

FRANKFURT | 1. MÄRZ 2023

# Von ICO über STO zu Kryptowertpapieren – Die Tokenisierung des Finanzmarktes

*Dr. Timo Bernau*



YOUR PERSPECTIVE.  
GSK.DE | GSK-LUX.COM



- 1 | Marktüberblick
- 2 | Regulierung - Deutschland ein Front-Runner und doch hinterher
- 3 | „DLT Sandbox“ - DLT-Pilotregime VO (EU) 2022/858
- 4 | Regulierung - Europa, gut Ding braucht Weile?
- 5 | Fazit



# 1 | Marktüberblick



YOUR PERSPECTIVE.  
[GSK.DE](http://GSK.DE) | [GSK-LUX.COM](http://GSK-LUX.COM)



# Deutsche Akteure positionieren sich im Bereich der digitalen und DLT-basierten Wertpapiere (Auszug).

Unternehmen						
Marktsegment	Markt Infrastruktur	Bank	FinTech	Bank	Bank	FinTech
Initiative / genutzte Plattform	D7	Crypto registry / SWIAT (Deka Tochter)	Cryptoport	Crypto registry	Weinberg DLT / SWIAT	Smart Registry
Beschreibung	Digitale Emissionsplattform für elektronische Wertpapiere	DLT-basierte Emissionsplattform für Krypto-Wertpapiere	DLT-basierte Emissionsplattform für Krypto-Wertpapiere	DLT-basierte Emissionsplattform für Krypto-Wertpapiere und Krypto-Fonds	Digitale Plattform für Asset Backed CP (Security Tokens)	DLT-basierte Emissionsplattform für Krypto-Wertpapiere
Rechtsprechung / Regulierung	Deutschland / eWpG / MiFID	Deutschland / eWpG / MiFID	Deutschland / eWpG / MiFID	Deutschland / eWpG / MiFID	Deutschland / MiFID	Deutschland / eWpG / MiFID
Go Live	Erste Schuldverschreibung November 2022	Erste Schuldverschreibung Dezember 2021	Erste Schuldverschreibung Dezember 2021	Erste Schuldverschreibung April 2022	Erste Schuldverschreibung Februar 2019	Erste Schuldverschreibung Mai 2022



# Globale Akteure positionieren sich im Bereich der digitalen und DLT-basierten Wertpapiere (Auszug\*).

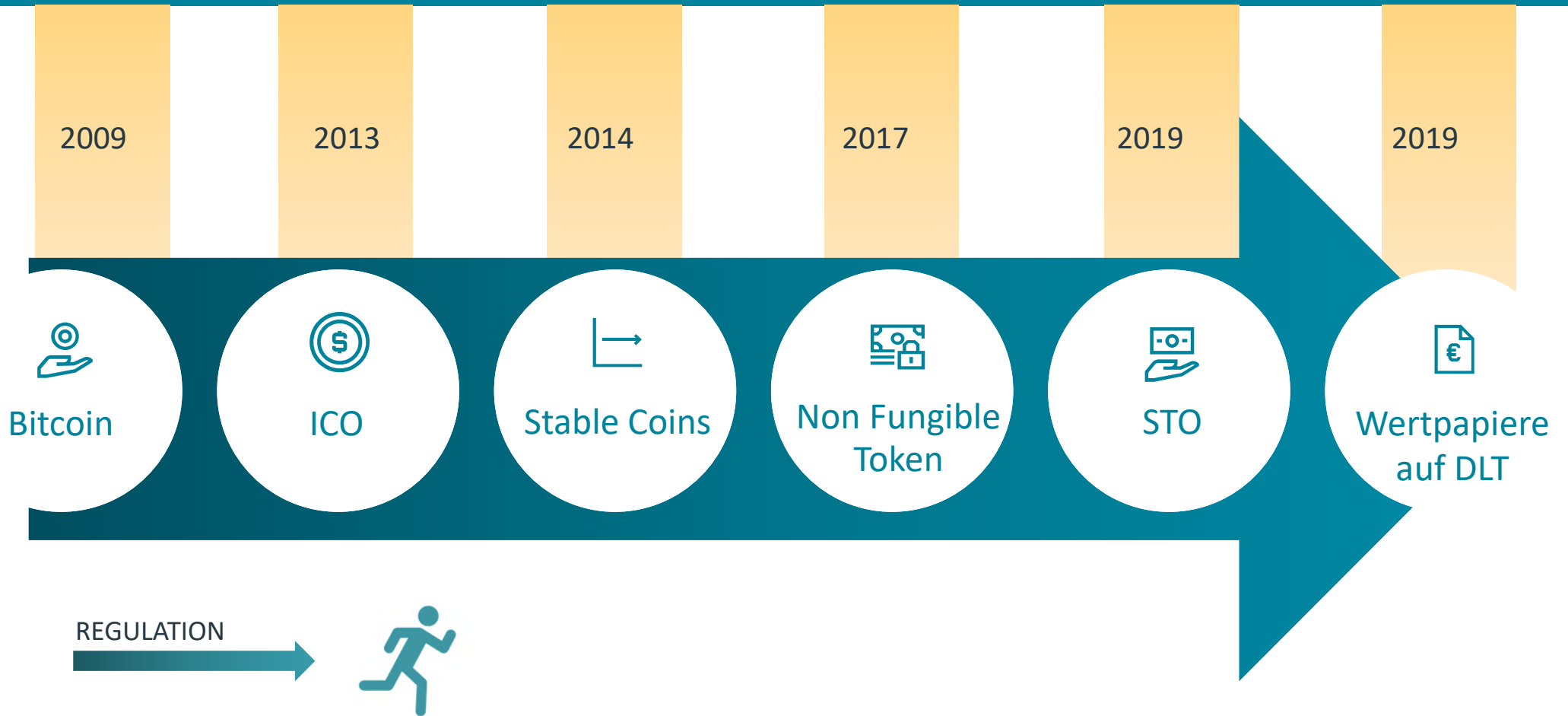
Unternehmen						
Marktsegment	Bank	Bank	Bank	Bank	Bank	Bank
Initiative / genutzte Plattform	Forge	SIX Digital Exchange (SDX)	HSBC Orion	GS DAP	Cashlink Crypto Register	JPM Onyx, HSBC Orion
Beschreibung	Emission und Verwaltung von DLT-nativen Finanzprodukten	DLT-basierte Emissions- und Handelsplattform	DLT-basierte Plattform zur Tokenisierung von Anleihen	DLT-basierte Emissionsplattform für Unternehmensanleihen	DLT-basierte Emission von Floatern	Handel und Verwahrung von festverzinslichen Wertpapieren
Rechtsprechung / Regulierung	Frankreich / Französisches Finanzgesetzbuch / MiFID	Schweiz / Bundesgesetz zu Entwicklungen im DLT	Luxemburg / Blockchain Acts / MiFID	Frankreich / Französisches Finanzgesetzbuch / MiFID	Deutschland / eWpG / MiFID	Frankreich / Französisches Finanzgesetzbuch / MiFID
Go Live	Erste Schuldverschreibung 2020	Erste Schuldverschreibung November 2022	Erste Schuldverschreibung Februar 2023	Erste Schuldverschreibung November 2022	Erste Schuldverschreibung Dezember 2022	Erste Schuldverschreibung Februar 2023

\* Zu den anderen Finanzinstituten mit DLT-Aktivitäten gehören: Standard Chartered, Citi, BNP Paribas, State Street, BNY Mellon, Euroclear, Blackrock.

## 2 | Regulierung – Deutschland ein Front-Runner und doch hinterher



# Ein Blick zurück - Evolution der Token (zeitliche Betrachtung)



# ➤ Evolution der Token – was ist das eigentlich was?





# ➤ Evolution der Token – was ist das eigentlich regulatorisch betrachtet?





Krypto-  
währungen

- = Rechnungseinheiten / Finanzinstrumente im Sinne des Kreditwesengesetzes (KWG) (a.A. u.a KG Berlin)
- ≠ Finanzinstrumente im Sinne der MiFID/WpHG
- ≠ Vermögensanlage im Sinne des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG)
- ≠ Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes
- ≠ Gesetzliches Zahlungsmittel / E-Geld



Krypto-  
währungen

- = Erlaubnispflicht u.a. für Vermittlung und Handel (KWG) in Deutschland
- ≠ Erlaubnispflicht Verwahrung
- ≠ Wohlverhaltenspflichten
- ≠ Marktverhaltensregeln (z.B. Insider Trading, Marktmanipulation)
- ≠ Prospektpflicht / Whitepaper oÄ
- ≠ EU-Harmonisierung / EU Pass

 **Bitbond** | STO

Tokenisierte  
Vermögens-  
anlagen

- = Nachrangdarlehen, Genussrechte usw. als Wertpapiere sui generis **Finanzinstrumente** im Sinne des KWG
- = **Wertpapiere** im Sinne der MiFID = WpHG + WpPG
- = Erlaubnispflicht u.a. für Vermittlung und Handel (KWG) innerhalb EU
- = **Wohlverhaltenspflichten**
- = **Marktverhaltensregeln** (z.B. Insider Trading, Marktmanipulation)
- = **Prospektpflicht** od. WIB/PRIPS (EU-Prospektrichtlinie)
- ≠ **Schuldverschreibung** im zivilrechtlichen / handelsrechtlichen Sinne
- ≠ **Erlaubnispflicht** Verwahrung im Sinne des DepotG (h.M. mangels Verbriefung)



Bitbond | STO

## Kryptowerte im KWG

- digitale Darstellungen eines Wertes, der**
- von **keiner Zentralbank** oder **öffentlichen Stelle emittiert** wurde oder **garantiert** wird und
  - nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber
  - von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer
    - Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als
    - **Tausch- oder Zahlungsmittel** akzeptiert wird oder
    - **Anlagezwecken** dient und der
  - auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann.
- Achtung:** Weiter als Definition in 5. EU-GeldwäscheRL und anders als in MiCAR



Bitbond | STO

Kryptowerte  
im KWG

- = Kryptowährungen
- = Anlagetoken ohne Zahlungs- und Tauschfunktion (z.B. Security Token oder Investment Token)
- ≠ Echte Utility Token (sofern ohne Anlagezwecke und Zahlungsfunktion)
- ± Non Fungible Token (NFT) (Anlagezwecke)
- ≠ E-Geld
- ≠ Staatliche Währungen
- ≠ Wertpapierurkunden



Bitbond | STO

Kryptowerte  
im KWG

- = Erlaubnispflicht i.a. für Vermittlung und Handel (KWG) in Deutschland
  - = Erlaubnispflicht Verwahrung od. Verwaltung (**Kryptoverwahrungsgeschäft**)
  - ≠ Wohlverhaltenspflichten
  - ≠ Marktverhaltensregeln (z.B. Insider Trading, Marktmanipulation)
  - ≠ Prospektpflicht / Whitepaper oÄ
  - ≠ EU-Harmonisierung / EU Pass
- Achtung: Anders bei gleichzeitiger Einordnung als MiFID Finanzinstrument (z.B. STO – siehe vorstehend)

## DekaBank

### Kryptowert- papiere

- = eine Form von **dematerialisierten** Wertpapieren nach dem eWpG (neben elektronischen Schuldverschreibungen)
- = Inhaberschuldverschreibungen (z.B. Anleihen, Wandelanleihen, Genuss- und Optionsscheine, Zertifikate, strukturierte Schuldverschreibungen)
- = Führen eines Kryptowertpapierregisters als erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung nach dem KWG (**Kryptowertpapierregisterführung**)
- = **Direkte Einzeleintragung des Inhabers möglich (ohne Verwahrung)**
- = Wohlverhaltenspflichten
- = Marktverhaltensregeln (z.B. Insider Trading, Marktmanipulation)
- = Prospektpflicht und EU-Pass



?

Krypto-  
fondsanteile

- = eine Form von **dematerialisierten** Anteilsscheinen
- = Nur für Sondervermögen (offen/geschlossen)
- = keine Kryptofondsanteile bei Investment-AG/Investment-KG
- = Kryptoregisterführung durch Verwahrstelle (nach KAGB) oder durch diese beauftragten Kryptowertpapierregisterführer
- = Weitere Einbindung Verwahrstelle beim Anteilscheingeschäft

**1. Juni 2021:** Fondsstandortgesetz ermöglicht Investitionen in Kryptowerte durch Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen



## § 284 KAGB

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann bei offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen von den §§ 192 bis 211, 218 bis 224 und 230 bis 260d abweichen, wenn.....

2. für den entsprechenden Spezial-AIF nur die folgenden Vermögensgegenstände erworben werden:

a) Wertpapiere,

[...]

j) **Kryptowerte im Sinne von § 1 Absatz 11 Satz 4 des KwG zu Anlagezwecken, wenn deren Verkehrswert ermittelt werden kann;**

(3) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für einen offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen [...]

**2. Kryptowerte nur jeweils bis zu 20%** des Wertes des offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen anlegen



### 3 | „DLT Sandbox“ DLT-Pilotregime VO (EU) 2022/858



YOUR PERSPECTIVE.  
[GSK.DE](https://www.gsk.de) | [GSK-LUX.COM](https://www.gsk-lux.com)



DLT-Pilotregime  
VO (EU) 2022/858:

Wirkung:

Begrenzung:

- Erste „Regulatory Sandbox“ in Deutschland überhaupt!
- Bereitstellung einer Kryptoinfrastruktur
- Regelt:
  - DLT-MTF (Handelsystem)
  - DLT-SS (Abwicklungssystem)
  - DLT-TSS (Beides kombiniert)
- Antrag ab 23.03.2023: MiFID Firms
- Ausnahmen von bestehenden Vorschriften (MiFID II, SFD, CSDR)
- Teilnehmerkreis: (auch) natürliche Personen
- **Befreiung von Pflicht zur Einbuchung in das Effekten giro**
- Nur für Wertpapiere i.S.d. MiFID2 (STO + Kryptowertpapiere)
- Begrenzung: für sechs Jahre und limitiertes Volumen



## 4 | Regulierung - Europa, gut Ding braucht Weile?



YOUR PERSPECTIVE.  
GSK.DE | GSK-LUX.COM



# Markets in Crypto Asset Regulation (MiCAR)

## Aktueller Stand des Verfahrens

24.09.2020

13.11.2020

14.03.2022

30.06.2022

5.10.2022



Kommissions-  
Vorschlag

Europäisches  
Parlament,  
**1. Lesung**

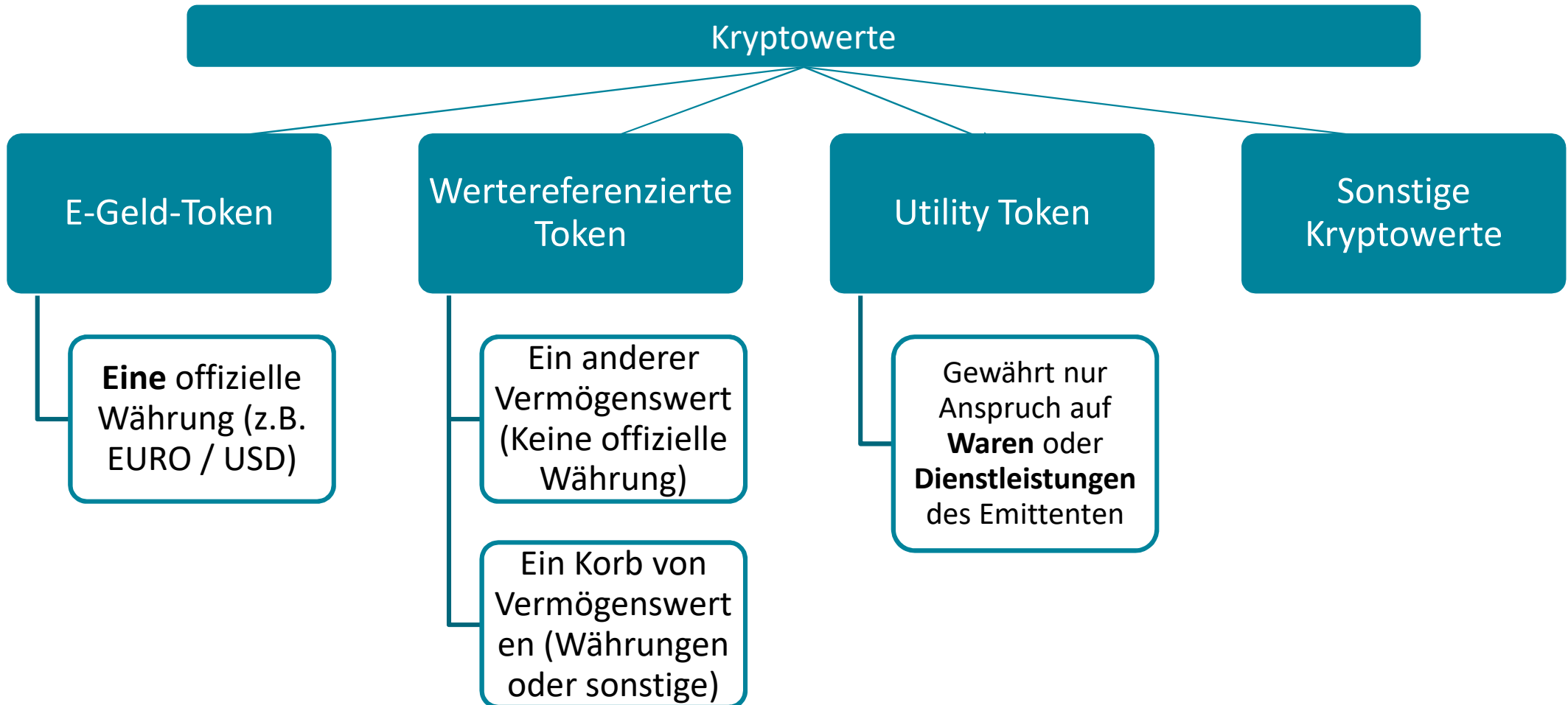
ECON

Trilog  
Europäisches  
Parlament,  
**Ministerrat**

Verabschiedung  
**vorläufiger  
Gesetzestext**



Veröffentlichung im Amtsblatt?





# AUSGENOMMEN

## Dezentrale Token

Kryptowerte **ohne Emittent** oder andere **zentralisierte Einheit (Bitcoin)**  
ACHTUNG:  
Dienstleistungen in Bezug auf solche Kryptowerte aber reguliert

## Loyalty Token

**Nicht übertragbare** Kryptowerte, sondern nur beim Emittenten oder Anbieter eingetauscht werden könnten (z.B. Loyalty Programme).

## NFT

**Einzigartige Non Fungible Token** (mit Ausnahme von Kollektionen, Serien, Fraktionalisierte Stücke)

## Finanzinstrumente

Anderweitig **EU-Regulierte** Instrumente (Einlagen, Finanzinstrumente)





## 5 | Fazit



YOUR PERSPECTIVE.  
[GSK.DE](http://GSK.DE) | [GSK-LUX.COM](http://GSK-LUX.COM)



Wie Fragen sind noch völlig offen  
und die Entwicklung rast weiter!

NFT

DeFi

ESG

PoW

DAO

ZivilR

Tax

Virtual  
Shares

# ➤ Wie sieht die Zukunft aus?



Vielen Dank für Ihre  
Aufmerksamkeit!



YOUR PERSPECTIVE.  
GSK.DE | GSK-LUX.COM





## Ihr Ansprechpartner

Dr. Timo Bernau  
Karl-Scharnagl-Ring 8  
80539 München  
T +49 89 288174-54  
timo.berna@gsk.de

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2023 GSK Stockmann. Alle Rechte vorbehalten. Der Name GSK Stockmann und das Logo sind eingetragene Markenzeichen.



YOUR PERSPECTIVE.  
**GSK.DE | GSK-LUX.COM**