



Regulierung von Token in Deutschland

Regulierung von Token in Deutschland

A. Qualifikation von Token

Tokenart		Zivilrecht	Aufsichtsrecht	
			Prospektrecht und WpHG	Bankaufsichtsrecht
Debt Token	Zentralregisterwertpapier	Sie werden mit Sachen und einem physischen Wertpapier gleichgesetzt. ¹	Sie sind als Wertpapier i. S. d. WpPG und des WpHG anzusehen, weil sie hinreichend handelbar sind und typische Rechte verkörpern. ²	Im Grundsatz sind alle Debt Token und Equity Token Kryptowerte und damit Finanzinstrumente i. S. d. KWG. ³
	Kryptowertpapier			
	Übrige Debt Token	Mangels Verbriefung können sie keine Sache und kein Wertpapier im zivilrechtlichen Sinne sein. In Betracht kommt eine Einordnung als sonstiger Vermögenswert. ⁵	Trotz fehlender Verbriefung können sie als Wertpapier i. S. d. WpPG und des WpHG eingeordnet werden. Dazu müssen sie mit klassischen Wertpapieren funktional vergleichbar sein. ⁶ Alternativ kann die Einstufung als Vermögensanlage erfolgen, wenn sie einem Investment dienen. ⁷ Die BaFin führt eine Einzelfallprüfung durch. ⁸	
Equity Token				Daneben können sie als ein klassisches Finanzinstrument i. S. d. KWG eingeordnet werden (v. a. Aktien, Schuldverschreibungen, Genussscheine). ⁴

¹ § 2 Abs. 2, 3 eWpG.

² Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II, Art. 2 lit. a) EU-ProspektVO, § 2 Nr. 1 WpPG, § 2 Abs. 1 WpHG, § 2 Abs. 2 und 3, § 12 Abs. 3, §§ 25, 26 eWpG.

³ § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 und Satz 4 KWG.

⁴ Siehe § 1 Abs. 11 Satz 1 Nrn. 1 bis 4 KWG.

⁵ Schäfer/Eckhold, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 45 ff., 50.

⁶ Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II, Art. 2 lit. a) EU-ProspektVO, § 2 Nr. 1 WpPG, § 2 Abs. 1 und Abs. 4 Nr. 1 WpHG.

⁷ Vgl. § 1 Abs. 2 Nr. 1 und Nr. 7 VermAnlG. Zur Einordnung: *van AubeI*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 136 ff.

⁸ Dabei können Instrumente, die bislang als Vermögensanlagen eingeordnet wurden, aufgrund der Blockchain-Technologie derart handelbar werden, dass sie als Wertpapiere einzuordnen sind, siehe BaFin, Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe

Tokenart	Zivilrecht	Aufsichtsrecht	
		Prospektrecht und WpHG	Bankaufsichtsrecht
Currency Token	Mangels Verbriefung können sie keine Sache und kein Wertpapier im zivilrechtlichen Sinne sein. Sie stellen auch kein Buchgeld oder E-Geld dar, weil dem Zahlungsmittelinhaber kein Anspruch gegen den Emittenten zusteht. Da sie nicht von einem Hoheitsträger herausgegeben werden, stellen sie ferner keine Währung dar. Aufgrund ihrer Handelbarkeit lassen sie sich als immaterieller Vermögenswert einordnen. ⁹	Laut EuGH stellen sie im Steuerrecht ein vertragliches Zahlungsmittel und kein Wertpapier dar. ¹⁰ Demzufolge dürften sie auch nicht als Wertpapiere im Sinne des Prospektrechts anzusehen sein. ¹¹ Sofern man sie als Zahlungsinstrumente im aufsichtsrechtlichen Sinne einordnet, können sie nicht unter den prospektrechtlichen Wertpapierbegriff fallen. ¹² Ferner fallen sie nicht unter den Begriff des Finanzinstruments i. S. d. WpHG. ¹³	Laut BaFin ¹⁴ handelt es sich um Finanzinstrumente in Form von Rechnungseinheiten. ¹⁵ Die Rspr. lehnt diese Einordnung ab. ¹⁶ Jedenfalls fallen Currency Token unter den neuen Rechtsbegriff des Kryptowerts und sind auf diese Weise Finanzinstrumente i. S. d. KWG. ¹⁷

sogenannter Krypto-Token, S. 6 f.; BaFin, Erstes Hinweisschreiben zu Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, 2018, S. 2.

⁹ Zum Ganzen: *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 32 ff.; *van Aubel*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 39 ff.; *Möllenkamp/Shmatenko*, in: Hoeren/Sieber/Holznagel MMR-HdB, 54. EL 2020, Teil 13.6 Rn. 32 ff.

¹⁰ EuGH, Urteil vom 22.10.2015 - C-264/14 Skatteverket / Hedqvist, MMR 2016, 201 Rn. 42, 55.

¹¹ Vgl. auch *van Aubel*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 136.

¹² Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II, Art. 2 lit. a) EU-ProspektVO, § 2 Nr. 1 WpPG und § 2 Abs. 1 WpHG.

¹³ § 2 Abs. 4 WpHG. Der Begriff des Finanzinstruments im WpHG ist nicht identisch mit jenem des KWG, vgl. *Bialluch-von Allwörden/von Allwörden*, WM 2018, 2118, 2123.

¹⁴ BaFin, Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token, S. 11.

¹⁵ § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 7 Alt. 2 KWG.

¹⁶ KG NJW 2018, 3734.

¹⁷ § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 und Satz 4 KWG.

Tokenart	Zivilrecht	Aufsichtsrecht	
		Prospektrecht und WpHG	Bankaufsichtsrecht
Utility Token	Mangels Verbriefung können sie keine Sache und kein Wertpapier im zivilrechtlichen Sinne sein. Aufgrund ihrer Handelbarkeit lassen sie sich als immaterieller Vermögenswert einordnen. ¹⁸	<p>Laut BaFin stellen sie grds. keine Wertpapiere i. S. d. WpPG oder Vermögensanlagen i. S. d. VermAnlG dar.¹⁹ Damit dürften sie auch keine Wertpapiere i. S. d. WpHG darstellen. Diese Einstufung ändert sich, sobald Utility Token zu Anlagezwecken genutzt werden.²⁰</p> <p>Künftig sollen sie als Kryptowerte i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 2 MiCAR-E reguliert werden.</p>	<p>Laut BaFin stellen sie grds. keine Finanzinstrumente i. S. d. KWG dar.²¹</p> <p>Auch eine Einordnung als Kryptowert scheidet i. d. R. aus.²²</p>

¹⁸ Zum Ganzen: *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 41 ff.; *van Aubele*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 39 ff.

¹⁹ BaFin, Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token, S. 5.

²⁰ *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 55.

²¹ BaFin, Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token, S. 5, 11.

²² *Schwennicke*, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl. 2021, § 1 KWG Rn. 257, 259.

B. Entstehung und Begebung von Token (Initial Token Offering, Token Generating Event, Primärmarkt)

Tokenart		Zivilrecht	Aufsichtsrecht	
			Prospektpflicht	KWG-Erlaubnis und WpHG
Debt Token	Zentralregisterwertpapier	Sie entstehen durch Abschluss eines Begebungsvertrages und Sammel- oder Einzeleintragung im Zentralregister. ²³ Bei Sammeleintragung erfolgt eine Einbuchung in den Effekten giroverkehr. ²⁴	Im Grundsatz besteht eine Prospektspflicht bei einem öffentlichen Angebot im Inland oder bei Zulassung des elektronischen Wertpapiers zum Handel in einem Regulierten Markt. ²⁵	Insbesondere die Anlagevermittlung, Anlageberatung, Abschlussvermittlung und die Platzierung von elektronischen Wertpapieren sind erlaubnispflichtig. ²⁶ Dabei sind umfangreiche Verhaltens- und Organisationspflichten des WpHG zu beachten. ²⁷
	Kryptowertpapier	Sie entstehen durch Abschluss eines Begebungsvertrages und Sammel- oder Einzeleintragung in das Kryptowertpapierregister. ²⁸ Bei Einzeleintragung richtet sich die Übertragung nach speziellen Vorschriften des eWpG. ²⁹		

²³ § 2 Abs. 1, § 4 Abs. 1 Nr. 1 und Abs. 4, § 12 Abs. 1, § 8 Abs. 1 eWpG.

²⁴ § 12 Abs. 3 eWpG.

²⁵ Art. 3 Abs. 1 und Abs. 3 EUProspekt-VO.

²⁶ § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG i. V. m. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nrn. 1, 1a, 1c und Nr. 2 KWG.

²⁷ §§ 63 ff., § 2 Abs. 1 Nr. 3 WpHG, § 2 Abs. 2 eWpG.

²⁸ § 2 Abs. 1, § 4 Abs. 1 Nr. 2 und Abs. 4, § 16 Abs. 1, § 8 Abs. 1 eWpG.

²⁹ §§ 24 ff. eWpG.

³⁰ § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG n. F.

³¹ Vgl. § 16 Abs. 1 Satz 2 eWpG.

Tokenart		Zivilrecht	Aufsichtsrecht	
			Prospektpflicht	KWG-Erlaubnis und WpHG
Debt Token	Übrige Debt Token	Sie werden von einem Emittenten erstmalig an einen Erwerber ausgegeben. Schuldrechtlich dürfte es sich dabei um einen Vertrag sui generis mit kauf- oder tauschvertraglichen Elementen über einen sonstigen Gegenstand handeln. ³² Auf dinglicher Ebene könnte die Übertragung automatisch mit Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts, per Realakt oder Einigung über den Übergang eines sonstigen Rechts ³³ erfolgen. ³⁴	Im Falle eines öffentlichen Angebots im Inland kann eine Prospektspflicht bestehen. ³⁵	Soweit sie als Finanzinstrumente i. S. d. KWG einzuordnen sind, bedürfen insbesondere die Anlagevermittlung, Anlageberatung, Abschlussvermittlung und die Platzierung einer KWG-Erlaubnis. ³⁷ Dabei sind umfangreiche Verhaltens- und Organisationspflichten des WpHG zu beachten. ³⁸ Die Eigenemission bedarf keiner KWG-Erlaubnis. ³⁹
Equity Token			Soweit keine besonderen Vorschriften zur Prospektveröffentlichung gelten, kann es zur allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung für Angaben in Veröffentlichungen des Emittenten kommen, insbesondere für solche im Whitepaper. ³⁶	

³² §§ 480, 433 ff. BGB, vgl. Schäfer/Eckhold, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 51.

³³ §§ 413, 398 BGB.

³⁴ Zum Streitstand: Schäfer/Eckhold, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 52; van Aubel, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 44 ff.

³⁵ Art. 3 Abs. 1 EUProspekt-VO oder § 6 VermAnlG, siehe BaFin, Erstes Hinweisschreiben zu Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, 2018, S. 3 f.

³⁶ LG Berlin Teilurteil v. 27.5.2020 – 2 O 322/18, BeckRS 2020, 32005 Rn. 84 ff.

³⁷ § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG i.V.m. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nrn. 1, 1a, 1c und Nr. 2 KWG. BaFin, Erstes Hinweisschreiben zu Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, 2018, S. 4.

³⁸ §§ 63 ff. WpHG, Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II, § 2 Abs. 1 und Abs. 4 WpHG, ggf. i. V. m. § 1 Abs. 2 VermAnlG.

³⁹ Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 5. Aufl. 2016, § 1 KWG Rn. 113 und 116.

Tokenart	Zivilrecht	Aufsichtsrecht	
		Prospektpflicht	KWG-Erlaubnis und WpHG
Currency Token	Sie werden von einem Emittenten erstmalig an einen Erwerber (meist gegen Fiat-Geld) ausgegeben, begründen aber keine Forderung gegen den Emittenten. Schuldrechtlich dürfte es sich beim Erwerbsgeschäft um einen Kauf- oder Tauschvertrag handeln. ⁴⁰ Auf dinglicher Ebene könnte die Übertragung automatisch mit Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts, per Realakt oder Einigung über den Übergang eines sonstigen Rechts ⁴¹ erfolgen. ⁴²	<p>Eine spezialgesetzliche Prospektpflicht scheidet mangels Einordnung als Wertpapier oder Vermögensanlage im aufsichtsrechtlichen Sinne aus.</p> <p>Offen ist, ob die allgemeinen Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung greifen.</p>	<p>Insbesondere die Anlagevermittlung, Anlageberatung, Abschlussvermittlung und die Platzierung von Currency Token sind wegen der Erstreckung auf Kryptowerte erlaubnispflichtig.⁴³ Da es sich nicht um Finanzinstrumente i. S. d. WpHG handelt, können die besonderen Verhaltens- und Organisationspflichten des WpHG insoweit nicht greifen.⁴⁴</p> <p>Die Eigenemission bedarf keiner KWG-Erlaubnis.⁴⁵</p>

⁴⁰ §§ 480, 433 ff. BGB, vgl. *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 37.

⁴¹ §§ 413, 398 BGB.

⁴² Zum Streitstand siehe etwa *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 39 f.; *van Aubel*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 44 ff.; *Möllenkamp/Shmatenko*, in: Hoeren/Sieber/Holznagel MMR-HdB, 54. EL 2020, Teil 13.6 Rn. 68 ff.

⁴³ § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG i.V.m. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nrn. 1, 1a, 1c und Nr. 2 KWG i.V.m. § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 und Satz 4 KWG. BaFin, Erstes Hinweis-schreiben zu Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, 2018, S. 4.

⁴⁴ Vgl. *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 85.

⁴⁵ Vgl. *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 5. Aufl. 2016, § 1 KWG Rn. 113 und 116.

Tokenart	Zivilrecht	Aufsichtsrecht	
		Prospektpflicht	KWG-Erlaubnis und WpHG
Utility Token	Sie werden von einem Emittenten erstmalig an einen Erwerber ausgegeben. Schuldrechtlich dürfte es sich dabei um einen Vertrag sui generis mit kauf- oder tauschrechtlichen Elementen über einen sonstigen Gegenstand handeln. ⁴⁶ Auf dinglicher Ebene könnte die Übertragung automatisch mit Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts, per Realakt oder Einigung über den Übergang eines sonstigen Rechts ⁴⁷ erfolgen. ⁴⁸	<p>Soweit sie keine Wertpapiere oder Vermögensanlagen darstellen, besteht keine spezialgesetzliche Prospektpflicht.</p> <p>Offen ist, ob die allgemeinen Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung greifen.</p> <p>Künftig soll es nach dem Vorbild der EU-Prospekt-VO eine sog. Whitepaper-Publizitätspflicht für öffentliche Angebote und eine Zulassung der Token zum Handel geben.⁴⁹</p>	Soweit sie keine Finanzinstrumente i. S. d. KWG darstellen, bedarf es für Dienstleistungen keiner KWG-Erlaubnis. Auch die umfangreichen Verhaltens- und Organisationspflichten des WpHG greifen im Grundsatz nicht. ⁵⁰ Es kann aber allgemeines Aufsichtsrecht gelten (insbesondere die GewO).

⁴⁶ §§ 453, 433 ff. BGB, vgl. Schäfer/Eckhold, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 43.

⁴⁷ §§ 413, 398 BGB.

⁴⁸ Zum Streitstand: Schäfer/Eckhold, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 44; van Aubel, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 44 ff.

⁴⁹ Art. 4 Abs. 1 und Art. 10, Art. 3 Abs. 1 Nr. 7 MiCAR-E. Die inhaltlichen Anforderungen ergeben sich aus Art. 5 MiCAR-E.

⁵⁰ Vgl. Kumpan, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 86.

C. Verwahrung von Token

Tokenart		Zivilrecht	Bankaufsichtsrecht
Debt Token	Zentralregisterwertpapier	Der Zentralverwahrer oder eine Depotbank wird als Inhaber eingetragen und hält das Wertpapier treuhänderisch für den Berechtigten (Sammeleintragung). ⁵¹ Das DepotG findet auch auf elektronische Wertpapiere Anwendung. ⁵² Es finden grds. die Regel der Verwahrung Anwendung. ⁵³ Alternativ kann der Berechtigte selbst eingetragen werden, (Einzeleintragung). ⁵⁴	Die Verwahrung und Verwaltung von (elektronischen) Wertpapieren für andere (Depotgeschäft), die Tätigkeit als Zentralverwahrer und die Führung eines Kryptowertpapierregisters sind erlaubnispflichtige Bankgeschäfte. ⁵⁵ Diese Tatbestände gehen dem Kryptoverwahrgeschäft ⁵⁶ , das vor allem Wallet-Dienstleistungen erfasst, vor. ⁵⁷
	Kryptowertpapier		
	Übrige Debt Token	Der Berechtigte hält die Token entweder selbst oder gibt sie einem Wallet-Provider in Verwahrung. Auf die Verwahrung könnten die Regeln über den Verwahrungsvertrag ⁵⁸ analog angewendet werden.	Die Verwahrung, Verwaltung und Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln von Kryptowerten und Kryptowertpapieren für andere (Kryptoverwahrgeschäft) sind erlaubnispflichtig. ⁵⁹ Das Aufbewahren der Token durch den Inhaber selbst ist nicht erlaubnispflichtig. ⁶⁰
Equity Token			
Currency Token			

⁵¹ § 3 Abs. 2, § 4 Abs. 6, § 8 Abs. 1 Nr. 1, § 9 Abs. 1 und 2 eWpG.

⁵² § 1 Abs. 1 Satz 3 DepotG n.F., § 9b DepotG n.F.

⁵³ §§ 688 ff. BGB i. V. m. § 2 Abs. 2 und 3 eWpG. Allgemein zur Verwahrung: *Henssler*, in: MüKo-BGB, 8. Aufl. 2020 Rn. 37, § 688 Rn. 37.

⁵⁴ § 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG.

⁵⁵ § 32 Abs. 1 Satz 1, § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5, Nr. 6 und Nr. 8 KWG n. F. Beachte auch § 7 Abs. 4 eWpG.

⁵⁶ § 32 Abs. 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG n.F.

⁵⁷ BaFin, Merkblatt: Hinweise zum Tatbestand des Kryptoverwahrgeschäfts, 02.03.2020, Abschnitt II.

⁵⁸ §§ 688 ff. BGB.

⁵⁹ § 32 Abs. 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG n.F.

⁶⁰ BaFin, Merkblatt: Hinweise zum Tatbestand des Kryptoverwahrgeschäfts, 02.03.2020, Abschnitt I.2.

Tokenart	Zivilrecht	Bankaufsichtsrecht
Utility Token	Der Berechtigte hält die Token entweder selbst oder gibt sie einem Wallet-Provider in Verwahrung. Auf die Verwahrung dürften die Regeln über den Verwahrungsvertrag ⁶¹ analoge Anwendung finden.	Soweit sie nicht unter den Begriff des Finanzinstruments und des Kryptowerts fallen, bedarf es keiner KWG-Erlaubnis für die Verwahrung.

⁶¹ §§ 688 ff. BGB.

D. Handel mit Token (Sekundärmarkt)

Tokenart		Zivilrecht	Aufsichtsrecht
Debt Token	Zentralregisterwertpapier	Sie werden bei Sammeleintragung durch den Effekten giroverkehr übertragen. Für den gutgläubigen Erwerb gelten die allgemeinen Vorschriften der §§ 932 ff. BGB. Daher besteht Eignung ⁶² zum Handel über einen Handelsplatz.	<ul style="list-style-type: none"> • Der professionelle Eigenhandel bedarf einer KWG-Erlaubnis.⁶³ • Der Betrieb eines Handelsplatzes für Zentralregisterwertpapiere bedarf einer KWG-Erlaubnis.⁶⁴ Ferner gelten die besonderen Vorgaben des WpHG.⁶⁵ • Für ein zum Handel an einem RM, MTF oder OTF zugelassenes elektronisches Wertpapier gelten die Vorschriften der MAR, v. a. die Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation sowie die Ad-hoc-Publizitätspflicht.
	Kryptowertpapier	Bei einer Einzeleintragung erfolgt der Handel über eine dingliche Einigung, Weisung und Umtragung im Register; Verfügungen außerhalb sind unzulässig. ⁶⁶ Die Eignung zum Handel über einen Handelsplatz ist ungeklärt. ⁶⁷	<ul style="list-style-type: none"> • Der professionelle Eigenhandel bedarf einer KWG-Erlaubnis.⁶⁸ • Offen ist, inwieweit das Kryptowertpapierregister einen multilateralen Handel⁶⁹ über einen Handelsplatz ermöglichen kann. • Soweit die Kryptowertpapiere nicht über einen Handelsplatz gehandelt werden (können), gelten die KWG-Erlaubnispflicht, die Anforderungen des WpHG an den Betrieb und die Vorgaben der MAR zum Handel nicht.

⁶² Art. 3 Abs. 1 VO (EU) Nr. 909/2014 i. V. m. § 5 Abs. 1, § 48 Abs. 2 Nr. 7a BörsZulV, § 12 Abs. 1 und Abs. 3 eWpG, Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II.

⁶³ § 32 Abs. 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4, § 1 Abs. 11 Nr. 2 und 3 KWG, § 2 Abs. 2 eWpG.

⁶⁴ § 32 Abs. 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b und Nr. 1d, § 1 Abs. 11 Nr. 2 und 3 KWG, § 2 Abs. 2 eWpG.

⁶⁵ § 2 Abs. 1, § 2 Abs. 8 Nr. 8 und 9, §§ 72 ff. WpHG, § 2 Abs. 2 eWpG.

⁶⁶ §§ 24 bis 26 eWpG, § 3 Abs. 1 eWpG.

⁶⁷ *Wieneke/Kunz*, NZG 2021, 316, 322; *Patz*, BKR 2019, 435, 441 ff. Beachte aber die geplante EU-DLT-Pilot-VO.

⁶⁸ § 32 Abs. 1 Satz 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Nr. 4, § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 4 KWG, § 2 Abs. 2 eWpG.

⁶⁹ Siehe zu diesem Erfordernis § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b und 1d KWG, § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 und Nr. 9 WpHG.

Tokenart		Zivilrecht	Aufsichtsrecht
Debt Token	Übrige Debt Token	Es ist umstritten, wie sie übertragen werden: Automatisch mit Abschluss des Verpflichtungsgeschäftsgeschäfts oder durch Realakt oder durch eine dingliche Einigung. ⁷⁰ Die Eignung zum Handel über einen Handelsplatz ist mangels Einbuchung in den Effektenverkehrsverkehr ungeklärt. ⁷¹	<ul style="list-style-type: none"> • Der professionelle Eigenhandel bedarf einer KWG-Erlaubnis.⁷² • Eine Kryptobörse ist ggf. als MTF oder OTF einzuordnen. Daher können die KWG-Erlaubnispflicht⁷³ und die besonderen Vorgaben des WpHG⁷⁴ für den Betrieb des Handelsplatzes gelten.⁷⁵ • Für ein zum Handel an einem RM, MTF oder OTF zugelassenes elektronisches Wertpapier gelten die Vorschriften der MAR, v. a. die Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation sowie die Ad-hoc-Publizitätspflicht.
Equity Token			

⁷⁰ Zum Streitstand: *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 52; *van Aubel*, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 44 ff.

⁷¹ *Patz*, BKR 2019, 435, 440 ff.

⁷² § 32 Abs. 1 Satz 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4, § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 KWG.

⁷³ § 32 Abs. 1 Satz 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b und Nr. 1 d., § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 KWG.

⁷⁴ § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8, §§ 72 ff. WpHG i. V. m.

⁷⁵ Vgl. *Patz*, BKR 2019, 435, 437 ff. Die BaFin ordnet Kryptobörsen (nur) allgemein als Finanz- und Kapitalmärkte im Zusammenhang mit der Definition des Wertpapiers gem. § 2 Abs. 1 WpHG und Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II ein, vgl. BaFin, Erstes Hinweisschreiben zu Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, 2018, S. 2.

Tokenart	Zivilrecht	Aufsichtsrecht
Currency Token	Es ist umstritten, wie sie übertragen werden: Automatisch mit Abschluss des Verpflichtungsgeschäftsgeschäfts oder durch Realakt oder durch eine dingliche Einigung. ⁷⁶ Auch hier dürfte die Eignung zum Handel über Handelsplätze mangels Einbuchung in den Effektenverkehrsverkehr ⁷⁷ noch ungeklärt sein.	<ul style="list-style-type: none"> • Der professionelle Eigenhandel bedarf einer KWG-Erlaubnis.⁷⁸ • Eine Kryptobörse ist ggf. als MTF⁷⁹ einzuordnen,⁸⁰ daher kann eine KWG-Erlaubnispflicht gelten.⁸¹ Obwohl Currency Token grds. keine Wertpapiere i. S. d. WpHG sind, dürften die besonderen Vorgaben des WpHG zum Betrieb des MTF⁸² greifen. • Für ein zum Handel an einem RM, MTF oder OTF zugelassenes elektronisches Wertpapier gelten die Vorschriften der MAR, v. a. die Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation sowie die Ad-hoc-Publizitätspflicht.

⁷⁶ Zum Streitstand: *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 39 f.; *van Aubele*, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 44 ff.

⁷⁷ Vgl. zum Erfordernis: Art. 3 Abs. 1 VO (EU) Nr. 909/2014.

⁷⁸ § 32 Abs. 1 Satz 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4, § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 KWG (Handel mit Finanzinstrumenten i. S. d. KWG).

⁷⁹ Die Einordnung als OTF scheidet aus, weil diese Kategorie nur für Fremdkapitalinstrumente offensteht, vgl. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1d. KWG.

⁸⁰ Die BaFin ordnet Kryptobörsen nur allgemein als Finanz- und Kapitalmärkte im Zusammenhang mit der Definition des Wertpapiers gem. § 2 Abs. 1 WpHG und Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II ein, vgl. BaFin, Erstes Hinweisschreiben zu Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, 2018, S. 2.

⁸¹ § 32 Abs. 1 Satz 1 Satz 1, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b, § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 KWG (Handel mit Finanzinstrumenten i. S. d. KWG).

⁸² § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8, §§ 72 ff. WpHG.

Tokenart	Zivilrecht	Aufsichtsrecht
Utility Token	Es ist umstritten, wie sie übertragen werden: Automatisch mit Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts oder durch Realakt oder durch eine dingliche Einigung. ⁸³	<ul style="list-style-type: none"> • Soweit sie weder dem Begriff des Wertpapiers noch jenem des Finanzinstruments unterfallen, greifen die regulatorischen Vorgaben des KWG, WpHG und der MAR nicht. Es kann aber allgemeines Aufsichtsrecht greifen, etwa die GewO. • Künftig soll es nach dem Vorbild der MAR Vorschriften zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen, zum Verbot von Insiderhandel und zum Verbot von Marktmanipulation geben.⁸⁴

⁸³ Zum Streitstand: *Schäfer/Eckhold*, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnIR-HdB, 5. Aufl. 2020, § 16a Rn. 44; *van Aubele*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 20 Rn. 44 ff.

⁸⁴ Art. 76 ff. MiCAR-E.



Rechtsanwalt, Partner
Dr. Mirko Sickinger, LL.M.
T +49 221 20 52-596
F +49 221 20 52-1
m.sickinger@heuking.de



Rechtsanwalt
Dr. Martin Konstantin Thelen, LL.M.
T +49 221 20 52-481
F +49 221 20 52-1
mk.thelen@heuking.de

**Ihre Ansprechpartner
zu diesem Thema**