



Rechtswissenschaftliche Fakultät

Institut für Staats- und Verwaltungsrecht
Univ.-Prof. Dr. Dr. Michael Potacs
Schottenbastei 10-16
A- 1010 Wien

T +43 (1) 4277-354 52
michael.potacs@univie.ac.at

Wien, am 26.07.2021

**Begutachtung der Dissertation „Crypto-Assets: DLT-Token als Objekt der
Finanzmarktaufsicht – Taxonomie, Kritik und Lösungsansätze“ von Mag.
iur. Ralph Gebhart Rirsch**

I.

Die Digitalisierung stellt in ihren verschiedenen Formen die Rechtsordnung auf unterschiedlichen Gebieten vor ständige neue Herausforderungen. Gewiss versuchen die Gesetzgeber diesen Herausforderungen durch neue gesetzliche Regelungen angemessen zu begegnen. Der innovative und dynamische Charakter der Digitalisierung lässt ein solches Unterfangen jedoch schwierig erscheinen, weil eine permanente Reaktion des Gesetzgebers auf sich ständig wandelnde Formen digitaler Angebote schon rein praktisch kaum möglich erscheint. Hinzu kommt, dass bestehende gesetzliche Regelungen zumindest prinzipiell eine gewisse Offenheit aufweisen und sich auch auf zum Zeitpunkt der Erlassung der betreffenden Vorschrift noch nicht bekannte Phänomene beziehen. Die Schwierigkeit besteht freilich darin, den Anwendungsbereich bestehender gesetzlicher Bestimmungen in Bezug auf neue Erscheinungsformen adäquat abzugrenzen. Es liegt auf der Hand, dass gerade in dieser



Hinsicht die Digitalisierung die Rechtswissenschaft vor heikle Aufgaben stellt. Das gilt in besonderem Maße dann, wenn es sich im konkreten Fall um ein Rechtsgebiet von maßgeblicher volkswirtschaftlicher Bedeutung handelt.

Ein solches Rechtsgebiet stellt ohne Zweifel das Finanzmarktaufsichtsrecht dar, weil Auswirkungen auf dem Kapitalmarkt schwerwiegende gesamtwirtschaftliche Konsequenzen nach sich ziehen können. Gerade am Kapitalmarkt haben sich seit einiger Zeit Formen digitaler Aktivitäten etabliert, die aus naheliegenden Gründen in den Fokus der Finanzmarktaufsicht geraten sind. So entstand im Gefolge der Finanzkrise 2007/2008 die erste sogenannte „Kryptowährung“ Bitcoin, die mittlerweile in der Medienberichterstattung allseits präsent ist. Ihr Ziel ist es ein effizientes, dezentralisiertes Zahlungs- und Wertspeicherungssystem zu schaffen, das im Wesentlichen auf dem Vertrauen in einen durch einen Algorithmus herbeigeführten gemeinschaftlichen „Konsens“ basiert (S 1). Die Einordnung derartiger „Kryptowährungen“ („DLT-Token“) in das geltende Regime der Finanzmarktaufsicht bereitet durchaus Schwierigkeiten. Dabei ist zu bedenken, dass sich dieses Regime aus einer Reihe gesetzlicher Regelungen zusammensetzt, die sich vom FM-GwG über das ZaDiG bis hin zum BWG und unionsrechtlichen Verordnungen erstreckt. In der vorliegenden Arbeit hat es sich der Verfasser zur Aufgabe gemacht, „das Phänomen DLT-Token finanzmarktaufsichtsrechtlich fassbar zu machen und den Aufwand für Sachverhaltserhebung und rechtliche Würdigung ein Modell zur Vorabklassifizierung zu verringern“ (S 4 f). Ein solches „DLT-Business Modell Taxonomy“ soll als „Orientierungshilfe dienen, um für ein konkretes DLT-Token die potenziell einschlägigen Normen des Finanzmarktaufsichtsrechts zu identifizieren“ (S 5).

II.

Dieses Vorhaben wird zunächst mit Begriffsbestimmungen in Angriff genommen. Dabei wird darauf hingewiesen, dass es noch keine bindende Legaldefinition des Begriffs „Crypto-Asset“ im österreichischen Recht und im EU-Recht gebe. In weiterer Folge wird die Definition der Kommission im Entwurf zum MICA-Regime übernommen (S 16), wonach darunter eine „digitale Darstellung von Werten oder



Rechten“ zu verstehen ist, „die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technology oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können“. Von den zahlreichen Bezeichnungen für diese „Crypto-Assets“ werden etwa „Altcoins“, „Token“ oder eben „virtuelle Währungen“ hervorgehoben (S 17). Zutreffend wird freilich in Bezug auf die zuletzt genannte Bezeichnung klargestellt, dass es sich dabei um keine „Währung“ iS eines gesetzlichen Zahlungsmittels handelt (S 20). Doch werden weiters die verschiedenen Funktionen von „Token“ dargestellt, zu denen neben der Investition („Investmenttoken“) und komplexeren Funktionen („Utility-Token“) eben auch die Zahlungsfunktion („Payment Token“) gehören.

Von wichtiger Bedeutung für die vorliegende Arbeit ist allerdings dann der Schritt, bei dem vom Verfasser eine „Token-Taxonomie“ vorgestellt wird. Gemäß der eingangs dargelegten Zielsetzung der Arbeit soll diese Taxonomie eine Orientierungshilfe für die Identifikation des Anwendungsbereiches von Regelungen des Kapitalmarktrechtes bieten (S 39). Der Begriff der „Taxonomie“ wird dabei aus der Biologie entnommen, wo er für die Kategorisierung und Beschreibung von Organismen sowie deren Benennung nach nomenklatorischen Regeln steht. (S 56). Davon ausgehend will der Verfasser auch im Hinblick auf „DLT-Governance“ ein taugliches Modell für die Finanzmarktaufsicht entwickeln (S 59). Dabei wird vorweg darauf hingewiesen, dass der Emittent bzw Betreiber von Geschäftsmodellen in beinahe allen untersuchten Normen des Finanzmarktaufsichtsrechtes eine zentrale Rolle einnimmt (S 61). Das stellt natürlich eine gewisse Herausforderung dar, weil als kennzeichnendes Merkmal von DLT die Dezentralisation angesehen wird (S 9, 65 ff). Unter Berücksichtigung dieses Umstandes wird, basierend auf einer Taxonomie von Freni et al, den weiteren Überlegungen ein Entwurf einer „erweiterten Taxonomie potenziell finanzmarktaufsichtsrechtlich relevanter Eigenschaften von DLT-Geschäftsmodellen und Token“ vorangestellt. Diese Taxonomie enthält verschiedene Untergliederungen unter den Überschriften „Technical“, „Token Behaviour“, „Inherent Value“ und „Coordination“ weitere Subkategorien („Dimensionen“) wie „Accessibility“, „Tradability“ oder „Rationale to Process“.



III.

Mit den Worten des Verfassers werden diese „Eigenschaften von Geschäftsmodellen ... im nächsten Schritt als abstrakte Sachverhaltskomponenten in der rechtlichen Analyse mit den Anwendungsbereichen den jeweiligen materiellrechtlichen Normen des Finanzmarktaufsichtsrechts gegenübergestellt, um zu erkennen welche Eigenschaften tatsächlich für den Anwendungsbereich der Regulierung relevant sind“ (S 73). Der Sache nach wird im Folgenden damit der Anwendungsbereich einschlägiger rechtlicher Regelungen des Kapitalmarktrechtes im Hinblick auf „Cryptot-Assets“ untersucht und das im Wege der Interpretation erzielte Ergebnis auf seine Kompatibilität mit der zuvor dargestellten Taxonomie hin überprüft.

Gemäß diesem Programm werden nun im Schwerpunktteil der Arbeit einzelne wichtige Gesetze des Kapitalmarktrechtes geprüft. Dabei wird zunächst darauf eingegangen, inwieweit die betreffenden Regelungen für „Crypto-Assets“ relevant sein können. Daran anschließend wird in einem weiteren Schritt darauf eingegangen, inwieweit sich das so erzielte Ergebnis in die vorangestellte Taxonomie einfügt. Diesen Ausführungen ist voranzustellen, dass sie vor allem durch die sachkundige Gründlichkeit der Untersuchung des Anwendungsbereiches der einschlägigen Regelungen beeindrucken. Auf Grund des Umfanges der diesbezüglichen Ausführungen kann hier darauf nicht in allen Details eingegangen werden. Festzuhalten ist aber vorweg, dass sich der Verfasser detailliert mit den maßgeblichen Regelungen und dazu vertretenen Rechtsauffassungen in einer äußerst kompetenten Weise auseinandersetzt.

Den Beginn machen dabei Ausführungen zum FM-GWG. In nachvollziehbarer Weise wird begründet, dass entgegen in der Lehre vertretener Ansicht der darin verwendete Begriff der „virtuellen Währung“ grundsätzlich weit zu verstehen ist (S 82 ff). Daran anschließend folgt eine intensive Auseinandersetzung mit dem kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriff, die mehrere gesetzliche Regelungen in die Überlegungen miteinbezieht. Sie ergibt den Ausschluss von Zahlungsmitteln und Zahlungsmarktinstrumenten von der Qualifikation als übertragbare Wertpapiere (S 101). Für den Verfasser folgt daraus in Bezug auf die Taxonomie „die Notwendigkeit



des Ausschlusses einer Einstufung als Zahlungsmittel bzw Zahlungsinstrument als Voraussetzung der Einstufung als übertragbares Wertpapier“ (S 102). Ferner schließt die „geforderte standardisierte Ausgestaltung übertragbarer Wertpapiere“ etwa auch die Dimension der „Fungibility“ der vorangestellten Taxonomie aus (S 114). In weiterer Folge wird eine kritische Auseinandersetzung mit der Definition des Begriffes „Utility-Token“ nach dem ICA-Entwurf vorgenommen, die bei einem Verweis in der deutschen Sprachfassung auf die (enge) Definition der „Ware“ in der Verordnung 2017/565/EU ansetzt (S 129 ff). In plausibler Weise wird dargelegt, dass für die Beurteilung als „Utility-Token“ prinzipiell auf den weiten Warenbegriff des AEUV abzustellen ist.

In ähnlich gründlicher Weise schreitet die Arbeit weiter voran und befasst sich mit anderen kapitalmarktrechtlichen Regelungen wie der „Veranlagung“ nach dem KMG. In diesem Zusammenhang macht der Verfasser auch auf einen Anpassungsbedarf der GewO an eine künftige MICA-Verordnung aufmerksam, der die Gesetzgebung wohl noch beschäftigen wird (S 146 f). Weitere Typen von Finanzinstrumente wie Geldmarktinstrumente gemäß § 1 Z 6 WAG 2018 werden ebenfalls erörtert und in die taxonomische Untersuchung miteinbezogen. Der Verfasser geht in seiner Arbeit aber darüber hinaus und prüft in der gewohnten Weise auch, inwieweit für Crypto Assets auch das Fondsrecht eine Rolle spielen kann. So untersucht er die Regelungen über Alternative Investmentfonds (AIMFG) und gelangt zur interessanten Ansicht, dass auch Modelle, in denen ein Algorithmus eine autonome Entscheidung trifft, unter die Definition des AIF-Begriffes fallen (S 169). Nach einer Auseinandersetzung mit OGAWs nach dem InvFG wird eingehend die Crowdfunding-VO in den Blick genommen, die sich auf die Vermittlung von Krediten über online-Plattformen bezieht. Hier wird vom Verfasser eine bemerkenswerte Systemwidrigkeit in Bezug auf die prinzipielle Konzessionspflicht von Einlagengeschäften gemäß § 1 Abs 1 Z 1 BWG ausgemacht: Während das Einwerben von Krediten über „elektronische Online-Plattformen“ davon grundsätzlich ausgenommen ist, gilt diese Ausnahme dann nicht, wenn das Einwerben mittels DLT erfolgt (S 189). Eine Korrektur hätte nach Ansicht des Verfassers freilich auf Unionsebene zu erfolgen.

Besonderes Augenmerk wird vom Verfasser zu Recht dem BWG gewidmet, weil es sich dabei um eine zentrale Regelung des Kapitalmarktrechtes handelt. Auch hier kann



nicht auf die umfangreichen Darlegungen im Detail eingegangen werden, vielmehr sind nur einzelne Schlaglichter hervorzuheben. In Bezug auf das Einlagengeschäft gemäß § 1 Abs 1 Z 1 BWG wird vom Verfasser die Ansicht vertreten, dass es sich zwar auf die Rückzahlung der Einlage, nicht aber zwingend auch des Zinses in Fiat-Geld bezieht (S 200). Interessant wäre an dieser Stelle noch die eine oder andere Ausführung dahingehend gewesen, welche Konsequenzen sich aus dieser Einsicht für den vorliegenden Zusammenhang ergeben. Bemerkenswert sind auch die Ausführungen zum Handel mit ausländischen Zahlungsmitteln gemäß § 1 Abs 1 Z 7 lit a) BWG. Diese Bestimmung umfasst nach Ansicht des Verfassers grundsätzlich keine Token, da es sich dabei nicht um gesetzliche Zahlungsmittel handelt. Allerdings könnte sich das nach seiner Meinung mit Inkrafttreten der MICA-verordnung ändern (S 204). Hervorzuheben sind auch die Darlegungen zur Ausgabe und Verwaltung von Zahlungsmitteln gemäß § 1 Abs 1 Z 6 BWG, die für die vorliegende Thematik Aufmerksamkeit verdienen. Im Anschluss an eine Lehrmeinung wird die Ansicht vertreten, dass aufgrund des Inkrafttretens des ZaDiG 2018 und des E-GeldG 2010 von § 1 Abs 1 Z 6 BWG nur noch die Ausgabe von Zahlungsinstrumenten und nicht auch von Zahlungsmitteln erfasst ist (S 206). Allerdings kommt der Verfasser dann auch zum Ergebnis, dass bei Zahlungsinstrumenten die Zahlung auf Fiat-Geld lauten muss, was bei Token meist nicht der Fall sei (S 207). In bewährter Weise wird schließlich ausführlich auch noch eine Untersuchung des E-Geldgesetzes 2010 und E-Geld-Token nach dem MICA-Entwurf, des Zahlungsdienstegesetzes 2018 sowie von wertreferenzierten Token nach dem MICA-Entwurf vorgenommen. Den Abschluss dieser Aufarbeitung des Kapitalmarktrechtes im Hinblick auf DLT-Token bildet schließlich eine Analyse der PRIIP-Verordnung.

IV.

Im Anschluss an diese Ausführungen wird auf Basis der dabei gewonnenen Erkenntnisse das Modell der Taxonomie nochmals reflektiert. Dies erfolgt durch eine Zusammenfassung der Ergebnisse der Überprüfung des Anwendungsbereiches der untersuchten Vorschriften des Finanzmarktrechtes im Hinblick auf die Kompatibilität



mit dem eingangs dargestellten Modell der DLT-Taxonomie nach Freni ua. Diese zusammenfassende Betrachtung macht deutlich, dass dieses Modell für die Einordnung von Crypto Assets in den Anwendungsbereich der unter die Finanzmarktaufsicht fallenden Rechtsvorschriften nur sehr begrenzt adäquat erscheint. Der Verfasser kommt vielmehr zu dem Ergebnis, dass einige Eigenschaften, „die für die technische Funktionsweise von DLT-Systemen von zentraler Bedeutung sind, ... bei detaillierter juristischer Analyse für die meist technologieneutral ausgestalteten Legaldefinitionen des Finanzmarktaufsichtsrechts nur von geringer Relevanz“ sind (S 306). Sie spiegeln nach Meinung des Verfassers eben nicht die Zielrichtung des Finanzmarktaufsichtsrechts wieder, die weit eher wirtschaftlicher als technischer Natur ist. Daher bedarf dieses Modell für seine Brauchbarkeit im Finanzmarktaufsichtsrecht nach Ansicht des Verfassers eine Adaption dahingehend, dass jene „technischen Eigenschaften, die für die rechtliche Einstufung keine klar abgrenzbaren Aussagen liefern“, zu entfernen sind (S 306). Eine entsprechend adaptierte Taxonomie wird dann vom Verfasser auch dargestellt. Aber auch dieses adaptierte Modell sollte nicht „als finales Modell“ angesehen werden, sondern lediglich als „Ausgangspunkt für einen differenzierteren Diskurs, mögliche Weiterentwicklungen Forschung bieten“ (S 306).

V.

Im Anschluss an diese Feststellungen finden sich dann noch weitere Ausführungen in der Arbeit, die wohl unter den Teilbereich „Kritik“ des Titels der Arbeit fallen. Sie betreffen zunächst einmal eine Kritik am finanzmarktaufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriff als Beispiel für europäische Fehlentwicklungen. Das betrifft den Umstand, dass nach herrschender Ansicht ein Anspruch auf künftige Cashflows zwingende Voraussetzung für die Einstufung als übertragbares Wertpapier ist, wodurch Token ohne einen zentralen Emittenten schon aus praktischen Gründen in den meisten Fällen nicht dem bestehenden Aufsichtsrecht unterliegen (S 310). Das wird unter dem Aspekt der Funktion von Regulierung als Problem angesehen, dem durch den MICA-Entwurf aber in gewissem Umfang begegnet werden soll. Als



Lösungsvorschlag wird vom Verfasser aber dennoch eine Neufassung des Wertpapierbegriffes angesehen, die letztlich zu einer Vollharmonisierung des Anwendungsbereiches aller finanzmarktaufsichtsrechtlicher Normen führt (S 315 ff). Auch sollte nach Ansicht des Verfassers im Interesse der Einheitlichkeit der Rechtsanwendung eine Zentralisierung der praktischen Auslegung des Wertpapierbegriffes bei den europäischen Aufsichtsbehörden erfolgen (S 318 f). Zu diesem Vorschlag ist lediglich anzumerken, dass eine solche Einheitlichkeit bei (wie vom Verfasser vorgeschlagen) bei einer Verankerung in einer EU-Verordnung bereits dadurch begünstigt wäre, dass sie dann (wie auch bei sonstigem Unionsrecht) durch Vorabentscheidung des EuGH erfolgen könnte. Als Lösungsvorschlag ist auch der Aufruf des Verfassers zur aufsichtsrechtlichen Gleichstellung von DLT-Token mit Fiat-Geld als Wertübertragungsmedium zu werten (S 335 ff). Zum Aspekt der Kritik gehören dagegen die Ausführungen zu drei wesentlichen Kritikpunkten zum MICA-Entwurf (wie zB Totalverbot eines bestimmten Geschäftsmodells im EWR-Raum, S 342) und die ungerechtfertigte Gleichbehandlung echter Gutscheine und präfunktionaler Utility-Token (S 349 f). Den Abschluss der Arbeit bildet eine zusammenfassende „Conclusio“.

VI.

Einer Gesamtbewertung der Arbeit ist voranzustellen, dass sie in einer klaren Sprache verfasst ist und eine überzeugende Systematik aufweist. Auch ist hervorzuheben, dass sie sich mit einer Thematik befasst, die auf Grund ihrer Komplexität nicht leicht zugänglich ist und daher auch eine rechtswissenschaftliche Analyse vor besondere Herausforderungen stellt. Der Verfasser der vorliegenden Dissertation hat diese Herausforderungen in eindrucksvoller Weise gemeistert und eine beachtliche Bearbeitung der von ihm in Angriff genommenen Thematik vorgelegt. Die Arbeit besticht nicht nur durch eine bemerkenswerte Sachkunde ohne die eine sorgfältige rechtswissenschaftliche Behandlung verwaltungsrechtlicher Gebiete ausgeschlossen ist. Der Verfasser gelangt zum Teil in Auseinandersetzung mit Lehrmeinungen auf Basis der herkömmlichen juristischen Methodik zu durchwegs nachvollziehbaren



Auslegungsergebnissen, die den Charakter neuer wissenschaftlicher Erkenntnisse aufweisen. Der Verfasser hat schon damit seine Befähigung zur selbständigen wissenschaftlichen Bearbeitung einer rechtlichen Thematik auf hohem Niveau unter Beweis gestellt.

Einen innovativen Charakter von beachtlicher wissenschaftlicher Qualität Befund weist prinzipiell die von ihm entwickelten Taxonomie auf, die wohl als „Kernstück“ der Arbeit angesehen werden kann. Die Ausarbeitung dieser Taxonomie in Bezug auf das für die Finanzmarktaufsicht in Österreich maßgebliche Kapitalmarktrecht ist gewiss theoretisch interessant, anspruchsvoll und in dieser Form auch neuartig. Dennoch sei auch eine kritische Anmerkung in Bezug auf die Leistungsfähigkeit dieser Taxonomie gestattet: Letztlich hängt die Adäquanz einer solchen Taxonomie von der Ausgestaltung des positiven Rechts ab. Eine Änderung der einschlägigen Rechtsgrundlagen kann auch eine Änderung der Taxonomie erforderlich machen. Wohl zumindest auch aus diesem Grund wird die vom Verfasser entwickelte Taxonomie lediglich als „Ausgangspunkt“ gewertet, die für eine „Weiterentwicklung“ offen ist und als „bewegliches System“ zu verstehen ist (S 306 f). Die rechtswissenschaftliche Interpretation ist damit Voraussetzung für die zutreffende Erfassung des Anwendungsbereiches kapitalrechtlicher Normen. Damit stellt sich die Frage, ob die rechtswissenschaftliche Interpretation allein (also losgelöst von jeglicher Taxonomie) für die Ermittlung des Anwendungsbereiches der einschlägigen Rechtsgrundlagen ausreichend erscheint oder vielleicht sogar mit weniger Aufwand verbunden ist. Aber diese kritische Anmerkung vermag den Eindruck einer äußerst gelungenen Arbeit nicht maßgeblich zu trüben, weshalb die Arbeit ohne Zweifel mit der Note

„sehr gut“

zu bewerten ist.

A handwritten signature in blue ink, reading "Michael Potacs".

(Univ.Prof. DDr. Michael Potacs)