

Lukas Görnert  
03/2022

## KRYPTO-ASSETS UND BLOCKCHAIN-ÖKOSYSTEME TEIL 3 – REGULATORISCHE ENTWICKLUNGEN

### Einleitung

Im Teil 2 unserer Reihe „Krypto-Assets und Blockchain-Ökosysteme“ wurde die Architektur von Blockchain-Ökosystemen und ausgewählte Protokolle zur Erbringung von dezentralisierten Finanzdienstleistungen (DeFi) vorgestellt. Der vorliegende dritte Teil der Beitragsreihe fokussiert sich nun auf die bereits bestehenden und geplanten nationalen sowie internationalen rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen, die den Umgang mit Krypto-Assets regeln sollen.

### Überblick

Die praktische Umsetzung von Finanzdienstleistungen auf **Blockchain-Ökosystemen** kommt bei bestehenden rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen schnell an ihre Grenzen. Die große Herausforderung liegt in der zugrundeliegenden Technologie und deren Architektur, die im Wesentlichen von bestehenden rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen nicht oder nur begrenzt abgedeckt werden. Gesetzgeber, Aufsichtsbehörden und Regulatoren betreten damit Neuland und müssen bestehende Rahmenwerke ergänzen und neue Rahmenwerke aufsetzen. Grundsätzlich verfolgen die europäischen und deutschen Aufsichtsbehörden den Ansatz „gleiches Geschäft, gleiches Risiko, gleiche Regulierung“ und unterstreichen auch im Zusammenhang mit

Blockchain-Ökosystemen ihre **Technologieneutralität**.<sup>1</sup> Die in Tabelle 1 erfassten Informationen sollen einen kurzen Überblick über internationale Regulierungs-Bestrebungen geben.

**Regulatorik  
weltweit**



Land	Lizenz erforderlich (VASP)	Währungsprojekt der Zentralbank (CBDC)
EU	Ja (Länderabhängig)	Ja
UK	Ja	Nein
Schweiz	Ja	Ja
USA	Ja	Nein
China	Nein (illegal)	Nein
Südkorea	Ja	Ja
Kanada	Ja	Nein
Japan	Ja	Ja

Tab. 1: Regulatorische Initiativen weltweit (Auswahl)

Wie aus der Übersicht hervorgeht, ist es als **VASP** (virtual asset service provider) bereits heute im überwiegenden Teil der Welt notwendig, ein Lizenzierungs-Verfahren für die Geschäftstätigkeiten zu durchlaufen. Bei der Frage, ob sich die jeweiligen Zentralbanken mit Projekten zur Realisierung einer **Central Bank Digital Currency (CBDC)** beschäftigen, zeigt sich ein gemischtes Bild. Wichtig ist in diesem Zusammenhang vor allem die Signal-Wirkung, die von diesen Initiativen ausgehen. So zeigt es doch, dass das Thema „Krypto-Assets“ und „Kryptowährungen“ verstärkt in den Fokus der Aufsichtsbehörden rückt.

<sup>1</sup> Vgl. BaFin Perspektiven (2018), [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_Beitag\\_Fusswinkel.html?nn=11056122#doc11330872bodyText4](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_Beitag_Fusswinkel.html?nn=11056122#doc11330872bodyText4) (aufgerufen am 17.02.2022)

**Digital-  
Strategie  
der EU**

In den vergangenen Monaten gab es auf europäischer und nationaler Basis erste konkrete regulatorische Maßnahmen, die in Abb. 1 kurz vorgestellt werden. Im Juni 2020 äußerte sich die **EU-Kommission** über ihre **Strategie für ein digitales** Finanzwesen in der EU.<sup>2</sup> Eine der vier kommunizierten Prioritäten für die digitale Transformation des Finanzsektors in der EU zielt auf Finanzdienstleistungen ab, die mit Hilfe der DLT-Technologie erbracht werden. Demnach soll bis 2024 ein umfassender Rahmen geschaffen werden, der die Einführung der Distributed-Ledger-Technologie und die Verwendung von Kryptowerten im Finanzsektor ermöglicht.<sup>3</sup> Erste konkrete Überlegungen zu diesem Thema wurden in den Papieren „**Pilotregelung für auf DLT basierende Marktinfrastrukturen**“<sup>4</sup> und in der „**MiCa - Markets in Crypto-assets**“<sup>5</sup> veröffentlicht. Die Rahmenwerke stellen eine gezielte Änderung des Begriffs der Finanzinstrumente im Rahmen von **MiFID II** dar und sollen die regulatorischen Rahmenbedingungen für die Begebung von Finanzinstrumenten auf einer DLT aufzeigen. Auf nationaler Ebene wurde mit dem elektronischen Wertpapiergesetz (**eWpG**) die formaljuristische Grundlage geschaffen, Wertpapiere zukünftig über ein dezentrales Register zu emittieren und handelbar zu machen. Dies bietet Emittenten dann die Möglichkeit, Emissionen auch auf öffentlichen Blockchain-Netzwerken durchzuführen. Zudem wurde mit der Novellierung des Kreditwesengesetzes (**KWG**) der Tatbestand des „Kryptoverwahrgeschäfts“ erstmals im Zuge der Geldwäscheregelungen legal definiert. Darüber hinaus finden sich Kryptowerte als Teil der Handelsgeschäftsdefinition im **AT 2.3** der **MaRisk** wieder. Ferner wurde das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) überarbeitet, um einzelnen Finanzmarkt-Akteuren die rechtliche Möglichkeit zu bieten in Kryptowährungen und Krypto-Assets zu investieren.

<sup>2</sup> Vgl. EU-Kommission (2020) - 591, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0591> (aufgerufen am 17.02.2022)

<sup>3</sup> Vgl. EU-Kommission (2020) - 591, Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU

<sup>4</sup> Vgl. EU Kommission (2020) - 594, Pilot-Regime

<sup>5</sup> Vgl. EU Kommission (2020) - 593, MiCa

Initiativen

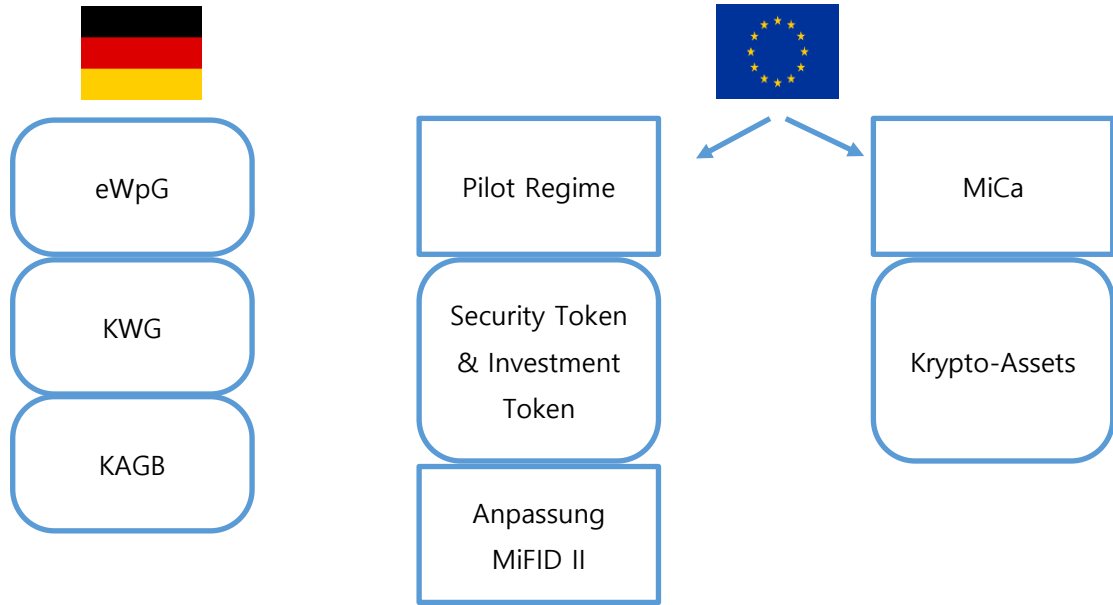


Abb. 1: Übersicht Gesetzesinitiativen im Zusammenhang mit Krypto-Assets

MiCa

Da regulatorische Rahmenbedingungen in der EU bislang stark fragmentiert sind, soll mit Hilfe der EU-Verordnung „Markets in Crypt Assets (MiCa)“ ein EU-weiter Rahmen zur Regulierung von Krypto-Assets geschaffen werden. Dabei sollen eine Reihe klarer Definitionen und Klassifizierungen die bislang uneinheitlichen Terminologien von Krypto-Assets beheben.<sup>6</sup> Die EU-Kommission hat im Rahmen der Veröffentlichung folgende Ziele erklärt, die mittels der MiCa-Verordnung verfolgt werden sollen.<sup>7</sup> Dazu zählen u. a.:

- **Rechtssicherheit** - rechtliche Rahmenbedingungen für Krypto-Assets, die bisher nicht unter EU-Recht fallen
- **Förderung von Innovationen** - Sicherstellung eines verhältnismäßigen Rahmens, der Entwicklungen unterstützt.
- **Gewährleistung eines angemessenen Verbraucher- und Anlegerschutzes und der Marktintegrität** - Krypto-Assets, die nicht unter die bestehenden Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen fallen, bergen viele der gleichen Risiken wie andere bekannte Finanzinstrumente.
- **Gewährleistung der Finanzstabilität** - Die Weiterentwicklung von Krypto-Assets schreitet stetig voran. Stablecoins erfüllen die Aufgabe für Finanzstabilität auf den Kryptomärkten und haben

<sup>6</sup> Vgl. Feirreira und Sandner (2021), S. 13

<sup>7</sup> Vgl. EU Kommission (2020) - 593, MiCa, S. 3

aufgrund ihrer Akzeptanz das Potenzial systemrelevant zu werden. Daher sind Schutzmaßnahmen erforderlich, um potenzielle Risiken für die Finanzstabilität zu minimieren.<sup>8</sup>

Die MiCa richtet sich vor allem an **Krypto-Asset-Service-Provider und Emittenten**. Es werden einheitliche Anforderungen an die **Transparenz und Offenlegung in Bezug auf Emission, Betrieb, Organisation und Governance von Krypto-Asset-Dienstleistern** getroffen. Dazu liegt der Fokus auf Verbraucherschutz-Vorschriften und Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch. Die Verordnung zielt darauf ab, alle Arten von Krypto-Assets zu regulieren, wengleich elektronisches Geld, Einlagen, strukturierte Einlagen und Verbriefungen nicht betroffen sind. Die von der MiCa betroffenen Regelungen betreffen Krypto-Assets, die nicht als Finanzinstrumente, Einlagen oder strukturierte Einlagen gem. der EU-Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen (**MiFID II**) gelten. Security-Token müssen dabei besonders hervorgehoben werden, da diese bereits bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen unterliegen. Diese sind z. B. das WpHG, die ProspektVO und/oder die MiFID II.<sup>9</sup> Bei der MiCa handelt es sich bislang noch um einen Vorschlag seitens der EU-Kommission, der bereits existierende Rahmenwerke der Finanzaufsicht ergänzen soll.<sup>10</sup> Über die weitere Entwicklung des Gesetzgebungsverfahrens werden wir zukünftig selbstverständlich berichten.

## **Pilot-Regime**

Im Rahmen der Strategie der EU-Kommission für das digitale Finanzwesen wurde eine **Pilotregelung für Marktinfrastrukturen** auf Grundlage von Layer-1-Netzwerken vorgeschlagen. Bislang wird die DLT-Technologie bei der Abwicklung auf den regulierten Finanzmärkten nur in sehr geringem Umfang genutzt. Als einer der Hauptgründe wird dafür auf bestehende regulatorische Unsicherheiten verwiesen, die zukünftig mit Hilfe von EU-weit gültigen Regelungen abgebaut werden sollen. Dies würde regulierten Instituten den Weg ebnen, eine DLT-basierte Infrastruktur für den Handel, die Verwahrung und die Abrechnung von Wertpapieren zu entwickeln und zu testen. Ziel des Papiers ist es daher, die Innovationskraft der DLT im Bereich des **Asset-Handels** und der **Post-Trade-Aktivitäten** zu fördern und damit den Marktakteuren Rechtssicherheit zu bieten. Zukünftig wären zugelassene **Wertpapierfirmen und Marktbetreiber** berechtigt, den Betrieb eines **multilateralen DLT-Handelssystems** (Multi Trading Facility - MTF) bei den zuständigen Behörden und der ESMA zu beantragen.<sup>11</sup> Zudem wird der rechtliche Rahmen

<sup>8</sup> Vgl. Feirreira und Sandner (2021), S. 8

<sup>9</sup> Vgl. Brühl (2021), S. 8

<sup>10</sup> Vgl. EU Kommission (2020) - 593, MiCa, S. 11

<sup>11</sup> Vgl. EU Kommission (2020) - 594, Pilot-Regime, S. 10

geschaffen, damit **Zentralverwahrer** eine Genehmigung für den Betrieb von DLT-basierten Wertpapier-Abrechnungssystemen bei den zuständigen nationalen Behörden beantragen können. Sollte ein entsprechender Antrag bewilligt werden, könnten DLT-basierte Marktinfrastrukturen ihre Dienste in der EU anbieten.<sup>12</sup> Darüber hinaus werden in der Verordnung grundlegende Anforderungen für den Betrieb von DLT-basierten Marktinfrastrukturen festgelegt. Diese ähneln den Anforderungen an traditionelle Marktinfrastrukturen, wenngleich bestimmte Ausnahmen beantragt und getroffen werden können. Wertpapierfirmen und Marktbetreibern ist es demnach möglich, DLT-Wertpapiere (i. e. S. Security-Token) zum Handel zuzulassen, die nicht bei einem Zentralverwahrer, sondern z. B. auf einer dezentralen Layer-1-Plattform erfasst werden. Dazu müssen jedoch bestimmte **Anforderungen** hinsichtlich Aufbewahrung von Aufzeichnungen, Verwahrungsregelungen und Abrechnungsmechanismen seitens der Betreiber erfüllt sein. Auch der deutsche Gesetzgeber hat in diesem Zusammenhang mit Hilfe des eWpG bereits erste Maßnahmen ergriffen und die Emission von auf Inhaber lautende Schuldverschreibungen auf dezentralen Handelsplattformen ermöglicht (vgl. Abschnitt eWpG). Der Vorschlag der EU schließt auch einen Vorschlag ein, der die Verpflichtung zur Zwischenverwahrung von Wertpapieren betrifft. Betreiber von DLT-MTFs können im Rahmen eines begleitenden Vorschlags zur Änderung von MiFID II eine vorübergehende Ausnahme von der Verpflichtung zur Zwischenverwahrung von Wertpapieren beantragen. Dies hätte zur Konsequenz, dass Kleinanleger einen direkten Zugang zu Emittenten erhalten könnten. Daher sind diese Ausnahmen an bestimmte Faktoren wie Anlegerschutz und Geldwäsche-Prävention geknüpft. Darauf aufbauend sollen im Rahmen der Pilotregelung zusätzliche **Anforderungen an das Risikomanagement** implementiert werden, die durch die Nutzung von Blockchain-Ökosystemen entstehen können. Dazu zählen zum Beispiel sämtliche Fragestellungen in Bezug auf Offenlegung, Cybersicherheit und Verwahrungsregelungen. Inwieweit die vorgestellten Layer-1-Lösungen aufgrund ihrer Governance-Regelungen diesen Anforderungen gerecht werden, soll zu einem späteren Zeitpunkt detailliert erörtert werden. Die o. g. Regelungen betreffen folgende Wertpapiere<sup>13</sup> :

- Aktien, deren Emittent eine Marktkapitalisierung maximal 200 Mio. EUR aufweist.

<sup>12</sup> EU Kommission (2020) - 594, Pilot-Regime

<sup>13</sup> Ebd.

- Wandelschuldverschreibungen, gedeckte Schuldverschreibungen, Unternehmensanleihen, sonstige öffentliche Anleihen und sonstige Anleihen, deren Emissionsvolumen den Höchstwert von 500 Mio. EUR nicht überschreitet.

Staatsanleihen und andere nicht explizit erwähnte Finanzprodukte sind (vorerst) von der Regelung ausgenommen. Darüber hinaus ist eine Obergrenze für den Gesamtmarktwert von DLT-basierten Wertpapieren geplant, die von einem Zentralverwahrer oder einer Wertpapierfirma erfasst werden dürfen. Diese liegt im vorliegenden Entwurf bei 2,5 Mrd. EUR.<sup>14</sup> Nach Auffassung der EU-Kommission müsste zudem das bereits bestehende Rahmenwerk der **MiFID II** um Finanzinstrumente **erweitert** werden, die auf der technischen Grundlage der DLT begeben und gehandelt werden.<sup>15</sup> Das Papier ist bisher nur ein Entwurf, und die o. g. Rahmenbedingungen können sich im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens noch verändern.<sup>16</sup> Es ist davon auszugehen, dass sich sowohl die EU-Kommission als auch die zuständigen Aufsichtsbehörden in den kommenden Monaten positionieren werden, um die Infrastruktur stärker zu regulieren, auf der der Handel mit Krypto-Assets vorangetrieben wird.

### **Krypto- Verwahr- geschäft**

Mit dem Gesetz zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur vierten EU-Geldwäscherichtlinie hat im Jahr 2020 das **Kryptoverwahrgeschäft** als neue Finanzdienstleistung den Weg in das KWG gefunden.<sup>17</sup> Mit der Novellierung des KWG ermöglicht es der Gesetzgeber allen Kryptobörsen, Brokern und anderen Finanzdienstleistern, Krypto-Assets im Namen ihrer Kunden zu verwahren. Die BaFin hat diesbezüglich ein Merkblatt veröffentlicht, welches relevante Hinweise zum Erlaubnisverfahren liefert. Im Wesentlichen orientiert sich das Merkblatt an Inhalten der **MaRisk AT 7.2 und den BAIT**. Im Fokus steht dabei vor allem auch ein vollintegrierter und funktionsfähiger **Know-Your-Customer-Prozess (KYC)**, der verhindern soll, dass der Erwerb von Krypto-Assets für illegale Aktivitäten wie Geldwäsche oder Terrorismus-Finanzierung genutzt werden können. Um diese strafrechtlich relevanten Vorgänge zu verhindern, müssen Finanzdienstleister ihre KYC-Prozesse so ausgestalten, dass bei jeder Transaktion der oder die wirtschaftlich Berechtigten eindeutig identifizierbar sind.<sup>18</sup> Dies kann bei einer Transaktion von einem privaten Wallet (z.B. Meta-Mask, Trust, Daedalus usw.) zu einem von einem

<sup>14</sup> EU Kommission (2020) - 594, Pilot-Regime

<sup>15</sup> Ebd.

<sup>16</sup> Den aktuellen Sachstand finden Sie hier: [https://eur-lex.europa.eu/procedure/DE/2020\\_267?qid=1615303006827&rid=1](https://eur-lex.europa.eu/procedure/DE/2020_267?qid=1615303006827&rid=1)

<sup>17</sup> Vgl. BaFin (2020), Kryptoverwahrgeschäft

<sup>18</sup> Vgl. § 1 (3) i. V. m. § 3 Geldwäsche-Gesetz (GwG)

Finanzdienstleister verwahrten Wallet nicht vollständig gewährleistet werden. Wenngleich es sich bei öffentlichen Blockchain-Systemen wie z.B. Bitcoin, Ethereum, Cardano und Avalanche nicht um anonyme, sondern synonyme Netzwerke handelt, ist eine eindeutige Zuordnung von öffentlich einsehbaren Wallet-Adressen und den dahinterstehenden natürlichen Personen nicht ohne Weiteres möglich. Zwar können mit Hilfe verschiedenster Analysetools (z.B. **Score-Chain**<sup>19</sup> oder **Chainalysis**<sup>20</sup>) entsprechende Transaktionsanalysen erstellt werden, allerdings sind diese aus Sicht der Aufsichtsbehörden oftmals nicht ausreichend. Mit der **Kryptowertetransferverordnung**<sup>21</sup> (KryptoWTransferV) hat das Bundesfinanzministerium im September 2021 einen entsprechenden Referentenentwurf veröffentlicht, die bisher offene rechtliche Fragestellungen aufgreifen und klären soll. Aus Sicht der Verwahrer ist die Erbringung der Dienstleistung als **neues Geschäftsmodell** dahingehend interessant, da die verwahrten Krypto-Assets zum **Staking** verwendet werden können. Dies würde bedeuten, dass Kryptoverwahrer die ihnen anvertrauten Kryptotoken nutzen könnten, um damit Rewards zu generieren. Inwieweit diese Herangehensweise in der Praxis umgesetzt wird, wurde bisher nicht näher beleuchtet. Nach eingängiger Prüfung hat die BaFin der Kryptobörse „Coinbase Germany GmbH“ als erstem Finanzdienstleister überhaupt die Erlaubnis zum Kryptoverwahrgeschäft erteilt.<sup>22</sup> Ferner bietet auch der Neo-Broker „Trade-Republic“ eine solche Dienstleistung an, wenngleich die dort handelbaren Krypto-Assets auf Bitcoin, Ethereum, Bitcoin Cash und Litecoin beschränkt sind.<sup>23</sup> Die Tochtergesellschaft „blocknox GmbH“ der Börse Stuttgart hat die notwendige Erlaubnis ebenfalls beantragt, wartet aber aktuell noch auf die Freigabe seitens der Behörden.<sup>24</sup> Mit einer steigenden Popularität und der bislang recht umständlichen eigenständigen Verwahrung von Kryptowährungen und Krypto-Assets ist es durchaus denkbar, dass die Nachfrage nach solchen Dienstleistungen zukünftig zunehmen wird. Wie im Dezember 2021 bekannt wurde, plant auch der Sparkassen-Verbund in das Kryptoverwahrgeschäft einzusteigen.<sup>25</sup>

## eWpG

In Deutschland ist im Juni 2021 das Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere (**eWpG**) in Kraft getreten. Kern des neuen Gesetzes ist es, die Modernisierung des deutschen

<sup>19</sup> Vgl. <https://www.scorechain.com/>

<sup>20</sup> Vgl. <https://www.chainalysis.com/>

<sup>21</sup> Vgl. KryptoWTransferV

<sup>22</sup> Vgl. BaFin (2021), Meldung Coinbase

<sup>23</sup> Stand: 18. November 2021

<sup>24</sup> vgl. boerse-stuttgart (2021)

<sup>25</sup> vgl. Handelsblatt (14.12.2021)



Wertpapierrechts und des dazugehörigen Aufsichtsrechts voranzutreiben.<sup>26</sup> Betrachtet man die bislang gängige Praxis, dass Wertpapiere in einer **Global-Urkunde** verbrieft werden und mittels Konten-System den jeweiligen Eigentümern zugeordnet werden, so wird deutlich, dass die Emission DLT-basierter digitaler Wertpapiere bislang rechtlich nicht so leicht umzusetzen ist. Durch die Neuregelungen im eWpG ist es nun möglich, die vormals physische Urkunde durch einen Eintrag in einem **elektronischen Wertpapierregister** zu ersetzen. Damit geht die Entmaterialisierung von Wertpapieren einher.<sup>27</sup> Dabei unterscheidet der Gesetzgeber zwischen **zentral organisierten** elektronischen Wertpapierregistern und **dezentral organisierten** elektronischen Wertpapierregistern. Zentrale Wertpapierregister können zukünftig durch Zentralverwahrer auch rein elektronisch betrieben werden. Die in Teil 1 der Fachbeitragsreihe vorgestellten Layer-1-Lösungen könnten die technologische Basis für das Betreiben eines dezentral organisierten Wertpapierregisters sein. Um Technologieneutralität zu wahren, hat der Gesetzgeber keine weiteren Einschränkungen diesbezüglich vorgenommen. Die von dem Gesetz erfassten Finanzinstrumente sind in erster Linie alle auf den Inhaber lautende Leistungsversprechen, wie z. B. **Schuldverschreibungen, Pfandbriefe, bestimmte Anteile an Sondervermögen, Anleihen, Wandel- und Optionsschuldverschreibungen, Genuss- und Optionsscheine, Anlagezertifikate und strukturierte Schuldverschreibungen.**<sup>28</sup> Aktien und andere Finanzinstrumente sollen zukünftig nach Aussagen des Gesetzgebers ebenfalls von den Regelungen des eWpG eingeschlossen werden. Dabei ist es fraglich wie z. B. mit möglichen Kapitalerhöhungen von Unternehmen umgegangen werden soll, die ihre Unternehmensanteile auf der Blockchain begeben haben. Der **Vorteil** von der Begebung elektronischer Wertpapiere liegt vor allem in der schnelleren, transparenteren und kosteneffizienteren Abwicklung von Transaktionen auf dem Kapitalmarkt, da Intermediär-Dienstleistungen weitestgehend entfallen. Im Status-Quo der Wertpapier-Abwicklung sind die Abstimmungsprozesse zwischen den jeweiligen Parteien trotz starker regulatorischer Eingriffe oftmals undurchsichtig und anfällig für betrügerische Aktivitäten. Durch den Einsatz von Smart-Contracts, der die Eigentumsübertragung eines Wertpapiers auf der Blockchain erst anerkennt, wenn die Zahlung erfolgt ist, könnte die technische Grundlage für Steuerbetrug entzogen werden. **Cum-Ex-Geschäfte** wären technisch nicht umsetzbar, wenn Wertpapiere auf einer DLT-basierten Plattform emittiert werden, bei denen jederzeit nachvollzogen werden kann, wer zu welcher Zeit Eigentümer des Wertpapiers ist.

<sup>26</sup> vgl. BMJV (2021)

<sup>27</sup> vgl. Lehman (2021), S. 2

<sup>28</sup> vgl. BaFin (2021)

Aufgrund des öffentlich einsehbaren Protokolls wäre eine eindeutige Zuordnung des Dividendenberechtigten möglich, und die mehrfache Steuererstattung könnte unterbunden werden. Das Gesetz ist grundsätzlich sehr technologieoffen formuliert und könnte dem Finanzstandort Deutschland einen wichtigen Wettbewerbsvorsprung liefern. Welche DLT-Infrastrukturen (Layer-1- Lösungen) für die Begebung von E-Wertpapieren sich am besten eignen, wird sich zeigen. Die BaFin hat im Zuge der eWpG-Einführung ein öffentliches Register erstellt, in dem sämtliche Finanzinstrumente aufgelistet sind, die bislang als Krypto-Wertpapier emittiert wurden. Diese **Kryptowertpapierliste nach eWpG** kann über die Homepage der BaFin aufgerufen werden.<sup>29</sup>

## KAGB

Mit dem **Gesetz zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland** hat der deutsche Gesetzgeber im Sommer 2021 den Grundstein für institutionelle Investments in Krypto-Assets gelegt. Konkret wird damit das **Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)** überarbeitet, welches es **offenen inländischen Spezialfonds** die Möglichkeit bietet, bis zu **20 % des Fondsvermögens** in Krypto-Assets zu investieren.<sup>30</sup> Damit hat sich der Gesetzgeber an bestehende Grenzen im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) angelehnt, die dazu dienen, eine Überallokation von Fonds in bestimmte Anlageklassen zu verhindern. Inwieweit die Regelung dazu führt, dass Vermögensverwalter verstärkt in Krypto-Assets investieren, ist aus heutiger Sicht nicht eindeutig auszumachen. Differenziert man dabei zwischen Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Family-Offices und Unternehmen, ergibt sich ein geteiltes Bild. Aus der Sicht von **Versicherungsgesellschaften** müssen voraussichtlich aufgrund der teils enormen Volatilität von Krypto-Assets interne Anlage-Richtlinien und Anlagekontrollen angepasst werden.<sup>31</sup> **Pensionsfonds** werden aufgrund versicherungsrechtlicher Anforderungen tendenziell Abstand von Investments in diese recht neue Anlageklasse nehmen. Aus der Sicht von **Family-Offices** und Unternehmen, die nicht an etwaige Restriktionen gebunden sind, wirkt die Neuregelung attraktiv, da sie vermeintlich geringe regulatorische Hürden auferlegt bekommen. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass ein Großteil des in Spezialfonds investierten Kapitals von Banken und anderen großen Finanzdienstleistern selbst stammt. Diese unterliegen regelmäßig den Rahmenbedingungen der **Capital Requirement Regulation (CRR)**,

<sup>29</sup> Vgl. BaFin (2022): [https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Kryptowertpapiere/kryptowertpapiere\\_artikel.html?nn=17227056](https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Kryptowertpapiere/kryptowertpapiere_artikel.html?nn=17227056)

<sup>30</sup> vgl. Bundesministerium der Finanzen (2021)

<sup>31</sup> vgl. Sandner (2021)

welche bei Investitionen in Krypto-Assets eine hohe Risikoprämie erfordern und folglich die direkten Investments in Krypto-Assets wenig rentabel erscheinen lassen.

## Glossar

Begriff	Erklärung
CBDC	Central Bank digital currency – digitales Zentralbankgeld, welches genau wie Fiatgeld, Tauscheigenschaften aufweist.
Krypto-Staking	Bei Blockchain-Systemen, die auf den Proof-of-Stake-Konsensmechanismus zurückgreifen (z.B. Ethereum, Cardano, Avalanche usw.) müssen Collaterals in Form von Coins hinterlegt werden, um die Transaktionen zu validieren. Für die Validierung dieser Transaktionen erhalten die Netzwerkteilnehmer Rewards, die sich an der Höhe ihrer Einlagen berechnen. Dieses Collateral kann von Netzwerk-Teilnehmern verwendet werden, um passive Einkommen zu generieren.
VASP	Virtual Asset Service Provider – Finanzdienstleister, der digitale Assets im Auftrag der/des Kunden verwaltet.

## Literatur

- BaFin (2022): Publikationen, [BaFin - Publikation](#)
- BaFin (2021): Meldung Coinbase, [BaFin - Meldung Coinbase](#) (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- BaFin (2020): Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft, [BaFin - Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft](#) (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- Bundesministerium der Finanzen (2021): Gesetz zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland, [BMF - Gesetzesvorhaben - FoStoG](#) (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- Bundesministerium der Finanzen (2021): KryptoWTransferV - [BMF - KryptoWTransferV](#)
- BMJV (2021): Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, [BMJ - Einführung elektronischer Wertpapiere](#) (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- Brühl, Volker (2021): Decentralized Finance – wie die Tokenisierung die Finanzindustrie verändert, in: ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
- EU-Kommission (2020): 591 – Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0591> (zul. aufgerufen am 24.02.2022)

- EU-Kommission (2020): 593 – Markets in Crypto Assets (MiCa), [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0022.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0022.02/DOC_1&format=PDF) (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- EU-Kommission (2020): 594 - Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0594&from=EN> (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- Feirreira, Agata und Sandner, Philipp (2021): EU Search for regulatory answers to crypto assets and their place in the financial markets infrastructure
- Fußwinkel, Oliver und Kreiterling, Christoph (2018): Blockchain-Technologie – Gedanken zur Regulierung, in: BaFin Perspektiven, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp\\_18-1\\_Beitrag\\_Fusswinkel.html?nn=11056122#doc11330872bodyText4](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_Beitrag_Fusswinkel.html?nn=11056122#doc11330872bodyText4) (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- Lehman, Matthias (2021): Stellungnahme Referentenentwurf für ein Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG), [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze\\_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung\\_VII/19\\_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-uni-wien.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-uni-wien.pdf?__blob=publicationFile&v=2) (zul. aufgerufen am 24.02.2022)
- Sandner, Philipp (2021): Germany's „Fund Location Act“ Allows Funds To Allocate Up To 20% Of Their Assets In Bitcoin and Other Crypto Assets, in: Forbes, <https://www.forbes.com/sites/philippsandner/2021/11/30/germanys-fund-location-act-allows-funds-to-allocate-up-to-20-of-their-assets-in-bitcoin-and-other-crypto-assets/> (zul. aufgerufen am 24.02.2022)