzh.ch

Version 1.01-20220928

DOI

Thomas Jutzi, Andri Abbühl, Die Fintech-Massnahmen der EU und das „Finanzinstrument“,

<https://doi.org/10.36862/eiz-euz011>