Lukas Görnert
05/2025

ESMA GUIDELINE: KRYPTO-ASSETS ALS FINANZINSTRUMENTE UNTER MIFID II

Einführung

Die rasante Entwicklung digitaler Vermögenswerte stellt nationale und europäische Aufsichtsbehörden zunehmend vor die Herausforderung, regulatorische Maßstäbe zu definieren, die mit der technologischen Innovation Schritt halten und zugleich rechtliche Klarheit schaffen.

Mit der Veröffentlichung der Verordnung über Markets in Crypto-Asset-Regulation (MiCAR)[1] am 9. Juni 2023 wurde ein einheitlicher Rechtsrahmen für Krypto-Assets in der EU geschaffen. Der Anwendungsbereich der Verordnung umfasst grundsätzlich alle Tätigkeiten, die mit dem öffentlichen Angebot oder der Zulassung von Krypto-Assets zum Handel verbunden sind, sowie alle Krypto-Dienstleistungen, sofern kein anderweitiger EU-Rechtsrahmen Anwendung findet. Danach sind Kryptowerte, die als Finanzinstrumente im Sinne der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II)[2] einzustufen sind, vollständig vom Anwendungsbereich der **MiCAR ausgenommen**. Aufgrund der uneinheitlichen Umsetzung der MiFID-Definition von Finanzinstrumenten in den Mitgliedstaaten bestehen jedoch Unsicherheiten

[1] eur-lex.europa.eu - markets in crypto-assets, and amending Regulations

[2] eur-lex.europa.eu - MiFID II

hinsichtlich der Einordnung von Krypto-Assets. Dies wirft die zentrale Frage auf: Unter welchen Voraussetzungen gilt ein Kryptowert als Finanzinstrument?

Kategorien von Krypto-Assets

Die ESMA hat am 19.03.2025 ihre finalen Guidelines[3] veröffentlicht, die bei der Beantwortung der Frage herangezogen werden können. Sie konkretisieren die Bedingungen und Kriterien, unter denen ein Krypto-Asset im Sinne der MiFID II als Finanzinstrument zu qualifizieren ist. Kern der ESMA-Leitlinien ist die Anwendung des Prinzips **„Substance over Form"** bei der rechtlichen Einordnung von Krypto-Assets. Das bedeutet: Entscheidend ist nicht die äußere Form, die Bezeichnung oder die Vermarktung eines Krypto-Assets, sondern seine tatsächlichen, inhärenten Eigenschaften. Grundsätzlich ist ein Krypto-Asset als Finanzinstrument zu qualifizieren, wenn es in Funktion und Struktur einem bereits bestehenden Instrument entspricht, das bereits in MiFID II erfasst ist. Dies betrifft insbesondere übertragbare Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen, Derivate, Optionen, CFDs und Emissionszertifikate. Die Klassifikation erfolgt anhand einer Substanzanalyse, bei der nicht der technische Aufbau oder der programmierte Zweck, sondern die tatsächlichen Rechte und wirtschaftlichen Erwartungen der Inhaber im Vordergrund stehen. Die ESMA unterstreicht damit erneut ihre Technologieneutralität. Im Rahmen der Beurteilung, ob ein Krypto-Asset als übertragbares Wertpapier anzusehen ist, gelten **drei Voraussetzungen,** die alle erfüllt sein müssen:

- Das betreffende Asset darf nicht primär als Zahlungsmittel dienen.
- Das Asset muss es zu einer Wertpapierklasse gehören, was voraussetzt, dass es von einem Emittenten in identischer Form mehrfach ausgegeben wird und dem Inhaber gleichartige Rechte verleiht.
- Das Asset muss grundsätzlich handelbar sein, also eine gewisse Übertragbarkeit und Marktgängigkeit aufweisen.

Die ESMA betont dabei, dass die bloße Listung auf einer Handelsplattform zwar ein Indiz, aber kein alleiniges Kriterium für die Handelbarkeit ist. Die Voraussetzung der Handelbarkeit ist gem. Guideline auch dann gegeben, wenn kein konkreter Sekundärmarkt vorhanden ist. Token, die mit Rechten ausgestattet sind, die etwa Beteiligung an Gewinnen, Stimmrechte oder Rückzahlungsansprüche gewähren, sind typischerweise als mit Aktien oder Anleihen vergleichbar zu betrachten. Liegen diese Merkmale vor, ist eine Einordnung als Finanzinstrument im Sinne von MiFID II[4] geboten.

[3] ESMA GL 19/03/2025

[4] Siehe MiFID II, Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anhang I Abschnitt C

© 2025 1 PLUS i GmbH

Geldmarktinstrumente	Über die Kategorie der übertragbaren Wertpapiere hinaus erkennen die Leitlinien auch die Möglichkeit an, Krypto-Assets als **Geldmarktinstrumente** zu qualifizieren. Dies setzt voraus, dass die jeweiligen Token hinsichtlich Laufzeit, Rückzahlungsverpflichtung und Stabilität dem Charakter klassischer Geldmarktprodukte wie Schatzwechseln, Commercial Paper oder Einlagenzertifikaten entsprechen. Der Fokus liegt hier auf kurzfristigen Schuldverhältnissen mit hoher Liquidität, die typischerweise von Unternehmen oder Finanzinstituten begeben werden, um kurzfristige Finanzierungsbedarfe zu decken.
Kollektive Kapitalanlagen	Ein weiteres relevantes Klassifikationsmuster ergibt sich bei der Frage, ob ein Krypto-Asset einen Anteil an einer kollektiven Kapitalanlage (Collective Investment Undertaking, **CIU**) darstellen kann. Dies ist dann der Fall, wenn mehrere Investoren Kapital einsammeln, welches im Rahmen einer definierten Anlagestrategie gemeinsam verwaltet wird und dessen Ertrag allen Teilhabern anteilig zufließt. Dabei ist unerheblich, ob die Beiträge in Fiatgeld, Kryptowährungen oder anderen Werten erfolgen. Entscheidend ist dabei, dass die Token-Inhaber keine operative Kontrolle über das Management der Anlagen haben. Die Verwaltung kann durch eine zentrale Instanz oder durch algorithmisch gesteuerte Mechanismen erfolgen, solange eine klare Trennung zwischen Entscheidungsinstanz und Investoren vorliegt. Für die Qualifikation als CIU ist außerdem entscheidend, dass kein allgemeiner wirtschaftlicher oder industrieller Unternehmenszweck verfolgt wird, sondern ausschließlich die Erwirtschaftung eines gemeinsamen Renditeziels auf Basis einer definierten Anlagestrategie. Token, die etwa Staking-Erträge oder Poolgewinne[5] versprechen, können unter diesen Umständen in den Anwendungsbereich der kollektiven Kapitalanlagen fallen.
Derivate	Besondere Aufmerksamkeit widmen die Leitlinien der Einordnung von Krypto-Assets als **Derivate**. Bei der Einordnung unterscheidet die ESMA zwei Fälle: Entweder dienen Krypto-Assets (insb. native Kryptowährungen, wie z.B. BTC oder ETH) als Basiswert für ein Derivat, oder sie sind selbst als Derivat zu qualifizieren. In beiden Fällen muss geprüft werden, ob der Token wirtschaftlich mit Termingeschäften wie Futures, Optionen oder Swaps vergleichbar ist – also eine zukünftige Leistungspflicht enthält und sich der Wert aus einem zugrunde liegenden Vermögenswert ableitet. Auch sogenannte perpetual futures, also unbegrenzte Derivate ohne Fälligkeitsdatum, sind

[5] Staking-Erträge oder Pool-Gewinne entstehen, wenn Inhaber von Kryptowerten ihre Token in einem Proof-of-Stake-Netzwerk hinterlegen („staken"), um Transaktionen zu validieren und das Netzwerk zu sichern; als Gegenleistung erhalten sie eine regelmäßige Belohnung, typischerweise in Form von zusätzlichen Token. Bei Staking-Pools bündeln mehrere Teilnehmer ihre Token, um ihre Chance auf Erträge zu erhöhen, die dann anteilig verteilt werden.

© 2025 1 PLUS i GmbH

trotz ihrer besonderen Struktur als Derivate anzusehen, wenn sie auf Wertveränderungen eines Basiswerts Bezug nehmen. Krypto-Assets, deren wirtschaftlicher Gehalt aus der Abbildung von Aktien, Anleihen, Indizes oder einem Token-Korb resultiert, gelten regelmäßig dann als Derivat, wenn sie einen zeitlich verzögerten wirtschaftlichen Anspruch verbriefen. Nicht als Derivate einzustufen sind hingegen Krypto-Assets, deren Wert auf hinterlegten Vermögenswerten basiert (Asset-Referenced Token). Diese fallen unter die MiCAR und nicht unter die MiFID II. Typische Beispiele für Derivate sind: tokenisierte Kaufverträge zu festen Preisen in der Zukunft (Futures), Token mit Optionsrechten oder synthetische Produkte, die Wertentwicklungen ohne tatsächlichen Besitz nachbilden. Die Art der Abwicklung – ob in Fiatgeld oder Krypto – ist zwar relevant, ändert jedoch grundsätzlich nichts an der Einordnung als Finanzinstrument, wenn alle anderen Kriterien erfüllt sind.

Emissionszertifikate

Schließlich thematisieren die ESMA-Leitlinien die Möglichkeit, dass ein Krypto-Asset als **Emissionszertifikat** klassifiziert werden kann. Dies setzt voraus, dass der Token eine anerkannte Berechtigung zur Emission von Treibhausgasen im Rahmen des EU-Emissionshandels repräsentiert. Die Anerkennung durch die zuständige Behörde sowie die Möglichkeit der Anrechnung im Rahmen gesetzlicher Emissionsgrenzwerte sind hier wesentliche Voraussetzungen. Token, die lediglich freiwillige CO_2-Kompensation repräsentieren, erfüllen diese Anforderungen in der Regel nicht und fallen demnach nicht in den Anwendungsbereich der Finanzinstrumente im Sinne von MiFID II.

Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die ESMA-Leitlinien einen kohärenten und differenzierten Rahmen für die Klassifikation von Krypto-Assets bieten. Sie betonen die Notwendigkeit einer einzelfallbezogenen Analyse, bei der die wirtschaftlichen Funktionen und rechtlichen Wirkungen eines Tokens maßgeblich sind. Entscheidend ist dabei nicht, wie ein Asset technisch ausgestaltet oder beworben wird, sondern welche Rechte es dem Inhaber tatsächlich gewährt. Auf diese Weise tragen die Leitlinien zu einer einheitlichen Rechtsanwendung bei und stärken die Integrität und Transparenz des europäischen Finanzmarktes im Zeitalter digitaler Innovation.

Unterstützung durch 1PLUSi

Gerne unterstützen wir Sie bei sämtlichen Fragestellungen rund um das Thema Krypto-Assets und digitale Wertpapiere. Sollten Sie Interesse an weiteren Details zu den obigen Ausführungen und den damit einhergehenden Fragestellungen haben, sprechen Sie uns gerne an. (info@1plusi.de)

© 2025 1 PLUS i GmbH