EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 24.9.2020
SWD(2020) 202 final

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

BERICHT ÜBER DIE FOLGENABSCHÄTZUNG (ZUSAMMENFASSUNG)

Begleitunterlage zur

Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates

über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen

{COM(2020) 594 final} - {SEC(2020) 308 final} - {SWD(2020) 201 final}

Zusammenfassung

Folgenabschätzung zu einem EU-Rahmen für Kryptowerte

A. Handlungsbedarf

Warum? Um welche Problematik geht es?

Kryptowerte sind digitale Vermögenswerte, die in erster Linie auf Kryptografie und der Distributed-Ledger-Technologie (DLT)[1] basieren. Einige Kryptowerte können als „Finanzinstrument" im Sinne der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) oder als „E-Geld" im Sinne der E-Geld-Richtlinie (EMD2) gelten; die Mehrheit unter ihnen fällt jedoch nicht unter bestehende EU-Finanzvorschriften.

Bei Kryptowerten, die nicht unter die EU-Finanzvorschriften fallen, bestehen aufgrund des Mangels an Vorschriften für Dienstleistungen, die in Verbindung mit solchen Vermögenswerten erbracht werden, (z. B. Börsen, Handelsplattformen, Anbieter elektronischer Geldbörsen) erhebliche Risiken für Verbraucher und Anleger. Zudem birgt der Sekundärmarkt für Kryptowerte erhebliche Risiken für die Marktintegrität (z. B. Marktmanipulation). Einige Mitgliedstaaten haben auf nationaler Ebene gezielte Vorschriften für alle nicht unter geltende EU-Vorschriften fallenden Kryptowerte oder Teilbereiche davon eingeführt. Dies hat zu regulatorischer Fragmentierung geführt, die den Wettbewerb im Binnenmarkt verzerrt, Anbietern von Krypto-Dienstleistungen die grenzüberschreitende Ausweitung ihrer Tätigkeiten erschwert und zu Aufsichtsarbitrage einlädt. Auch wenn sich der Markt für Kryptowerte noch in eher bescheidenen Dimensionen bewegt und derzeit keine Bedrohung für die Finanzstabilität darstellt, nimmt das tägliche Handelsvolumen doch stetig zu. Sollten die sogenannten *„Stablecoins"* (eine Untergruppe der Kryptowerte mit preisstabilisierenden Merkmalen) starke Akzeptanz bei den Verbrauchern finden, könnte dies zusätzliche Herausforderungen mit sich bringen (z. B. für die Finanzstabilität und die Währungshoheit). Um Aufsichtsarbitrage zu vermeiden und einen angemessenen Verbraucherschutz zu gewährleisten, sollte die regulatorische Behandlung von „Stablecoins" davon abhängen, wie sie im Einzelnen gestaltet sind. Solange es keinen EU-Rahmen für Kryptowerte gibt, wird das mangelnde Vertrauen der Nutzer in Kryptowerte die Entwicklung dieses Marktes bremsen und im Ergebnis dazu führen, dass Möglichkeiten für schnelle, kostengünstige und effiziente Zahlungsinstrumente und für die Erschließung neuer Finanzierungsquellen für EU-Unternehmen verpasst werden.

Bei Kryptowerten, die unter die EU-Finanzvorschriften fallen, mangelt es an Rechtssicherheit hinsichtlich der Anwendbarkeit bestehender EU-Finanzvorschriften (z. B. Prospektverordnung, MIFID II und Verordnung über Kryptowerte). Dies führt dazu, dass Wertpapiertoken am Primärmarkt nur sporadisch emittiert werden, und beschränkt das Potenzial von DLT auf den Finanzmärkten, wie etwa der Mangel an DLT-basierten Marktinfrastrukturen (wie Handelsplätzen oder zentralen Wertpapierverwahrstellen), die den Handel mit und die Abwicklung von Wertpapiertoken ermöglichen, belegt.

Was soll mit dieser Initiative erreicht werden?

Durch die Initiative soll Klarheit darüber geschaffen werden, inwieweit die EU-Finanzvorschriften auf Kryptowerte (und damit zusammenhängende Tätigkeiten) anwendbar sind. Die Initiative wird einen Rahmen für die Emission von Kryptowerten und die Erbringung damit zusammenhängender Dienstleistungen schaffen und dürfte dadurch zur Förderung von Innovation und fairem Wettbewerb beitragen. Sie sollte ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz gewährleisten und die Marktintegrität auf den Märkten für Kryptowerte erhöhen. Gleichzeitig würden Risiken angegangen, die bei einer breiten Nutzung von Kryptowerten und DLT-basierten Lösungen an den Finanzmärkten im Hinblick auf Finanzstabilität und Geldpolitik entstehen könnten.

Worin besteht der Mehrwert des Tätigwerdens auf EU-Ebene?

Bei Kryptowerten, die nicht unter die EU-Finanzvorschriften fallen, würde durch ein Tätigwerden auf EU-Ebene die Grundlage für die Entstehung eines großen grenzübergreifenden Marktes für Krypto-Emittenten und -Dienstleister geschaffen, sodass die Vorteile des Binnenmarkts voll ausgeschöpft werden könnten. Zudem würden die Komplexität und der finanzielle und administrative Aufwand für alle Beteiligten erheblich verringert.

[1] DLT dient der Speicherung von Informationen über verteilte Kontenbücher (Distributed-Ledger), d. h. über wiederholte digitale Kopien verfügbarer Daten an mehreren Orten. DLT basiert auf einem kryptografischen System mit öffentlichen Schlüsseln, die bekannt sind und die Identifizierung ermöglichen, und privaten Schlüsseln, die geheim gehalten und für Authentifizierung und Verschlüsselung verwendet werden.

Harmonisierte operative Anforderungen an die Anbieter von Krypto-Dienstleistungen und Offenlegungspflichten für Emittenten versprechen darüber hinaus klare Vorteile in Bezug auf Anlegerschutz, Marktintegrität und Finanzstabilität.

Was Kryptowerte betrifft, die unter bestehende EU-Finanzvorschriften fallen, würden Maßnahmen auf EU-Ebene für mehr Rechtsklarheit sorgen und somit eine Ausweitung der mit solchen Vermögenswerten zusammenhängenden Tätigkeiten auf den gesamten Binnenmarkt ermöglichen. Damit würden auch Risiken angegangen, die sich aus der Vielzahl von Leitlinien und Auslegungshilfen ergeben, die auf nationaler Ebene veröffentlicht werden und zu einer Fragmentierung des Binnenmarkts und zu Wettbewerbsverzerrungen führen.

B. Lösungen

Welche gesetzgeberischen und sonstigen Maßnahmen wurden erwogen? Wird eine Option bevorzugt? Warum?

Für Kryptowerte, die nicht unter EU-Finanzvorschriften fallen, wurden zwei Optionen geprüft: erstens eine EU-Opt-in-Regelung und zweitens eine vollständig harmonisierte Regelung für Krypto-Emittenten und -Dienstleister, die ihre Tätigkeiten dank eines EU-Passes grenzüberschreitend ausweiten könnten. Die erste Option dürfte weniger Aufwand für kleine Emittenten und Dienstleister verursachen, die sich gegen eine Teilnahme entscheiden können; die zweite Option bietet dagegen Vorteile im Hinblick auf Rechtssicherheit, Anlegerschutz, Marktintegrität und Finanzstabilität und würde die Marktfragmentierung im Binnenmarkt verringern. Daher wird die zweite Option bevorzugt.

Für Kryptowerte, die als Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II gelten, (z. B. Wertpapiertoken) wurden drei Optionen in Betracht gezogen: 1) nichtlegislative Maßnahmen, die Orientierungshilfe zur Frage bieten, ob und in welcher Form bestehende Rechtsvorschriften für Kryptowerte gelten; 2) gezielte legislative Änderungen durch Streichung von Bestimmungen, die der Ausgabe von Wertpapiertoken sowie dem Handel und Nachhandel mit solchen Wertpapiertoken und der Verwendung von DLT-basierten Lösungen im Wege stehen; 3) eine (für einen Zeitraum von drei Jahren geltende) Pilotregelung, mit der eine neue DLT-Marktinfrastruktur für den Handel mit und/oder die Abwicklung von Wertpapiertoken geschaffen wird. Soft-Law-Instrumente würden dazu beitragen, die Anwendung des EU-Rechts auf Wertpapiertoken und damit zusammenhängende Tätigkeiten zu klären, können rechtliche Hindernisse, die in bestehenden Rechtsvorschriften verankert sind, aber nicht beseitigen. Gezielte legislative Anpassungen sorgen für Rechtssicherheit und beseitigen rechtliche Hürden, kämen aber nur in begrenzten Bereichen zur Anwendung, in denen bei aktuellen Bewertungen Probleme ermittelt wurden. Die dritte Option könnte einen eindeutig abgesteckten experimentellen Rahmen für den Handel mit und/oder die Abwicklung von Wertpapiertoken bieten, doch drohen diese Vorteile verlorenzugehen, wenn die experimentelle Regelung nach Ablauf des Dreijahreszeitraums nicht verlängert wird. Da diese Optionen sich gegenseitig ergänzen, wird eine vorsichtige Kombination der drei Optionen bevorzugt. Dies stünde im Einklang mit der Notwendigkeit eines graduellen Regulierungsansatzes für einen im Entstehen begriffenen Markt. Zudem würde dem enormen Unterschied zwischen völlig zulassungsfreien und zulassungsbeschränkten Netzen, in denen eine gewisse Kontrolle auf zentraler Ebene gegeben ist, Rechnung getragen.

Für „Stablecoins“ haben die Kommissionsdienststellen drei Optionen geprüft: 1) maßgeschneiderte legislative Maßnahmen für „Stablecoin“-Emittenten; 2) Regulierung von „Stablecoins“ im Rahmen der EMD2, da einige „Stablecoins“ nicht weit von der Definition als E-Geld entfernt sind und als Zahlungsinstrumente verwendet werden; 3) Maßnahmen zur Begrenzung von Emissionen und Dienstleistungen im Zusammenhang mit „Stablecoins“ in der EU (außer wenn sie geltenden Vorschriften entsprechen). Die erste Option würde auf der Grundlage eines strengen risikobasierten Ansatzes Schwachstellen in Bezug auf die Finanzstabilität angehen und gleichzeitig Innovationen fördern. Die zweite und dritte Option bergen hingegen die Gefahr, dass signifikante Risiken für den Verbraucherschutz (die z. B. von Anbietern elektronischer Geldbörsen ausgehen) nicht angemessen berücksichtigt werden. Darüber hinaus blieben bei der Option 3 einige Risiken für die Finanzstabilität unbeachtet, die drohen, wenn EU-Verbraucher in Drittländern emittierte „Stablecoins“ in großem Umfang verwenden. Daher wird in Bezug auf „Stablecoins“ eine Kombination der Optionen 1 und 2 bevorzugt.

Wer unterstützt welche Option?

Bei Kryptowerten, die nicht unter EU-Finanzvorschriften fallen, vertrat die überwiegende Mehrheit (68 %) der Teilnehmer an der von der Kommission durchgeführten öffentlichen Konsultation die Auffassung, dass ein maßgeschneidertes EU-System für Kryptowerte die Entstehung eines nachhaltigen Ökosystems für Kryptowerte in der EU ermöglichen würde. Bei Kryptowerten, die als Finanzinstrumente gelten, betonte die große Mehrheit der Befragten die Notwendigkeit eines gemeinsamen EU-Ansatzes. Zudem sprach sich die Mehrheit der

Befragten für einen graduellen Regulierungsansatz aus, der zunächst für Rechtsklarheit in Bezug auf die Nutzung zulassungsbeschränkter DLT (d. h. ausschließlich durch registrierte Mitglieder) in Handel und Nachhandel sorgt; diese Lösung findet angesichts des frühen Entwicklungsstadiums dieser DLT größere Zustimmung als zulassungsfreie Netze (die ohne jede Registrierung genutzt werden können). In Bezug auf die Ausgabe von „Stablecoins" und „globalen Stablecoins" sprach sich die Mehrheit der Befragten für die Festlegung von Anforderungen an die Emittenten und/oder Reserveverwalter aus. Eine Minderheit der Interessenträger betrachtet die Ausweitung des Anwendungsbereichs der EMD2 als optimalen Regulierungsansatz.

C. Auswirkungen der bevorzugten Option

Worin besteht der Nutzen der bevorzugten Optionen?

Erstens würden die Maßnahmen Kryptowerte als schnelle und kostengünstige Zahlungsmittel möglich machen, die insbesondere bei grenzüberschreitenden Transaktionen mit bestehenden Zahlungsinstrumenten konkurrieren können. Besonders große Kosteneinsparungen wären bei Überweisungen möglich. Je nach Schätzungen könnten diese zwischen 220 und 570 Mio. EUR pro Jahr liegen. Außerdem würde dadurch die finanzielle Inklusion in der EU gestärkt. Zweitens wird der Rahmen die Emission von Kryptowerten und Wertpapiertoken durch EU-Unternehmen in der EU fördern und diesen damit ein ergänzendes Finanzierungsinstrument erschließen; dies käme auch KMU zugute. Drittens würde eine maßgeschneiderte Regelung für Kryptowerte, die keine Finanzinstrumente sind, die Verbraucherschutzvorschriften auf diese Vermögenswerte ausweiten und Marktintegrität und -stabilität gewährleisten. Die bevorzugten Optionen werden die Finanzierungsquellen für EU-Unternehmen über Bankkredite hinaus diversifizieren und somit zu den Zielen der Kapitalmarktunion beitragen. In welchem Gesamtumfang durch Emissionen von Kryptowerten zusätzliche Finanzierungen bereitgestellt werden können, lässt sich nicht abschätzen, da dies von verschiedenen externen Faktoren abhängt (z. B. dem Finanzierungsbedarf der Emittenten, der Stimmung auf dem Markt und der Reaktion konkurrierender Finanzierungskanäle). Die Finanzierungskosten für Krypto-Emissionen dürften jedoch um 20-40 % niedriger liegen als bei traditionellen Wertpapieremissionen in vergleichbarer Größenordnung. Drittens sind bei der bevorzugten Option positive Auswirkungen auf Handel und Nachhandel mit Wertpapiertoken zu erwarten, da mehr Rechtsklarheit hinsichtlich der Anwendung bestehender Rechtsvorschriften geschaffen wird, regulatorische Hindernisse beseitigt werden und ein eigener Rahmen für DLT-Marktinfrastrukturen geschaffen wird. Die potenziellen Effizienzgewinne aufgrund einer breiten Nutzung von DLT und Wertpapiertoken auf den Kassa-Aktienmärkten der EU werden auf 540 Mio. EUR pro Jahr geschätzt. Allerdings wird die Einführung von Wertpapiertoken und DLT in der gesamten Handels- und Nachhandelskette nicht nur von Regulierungsfragen, sondern auch von der Lösung technischer Fragen (wie der Skalierbarkeit und Interoperabilität verschiedener DLT-Netze) abhängen. Die geplanten Maßnahmen fördern Innovationen und setzen einen graduellen Prozess für eine Standardisierung auf EU-Ebene in Gang; sie sind somit lediglich ein erster Schritt auf dem Weg zu mittel- bis langfristigen Effizienzgewinnen.

Welche Kosten entstehen bei der bevorzugten Option bzw. den wesentlichen Optionen?

Die bevorzugten Optionen werden sowohl für Emittenten von Stablecoins als auch für Anbieter von Krypto-Dienstleistungen, die derzeit nicht unter EU-Finanzvorschriften fallen, Befolgungskosten mit sich bringen. Die Anwendung der geplanten neuen Regelung auf derzeit nicht regulierte Anbieter von Krypto-Dienstleistungen dürfte je nach Zahl der Unternehmen, die eine Zulassung beantragen, einmalige Befolgungskosten zwischen 2,8 und 16,5 Mio. EUR und laufende Befolgungskosten zwischen 2,2 und 24 Mio. EUR verursachen. Rechtliche Klarstellungen und die Einführung der Pilotregelung für Wertpapiertoken werden vergleichsweise geringe Befolgungskosten für Handelsplätze mit sich bringen, die sich für die Listung dieser Token entscheiden. Die Zulassungs- und laufenden Befolgungskosten für Betreiber neuer DLT-Marktinfrastrukturen dürften sich in einer ähnlichen Größenordnung bewegen wie bei multilateralen Handelssystemen, die im Rahmen der MiFID II zugelassen sind. Die zusätzlichen Kosten für Emittenten globaler Stablecoins konnten nicht ermittelt werden, da es auf dem Markt derzeit keine solchen Token gibt. Emittenten von Kryptowerten außerhalb des derzeitigen Regelungsbereichs müssen ein Informationsdokument veröffentlichen. Die Gesamtkosten (einschließlich Rechtskosten) werden unter Berücksichtigung potenzieller rechtlicher und sonstiger Kosten auf 35 000 bis 75 000 EUR pro Emission geschätzt.

Worin bestehen die Auswirkungen auf Unternehmen, KMU und Kleinstunternehmen?

Die bevorzugten Optionen dürften für KMU insgesamt positive Auswirkungen haben. Sie werden über die Emissionen von virtuellen Währungen/Token (initial coin offerings, ICO) und Wertpapiertoken (securities token offerings, STO) für KMU wahrscheinlich neue Finanzierungsquellen außerhalb des Bankensektors erschließen. Start-up-Unternehmen können sich über ICOs in einem frühen Entwicklungsstadium substanzielle Finanzierungsmittel beschaffen und im Vergleich zu IPOs Kosten einsparen. Die Finanzierungskosten für Kryptowerte dürften im Rahmen der Regelung um 20-40 % niedriger liegen als bei einem Börsengang in

ähnlicher Größenordnung. Die bevorzugte Option würde KMU-Emittenten von Kryptowerten Befolgungskosten verursachen, die auf rund 35 000 EUR pro Emission geschätzt werden.

Wird es nennenswerte Auswirkungen auf nationale Haushalte und Behörden geben?

Die bevorzugten Optionen hätten für die zuständigen nationalen Behörden der Mitgliedstaaten Aufsichtskosten zur Folge. Die Beaufsichtigung von Krypto-Emittenten und -Dienstleistern, die den neuen Anforderungen unterliegen, würde einmalige Kosten in Höhe von rund 140 000 EUR und laufende Kosten von rund 350 000 bis 500 000 EUR pro Jahr nach sich ziehen. Auch die neue DLT-Marktinfrastruktur würde den zuständigen nationalen Behörden Kosten verursachen, die auf 150 000 bis 250 000 EUR pro Jahr veranschlagt werden. Die Kosten für die Beaufsichtigung von Stablecoin-Emittenten lassen sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt nur schwer abschätzen, da sie von den jeweiligen Geschäftsmodellen abhängen werden. Die Gebühren, die die zuständigen nationalen Behörden von den beaufsichtigten Unternehmen erheben, werden diese Kosten teilweise decken.

Wird es andere nennenswerte Auswirkungen geben?

Die bevorzugten Optionen würden die Wettbewerbsfähigkeit der EU stärken, da neue Marktteilnehmer in die Lage versetzt würden, DLT-gestützte Marktinfrastrukturen für den Handel mit und/oder die Abwicklung von Wertpapiertoken zu entwickeln, die mittel- bis langfristig mit den alten Infrastrukturen konkurrieren. Die Pilotregelung für DLT-Marktinfrastrukturen wird es zudem EU-Marktteilnehmern ermöglichen, in den Wettbewerb mit Unternehmen aus Drittländern zu treten, die günstige Regelungen für die Nutzung von DLT eingeführt haben. Bei der bevorzugten Option sind kaum negative Umweltauswirkungen zu erwarten. Der traditionelle Finanzsektor nutzt hauptsächlich zulassungsbeschränkte DLT, die weniger Energie verbraucht. Darüber hinaus ist bei einigen zulassungsfreien DLT, die für Emissionen bestimmter Kryptowerte verwendet werden, ein Umstieg auf andere Konsensmechanismen (mit der Möglichkeit zur DLT-Validierung von Transaktionen) geplant, die wesentlich weniger Energie verbrauchen.

D. Folgemaßnahmen

Wann wird die Maßnahme überprüft?

Die Kommission wird die Auswirkungen der bevorzugten Option überwachen und anhand einer Liste präziser Indikatoren bewerten, ob sie die angestrebten Ziele (Erhöhung der Rechtssicherheit, Gewährleistung von Verbraucherschutz, Marktintegrität, Finanzstabilität und Innovationsförderung) wirksam erreicht.