

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

77. Jahrgang · 1. März 2024

5-2024

**Digitaler
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

MiCAR: Kryptowerte verlassen ihre Nische

Bernd Harnisch / Aylin Wilbert

– echte Revolution oder nur ein Hype?

Bernd Harnisch / Aylin Wilbert

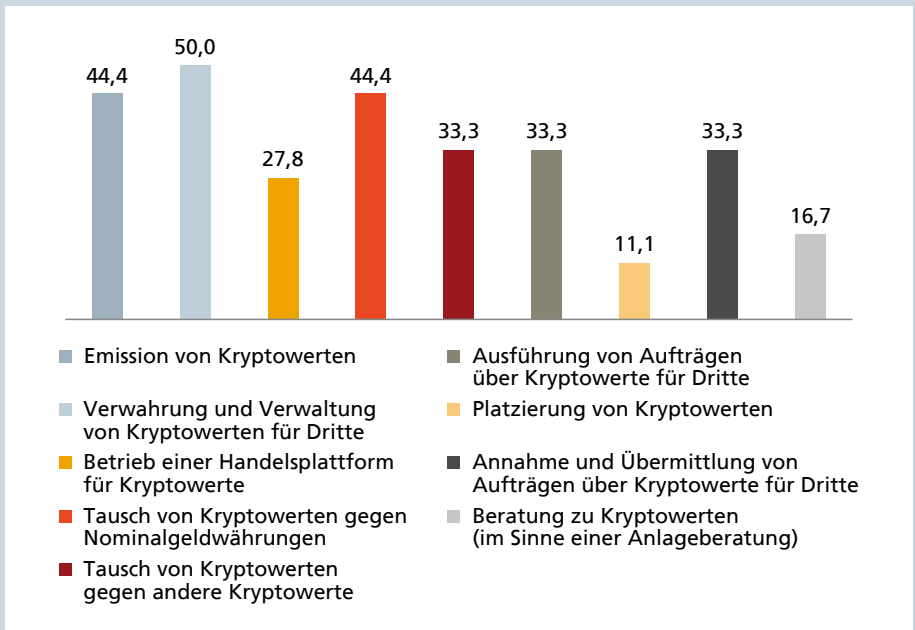
MiCAR: Kryptowerte verlassen ihre Nische

Mehr als 40 Prozent der Unternehmen aus der Finanzbranche bieten heute schon Dienste an, die künftig von neuen EU-Vorschriften erfasst werden. Die Regelungen der MiCAR treten ab dem 29. Juni 2024 bis zum 30. Dezember 2024 sukzessive in Kraft. MiCAR steht für Markets in Crypto-Assets Regulation. Sie regelt einerseits, wie Kryptowerte emittiert und gehandelt werden dürfen („Primär- und Sekundärmarkt“). Andererseits beschreibt sie, was Anbieter tun müssen, wenn sie Dienstleistungen rund um Kryptowerte, sogenannte Crypto-Asset-Services, anbieten möchten. Was wie eine weitere Gängelei klingt, dürfte der Finanzbranche mittel- und langfristig jedoch nützen.

Die MiCAR greift die Gelegenheit beim Schopfe, eines der größten Probleme mit Kryptowerten aus der Welt zu schaffen: mangelndes Vertrauen. Der Ruf der Finanzbranche ist hierzulande ohnehin angeschlagen. Bei Kryptowerten sind die Bundesbürger aber noch skeptischer. Zwar wissen mehr als 70 Prozent, was Bitcoin überhaupt ist. Insgesamt schneiden digitale Assets mit gerade mal 18 Prozent Zutrauen jedoch sehr schlecht ab, wenn es darum geht, wie die Deutschen zu dieser Anlageklasse stehen. Obwohl die Post kürzlich sogar ihre erste Kryptobriefmarke herausgebracht hat, bleiben die Bürger vorsichtig. Zu dieser Misere dürfte eine gewisse „Wildwestmanier“ beigetragen haben,

die sich jüngst etwa um die Kryptobörse FTX abgespielt hat. FTX war zwischenzeitlich 32 Milliarden US-Dollar wert, bevor sie kurz darauf pleiteging. Dessen Gründer Sam Bankman-Fried wurde in den USA inzwischen wegen Geldwäsche und Betrug schuldig gesprochen. Ihm drohen jetzt bis zu 110 Jahre Haft. Doch das ist nicht alles: Orbit Chain aus Südkorea wurde im Januar 2024 um umgerechnet 82 Millionen Euro erleichtert. Safe-moon soll Anleger um 200 Millionen US-Dollar geprellt haben. Auswüchse wie diese zeigen, dass dringend gehandelt werden muss, damit die Menschen in den Kryptowerten wieder mehr sehen als einen billigen Betrugsversuch.

Abbildung 1: MiCAR-regulierte Kryptoangebote nehmen zügig Fahrt auf (in Prozent)*



* Geplante Umsetzung von MiCAR-Dienstleistungen in Unternehmensprojekten, n=18 Quelle: PPI AG

Krypto vor dem Durchbruch

Das sieht auch Rupert Schaefer so. Schaefer ist Exekutivdirektor für Strategie, Policy und Steuerung bei der Bundesaufsicht für Finanzdienstleistungen (BaFin). Er bezeichnet die MiCAR als wichtigen Schritt, um „legitime Finanzinnovation“ zu unterstützen. Schließlich böte die Distributed-Ledger-Technologie (DLT), auf der auch Bitcoin basiert, viele Chancen. Denn nicht die Technologie sei das Problem, sondern einige schwarze Schafe in der Branche. Dem pflichtet auch die international tätige Wirtschaftskanzlei CMS bei. Sie rechnet damit, dass die Gesetzgeber anderer Jurisdiktionen die MiCAR deshalb genau beobachten werden.

Innerhalb der Branche gilt die MiCAR bereits als wichtigste Regulierung für Kryptowerte, noch vor dem deutschen Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) und dem EU DLT Pilot Regime. 45 Pro-



zent der Unternehmen halten die MiCAR für am wichtigsten, weitere 26 Prozent für sehr wichtig. Das geht aus dem „MiCAR-Stimmungsbarometer“ von PPI hervor. Die MiCAR könnte sich überdies positiv auf die Finanzbranche auswirken. Heute schon sagen 65 Prozent der Fach- und Führungskräfte, dass Kryptowerte für sie relevant oder sehr relevant sind. Keiner der Befragten lässt diesen Trend komplett links liegen.

Vielmehr deutet sich an, dass die künftig von MiCAR erfassten Produkte einen regelrechten Boom erleben werden. Etwa jedes zweite Unternehmen plant, Kryptowerte für Dritte zu verwalten und zu verwahren (siehe Abbildung 1). Dabei wollen auch die großen Institute mitmischen. So hat die DZ Bank bereits angekündigt, eine Plattform für Kryptowerte aufbauen zu wollen. Im Juni 2023 haben die Genossen eine Kryptoverwahrlizenz bei der BaFin beantragt. Als erste deutsche Uni-

ten. Doch der Eindruck täuscht, wenn man auf die aktuellen Zahlen schaut. 60 Prozent der Marktteilnehmer wollen in den kommenden zwölf Monaten MiCAR-Projekte starten. Bei einem etwas größeren Zeitfenster von vierundzwanzig Monaten steigt diese Quote sogar auf 90 Prozent an. Kaum ein Anbieter wird dabei das gesamte Spektrum abdecken. Doch gegenüber heute werden sich die Zahlen bei den einzelnen Produkten (siehe Abbildung 1) nahezu verdreifachen. Dabei zielen die künftigen Angebote vor allem auf institutionelle Anleger.

Institutionelle Anleger im Fokus

Danach befragt, wie wichtig sie verschiedene Kundengruppen einschätzen, gaben 61 Prozent an, dass institutionelle Anleger ganz vorne stehen. 23 Prozent ordnen dieser Gruppe Platz 2 zu und weitere 16 Prozent den dritten Platz (Abbil-

„60 Prozent der Marktteilnehmer wollen in den kommenden zwölf Monaten MiCAR-Projekte starten.“

versalbank hat die Commerzbank im November 2023 die Lizenz erhalten. Die Deutsche Bank und die DWP Bank haben ihre Anträge ebenfalls bereits gestellt. Weitere Institute dürften bald folgen.

Ähnlich attraktiv sehen Kryptowerte aus, die von den Anbietern selbst emittiert werden. Mit fast 45 Prozent liegt diese Absicht praktisch genauso hoch wie die Verwahrung von Kryptowerten für Dritte. Gleichauf befindet sich der klassische Währungstausch, diesmal jedoch zwischen Kryptowährungen und Nominalgeldwährungen wie Euro, US-Dollar oder Yen. Krypto gegen Krypto zu tauschen, also etwa Bitcoin gegen Ethereum, will jeder Dritte anbieten. Jeweils ein Drittel der Befragten geben zudem an, Kryptoaufträge für Dritte abwickeln zu wollen oder diese für Dritte anzunehmen und weiterzuleiten.

Auf den ersten Blick mögen die Werte weniger hoch erscheinen, als sie könn-

den. Institutionelle Anleger sind damit für traditionelle Finanzinstitute viel wichtiger als das klassische Retail-Geschäft mit Verbrauchern oder mit Firmenkunden. Selbst bei Fintechs und Kryptomärkten, die sich bislang vor allem an Endkunden gewandt haben, sieht es kaum anders aus. Zwar erreichen dabei die Privatkunden mit 40 Prozent eine fast doppelt so hohe Relevanz wie über alle Befragten. Sie ziehen damit aber auch nur mit institutionellen Anlegern gleich, die auf denselben Wert kommen.

Die Präferenz für institutionelle Kunden spiegelt sich auch in den Projekten wider, die von den großen Banken bereits gestartet wurden. Die Commerzbank schreibt etwa, dass sie eine Verwahrplattform für digitale Vermögenswerte aufbauen möchte. Sie strebt im ersten Schritt an, „ihren institutionellen Anlegern eine sichere, regulatorisch konforme und zuverlässige Plattform“ anzubieten. Die DZ Bank verfolgt denselben Plan. Deren



Foto: privat



Bernd Harnisch

Managing Consultant für Capital Markets Compliance, PPI AG, Frankfurt am Main



Foto: PPI AG



Aylin Wilbert

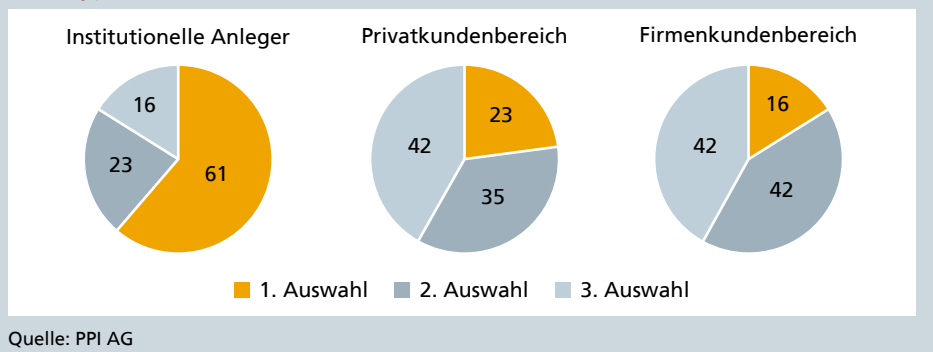
Senior Consultant, PPI AG, Frankfurt am Main

Anfang des Jahres erst hat die amerikanische Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) elf Exchange Traded Funds auf physisch besicherte Bitcoins genehmigt. Damit kommt die weltweit bekannteste Kryptowährung endgültig im Mainstream an. Zugleich stößt die Europäische Union mit der MiCAR die Tore in die Kryptowelt weiter auf und wird mit offenen Armen empfangen. Die Finanzbranche will die Zahl ihrer Kryptoprojekte in den kommenden Jahren etwa verdreifachen. In der MiCAR sehen die Autoren zwar keine leichtgewichtige Regulierung, dennoch gehen sie davon aus, dass die Europäische Union dadurch ein Standortvorteil in dem noch recht jungen Markt haben könnte, da ein rechtlicher Rahmen geschaffen werde, der die Anleger schützt und ein „Level Playing Field“ für die Anbieter geschaffen werde. (Red.)

Plattform ist bereits seit Ende vergangenen Jahres online. Das Volumen von mehr als 300 Milliarden Euro macht die Bank zur größten deutschen Verwahrstelle und zur drittgrößten in Deutschland hinter BNP Paribas und State Street.

Zunächst wollen die Genossen Kryptowertpapiere verwahren, erst nach und nach sollen auch die zumindest einigen Endkunden bekannten Kryptowährungen dazukommen. Doch auch hier stehen die institutionellen Anleger im Vordergrund. Allen voran will die Bank ihnen erlauben, direkt in Kryptowerte zu investieren. Diese Zielgruppe wird deshalb so stark bevorzugt, weil sie sich mit der Infrastruktur des Finanzmarkts auskennt

Abbildung 2: Platz 1, 2 oder 3 – so wichtig sind die Kundengruppen bei Kryptos (in Prozent)



und meist über ein klar umrissenes Risikoprofil verfügt – und gerade bei Kryptowerten sind die Risiken gewaltig. Die Baader Bank warnt in einem Infoblatt für Kunden: „Kryptowerte sind hochriskante, hochspekulative und hochvolatile Finanzinstrumente.“

Die Bank erläutert auch, dass bei Kryptowerten „spezifische Risiken“ hinzukommen, die es bei herkömmlichen Anlagen kaum gibt. Kryptowährungen fehle etwa ein intrinsischer Wert, der vor einem Totalverlust schützt. Kunden wüssten zudem nicht, wie liquide ein Kryptowert ist, ob es also genügend Käufer gibt, falls sie verkaufen möchten. Um es abzukürzen: Der Handel mit Kryptowerten ist nur für erfahrene und gut informierte Anleger geeignet, wenn sie auch einen Totalverlust verkraften können, so die Baader Bank. Das Problem: Wie die Umfrage zeigt, wollen die künftigen Kryptodienstleister daran so schnell nichts ändern.

Wohl aber wollen einige der Volks- und Raiffeisenbanken ausschwenken und auch ihren Privatkunden anbieten, mit Kryptowerten zu handeln. Eine Anlageberatung, wie sie in die Kategorie der Dienstleistungen in der MiCAR beschrieben ist, soll es nach diesen Plänen aber nicht geben. Das gilt auch übergreifend. Fast 95 Prozent der Anbieter beraten ihre Kunden nicht zu Kryptowerten und haben das überwiegend auch künftig nicht vor. Beratung im Sinne einer Anlageberatung wollen sich nur etwas mehr als 16 Prozent der Marktakteure vornehmen. Dafür gibt es drei maßgebliche Gründe:

Kryptowerte sind vielfältig. Sie können eine Art Währung darstellen, wie Bitcoin oder Ethereum, um damit Produkte und Dienstleistungen zu bezahlen. Mit Kryptowerten lassen sich aber auch Vermögensgegenstände tokenisieren. Außerdem können sie – wie Gold – zur Wertaufbewahrung dienen und unter gewissen Umständen vor Inflationsrisiken schützen.

Kryptowerte sind komplex. Sie können etwa in Form eines Tokens Anteile an einem ansonsten kaum liquiden Vermögensgegenstand versprechen, etwa der Mona Lisa im Louvre. Das bedeutet aber, dass Kunden sowohl die „Technologiehürde“ überspringen müssen als auch sich mit dem jeweiligen Underlying auskennen.

Kryptowerte setzen Know-how voraus – nicht nur beim Kunden, sondern auch beim Verwahrer. Sofern Kryptowerte gehandelt werden sollen, müssen sich die Verwahrer, wenn sie ihr Angebot für Ver-

braucher öffnen, womöglich selbst erst das erforderliche Fachwissen erschließen und mehr Kapazitäten aufbauen, um beraten zu können.

Schwergewichtige Regulierung

Tatsächlich stellt fehlendes oder erst noch aufzubauendes Fachwissen eine der größten Hürden dar, um Kryptoangebote zu entwickeln. Rund 45 Prozent geben in der Umfrage an, dass sie beim technischen Know-how noch nicht so weit sind wie nötig. Weitere 28 Prozent geben zu, dass das auch für das erforderliche Fachwissen gilt. Beides liegt vor allem daran, dass sich zu wenig Leute in den Unternehmen generell mit Kryptowerten auskennen. Hinzu kommt, dass nochmals gut 45 Prozent mit fehlenden Kapazitäten zu kämpfen haben und etwa 39 Prozent mit den hohen Kosten. Das verwundert aber nicht, weil vor allem Banken derzeit noch mit MiFID-II-Projekten und elektronischen Wertpapieren beschäftigt sind.

MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) ist deshalb relevant, weil der deutsche Gesetzgeber zwar frühzeitig eine kryptofreundliche Regulierung angestrebt hat. Die Regeln dafür stecken jedoch unter anderem in der MiFID II. Diese Regeln müssen jetzt wieder raus aus der nationalen MiFID-II-Regulierung, damit keine potenziell konkurrierenden Vorschriften zur MiCAR bestehen und damit Rechtssicherheit entsteht. Ähnliches gilt für das Kreditwesengesetz (KWG) und das eWpG. Beide Regularien führen – anders als in anderen EU-Staaten – be-

Umfrage: MiCAR-Stimmungsbarometer

Am „MiCAR-Stimmungsbarometer“ haben 31 Fach- und Führungskräfte aus Banken, Vermögensverwaltern, (klassischen) Börsen, Kryptomarktplätzen, Finanzdatenanbietern und Fintechs teilgenommen. 45 Prozent davon sind ausschließlich in Deutschland tätig, weitere 29 Prozent in bis zu fünf verschiedenen EU-Ländern und 26 Prozent in mehr als fünf EU-Ländern. Die Bilanzsummen der teilnehmenden Unternehmen liegen überwiegend bei weniger als einer Milliarde Euro. Gut 23 Prozent erreichen zwischen einer und 100 Milliarden Euro, 16 Prozent liegen noch darüber.

Die Umfrage kann kostenfrei auf der Webseite von PPI angefordert werden. <https://www.ppi.de/micar>



reits seit 2020 Kryptowerte als regulierte Finanzinstrumente auf.

Die Bundesregierung will dafür ein neues Gesetz schaffen. Im Kryptomärkteaufsichtsgesetz (KMAG) soll unter anderem geregelt werden, wie Akteure, die noch mit einer BaFin-Lizenz Kryptodienste anbieten, ins MiCAR-Regime wechseln. Wer über eine solche Lizenz verfügt, kommt in den Genuss einer Übergangsfrist bis möglicherweise über den 31. Dezember 2025 hinaus.

Solche Anbieter sind gegenüber Fintechs zwar im Vorteil, weil sie etwas mehr Zeit bekommen. Andererseits ist die tatsächliche Umsetzungsfrist mit einem – Stand: heute – zusätzlichen Jahr knapp bemessen, schließlich können Anträge erst gestellt werden, wenn die Erlaubnisvorbehalte rechtskräftig werden. Mehr Zeit gibt es aber nicht für Kryptodienste, die dann über eine bereits jetzt erlangte Erlaubnis hinausgehen.

Kompliziert wird es auch, wenn Anbieter bestimmte Tokens offerieren wollen. Laut KMAG-Entwurf aus dem Bundesfinanzministerium gelten diese nämlich nicht mehr als Kryptowert, sondern als kryptografische Instrumente. Damit will der Gesetzgeber ermöglichen, dass heute nach KWG lizenzierte Kryptoverwahrer auch künftig etwa Security Token verwalten dürfen, die als Finanzinstrumente unter MiFID II oder als Kryptowertpapier unter das eWpG fallen – denn diese Instrumente fallen aus dem Anwendungsbereich der MiCAR heraus. In der Praxis bedeutet das, dass neben der MiCAR-Lizenz eine weitere Lizenz erforderlich wird, um diese vom KMAG als qualifizierte Kryptoverwahrung bezeichnete Leistung anbieten zu dürfen.

Auf dieses Problem weist auch der Digitalverband Bitkom hin. Artikel 143 Abs. 3 der MiCAR beschreibe, dass die Unternehmen keine separate Erlaubnis nach nationalem Recht benötigen sollen, um ihre Kryptodienste anzubieten. Jedoch sehe § 49 Abs. 1 KMAG Einschränkungen vor, obwohl davon auszugehen sei, dass die MiCAR künftig alle Instrumente abdecken werde, die als Kryptowerte gel-

ten. Die Anwälte von Heuking geben auch zu bedenken, dass Currency Tokens wie Bitcoin oder Stablecoins derzeit sowohl unter das KWG als auch die MiCAR fallen. Bei Utility Tokens, die einen Anlagezweck verfolgen, gelte das ebenso. Mit dem KMAG soll hier eine eindeutige Klarstellung erreicht werden.

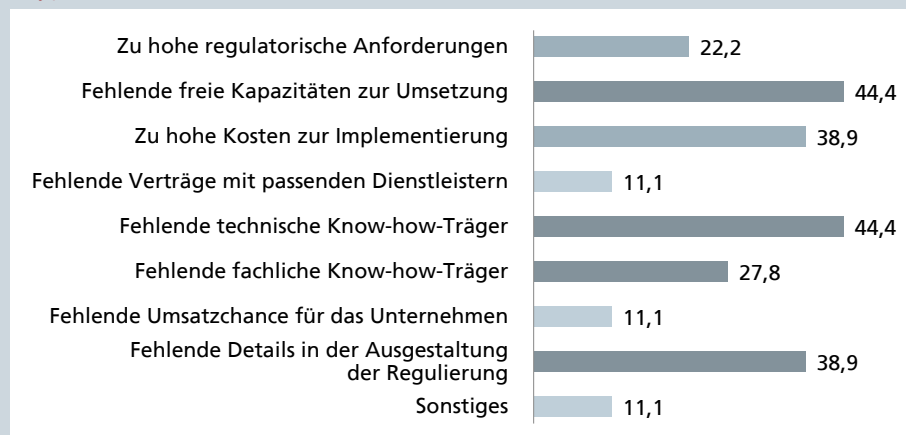
MiCAR als Krypto-Gütesiegel

MiCAR weist auch noch Lücken auf. Beispielsweise fallen Non-Fungible Token derzeit nicht generell unter die geplanten Regeln. Stablecoins dagegen schon. Dazu gehört möglicherweise Paypal USD, der vom gleichnamigen Bezahldienst

muss genau erläutert werden, wie der emittierte Wert funktioniert, um welchen Anbieter es sich handelt und welche Risiken Käufer eingehen. Dabei gilt, dass die Informationen fair, verständlich, vollständig und eindeutig sein müssen. Dafür haftet ein Emittent sogar gegenüber den Haltern eines Kryptowertes und diese Haftung lässt sich auch nicht vertraglich abwenden. Offen ist jedoch, ob Emittenten auch dann haften, wenn sie kein eigenes Verschulden trifft für eventuell fehlerhafte Angaben im Whitepaper.

Der Bundesverband Blockchain spricht in einer Stellungnahme bereits davon, dass sich die MiCAR-Whitepaper zu so etwas wie einer Garantie auswachsen könnten. Un-

Abbildung 3: Fehlende Ressourcen und Know-how bremsen Kryptovorhaben aus (in Prozent)



Quelle: PPI AG

aufgelegte Coin, der den US-Dollar nachbildet und eins zu eins in US-Dollar eingetauscht werden kann – zumindest, falls dieses Angebot auch in Deutschland ankommen sollte.

All das macht die MiCAR noch sehr undurchsichtig und nicht auf den ersten Blick zu erfassen. Trotzdem geben bloß vier von zehn Befragten an, dass sie darin eine besondere Hürde erkennen. Das ist ein gutes Zeichen. Offenbar sind die meisten gewillt, den zusätzlichen Aufwand zu nehmen.

Fest steht bereits, dass wer Kryptowerte emittieren möchte, ein sogenanntes Whitepaper zu veröffentlichen hat. Darin

abhängig davon, wie genau die Regeln später gefasst sein werden, begrüße der Markt die Vorschläge aber, so der Verband. Die MiCAR wird damit schließlich zu einer Art Gütesiegel, das Auskunft darüber gibt, ob es sich um einen konformen Kryptowert handelt oder nicht. Je eher sich diese Regeln bewähren und je besser sie über die Zeit werden, desto eher dürften Kryptowerte auch in der Breite für Verbraucher interessant werden.

Die Aufsicht jedenfalls baut bereits für die Zeit vor, in der Kryptowerte zu einem normalen Finanzinstrument neben anderen werden – und zwar mit neuen Vorschriften, die Geldwäsche und Betrug betreffen. Anfang des Jahres hat die EBA

(Euro Banking Authority) entschieden, dass sie ihre AML-Richtlinien auf Kryptodienstleister ausweiten will. Damit holt die Aufsicht der europäischen Banken schon jetzt Kryptowerte aus der Schmutzdecke heraus. Schließlich stehen Bitcoin und Co. seit jeher unter dem Verdacht, illegale Aktivitäten zu fördern, weil sich damit anonym bezahlen lässt. Die kommende Generation von Kryptodienstleistungen dürfte diesbezüglich sicherer werden.

Schließlich widmet sich die MiCAR auch der Nachhaltigkeit. In den Whitepapers müssen die Emittenten angeben, wie viel Energie sie verbrauchen, um Kryptowerte zu erzeugen. Dabei kommen „Proof of Work“-Algorithmen schlecht weg. Bitcoin

etwa, das auf dieser Methode beruht, um neue Coins zu erzeugen („minen“), verschlingt inzwischen so viel Energie wie Argentinien oder die Niederlande verbrauchen. Dabei macht es für den CO₂-Ausstoß einen Unterschied, ob ein Bitcoin mit Strom aus Wasserkraft oder Braunkohle erzeugt wird. Hier wird es vor allem darauf ankommen, wie gut die Daten sind und wie leicht sie sich erheben lassen – oder eben auch manipulieren.

Echter Standortvorteil ist möglich

Die MiCAR ist keine leichtgewichtige Regulierung. Sie ermöglicht aber sowohl traditionellen Banken wie auch Fintechs

oder Kryptobörsen, mit regulierten Diensten in einem vollständig harmonisierten Binnenmarkt aktiv zu werden. Daraus dürfte sich ein echter Standortvorteil entwickeln, weil die MiCAR weltweit bislang einmalig ist.

Gespräche im Markt zeigen, wie sehr die Unternehmen schätzen, dass schon im frühen Entwicklungsstadium eines möglichen Kryptomarktes ein rechtlicher Rahmen geschaffen wird, der die Anleger schützt und ein „Level Playing Field“ für die Anbieter schafft. An einzelnen Regeln wird sich sicherlich noch etwas ändern, doch im Großen und Ganzen nimmt die EU mit der MiCAR eine Vorreiterrolle ein, an der sich andere Staaten orientieren dürften.