



Wortprotokoll der 124. Sitzung

Finanzausschuss

Berlin, den 22. März 2021, 13:30 Uhr

- Virtuelle Sitzung per Webex-Videokonferenz –

Vorsitz: Katja Hessel, MdB

Öffentliche Anhörung

Einzigiger Tagesordnungspunkt

Seite 4

a) Gesetzentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

BT-Drucksache 19/26925

Federführend:

Finanzausschuss

Mitberatend:

Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz
Ausschuss Digitale Agenda
Haushaltsausschuss

Gutachtlich:

Parlamentarischer Beirat für nachhaltige Entwicklung

b) Antrag der Abgeordneten Frank Schäffler, Christian Dürr, Dr. Florian Toncar, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP

Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen - Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen

BT-Drucksache 19/26025

Federführend:

Finanzausschuss

Mitberatend:

Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz
Ausschuss für Wirtschaft und Energie
Ausschuss für Verkehr und digitale Infrastruktur
Ausschuss für Bildung, Forschung und Technikfolgenabschätzung
Ausschuss Digitale Agenda

Ein Fragenkatalog wurde nicht erstellt. Die Sachverständigenliste ist als Anlage beigefügt.

**Per Webex-Videokonferenz zugeschaltet waren folgende Mitglieder des Ausschusses**

	Ordentliche Mitglieder	Stellvertretende Mitglieder
CDU/CSU	Brodesser, Dr. Carsten Steiniger, Johannes Tebroke, Dr. Hermann-Josef Tillmann, Antje	
SPD	Binding (Heidelberg), Lothar Martin, Dorothee Schraps, Johannes	
AfD		König, Jörn
FDP	Schäffler, Frank	
DIE LINKE.	De Masi, Fabio	
B90/GR	Bayaz, Dr. Danyal Paus, Lisa	



Per Webex-Videokonferenz zugeschaltet waren folgende Sachverständige:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Oberfrank, Jürgen

Grimme, Leoni

Deutsche Kreditwirtschaft (ff Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.)

Arora, Patrick

Bitkom - Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V.

Hansen, Patrick

Omlor, Prof. Dr. Sebastian

Philipps-Universität Marburg

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

Liebscher, Dr. Marc

Kapilendo AG

Siebert, Jens

COT Legal

Otto, Claudia

Immutable Insight GmbH

Gehra, Katharina



Beginn der Sitzung: 13:31 Uhr

Einziger Tagesordnungspunkt

a) Gesetzentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

BT-Drucksache 19/26925

b) Antrag der Abgeordneten Frank Schäffler, Christian Dürr, Dr. Florian Toncar, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP

Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen - Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen

BT-Drucksache 19/26025

Vorsitzende **Katja Hessel**: Guten Tag meine Damen und Herren, ich eröffne die Sitzung und begrüße zunächst alle anwesenden Sachverständigen.

Die heutige Sitzung findet ausschließlich als Videokonferenz im Webex-Format statt. Ich begrüße alle Kolleginnen und Kollegen, die per Webex-Konferenz zugeschaltet sind sowie Vertreter der interessierten Fachöffentlichkeit, die ebenfalls Teilnehmer der Webex-Konferenz sind.

Gegenstand der heutigen Anhörung sind der Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren“ BT-Drucksache 19/26925 sowie der Antrag der Fraktion der FDP „Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen – Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen“ BT-Drucksache 19/26025.

Soweit Sie als Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab eine schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder verteilt worden. Sie werden auch Bestandteil des Protokolls der heutigen Sitzung.

Für das Bundesministerium der Finanzen darf ich Herrn Ministerialdirigenten Dr. Meißner sowie weitere Fachbeamtinnen und Fachbeamte des BMF begrüßen. Die Vertreter der Länder darf ich ebenfalls begrüßen.

Zum Ablauf der Anhörung: Für die Anhörung ist ein Zeitraum von 1 Stunde und 30 Minuten vorgesehen, also bis ca. 15:00 Uhr. Ziel ist es, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Möglichkeit

zur Fragestellung zu geben. Um dieses Ziel zu erreichen, hat sich der Finanzausschuss in dieser Legislaturperiode für ein neues Modell der Befragung entschieden, d. h. die vereinbarte Gesamtzeit wird entsprechend der Fraktionsstärke in Einheiten von jeweils 5 Minuten unterteilt. Zur besseren Orientierung wird die Zeit mit einer Uhr in der Videokonferenz eingeblendet. In diesem Zeitraum müssen sowohl Fragen als auch Antworten erfolgen. Je kürzer die Fragen formuliert werden, desto mehr Zeit bleibt für die Antworten. Wenn mehrere Sachverständige gefragt werden, bitten wir, fair darauf zu achten, den folgenden Experten ebenfalls Zeit zur Antwort zu lassen. Die fragstellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn ihrer Frage die Sachverständigen zu nennen, an die sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden. Die Fraktionen werden gebeten, soweit nicht bereits geschehen, ihre Fragesteller im Chat bei mir anzumelden.

Noch ein letzter Hinweis zur Protokollführung: Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen. Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt. Sollten während der Anhörung technische Probleme bei einzelnen Teilnehmerinnen oder Teilnehmern auftreten, bitte ich, dass sich diese im Chat melden, wenn die Probleme behoben wurden. Erst dann werden wir die jeweilige Teilnehmerin oder den jeweiligen Teilnehmer erneut aufrufen.

Damit bin ich mit meinen einleitenden Hinweisen am Ende. Wir beginnen mit der Anhörung und die erste Frage stellt Frau Kollegin Tillmann von der Fraktion der CDU/CSU.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Danke, Frau Vorsitzende. Meine Frage richtet sich an die Bitkom, einem führenden Verband in dieser Branche. Sie haben den Gesetzentwurf grundsätzlich positiv bewertet. Sie haben in Ihrer Stellungnahme geschrieben, dass insbesondere die Bewertung von nicht körperlichen, digitalen Werten als Sachen ein Schritt in die richtige Richtung ist. Allerdings hät-



ten Sie sich einen größeren Schritt vorstellen können. Wie beurteilen Sie die Evaluationsfrist von fünf Jahren vor dem Hintergrund, dass auf europäischer Ebene die Regulierung noch an mehreren Stellen verändert werden soll? Glauben Sie, dass das Gesetz früher angepasst werden muss?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Hansen vom Bitkom Verband.

Sv **Patrick Hansen** (Bitkom – Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation & neue Medien e.V.): Vielen Dank für die Frage. Sie haben richtig gesagt, dass wir den Regierungsentwurf grundsätzlich begrüßen. Wir sehen ihn nicht nur als einen zentralen Baustein der Blockchain-Strategie der Bundesregierung aus dem September 2019 an, sondern auch als einen zentralen Baustein der Digitalisierung des deutschen Finanzmarktstandorts. Wir glauben, dass Deutschland mit diesem Gesetzentwurf zu den führenden Staaten in diesem Bereich aufschließen kann. Wir haben jetzt die Chance, mit einer fortschrittlichen Regulierung einen Standortvorteil für diese junge Branche im Blockchain-Bereich, die ein riesiges Wachstumspotential hat, zu erzielen.

Der vorliegende Regierungsentwurf ist ein großer Schritt in die richtige Richtung. Wir glauben, dass die „Dematerialisierung“ von Wertpapieren überfällig ist; sie ist auch ein Meilenstein im deutschen Zivilrecht. Wir als Technologieverband glauben, dass insbesondere die Ermöglichung der dezentralen Begebung von Kryptowertpapieren die Weichen für die Zukunft des deutschen Finanzmarktstandorts stellen wird.

Wir begrüßen ausdrücklich, dass wichtige Nachbesserungen im Vergleich zum Referentenentwurf bereits vollzogen worden sind, auf die wir und viele andere in der Branche frühzeitig aufmerksam gemacht haben. Das betrifft zum Beispiel die Absenkung des Anfangskapitals, die Übergangsregelung für die zukünftigen Kryptowertpapierregisterführer oder die Möglichkeit, Investmentfondsanteile rein elektronisch begeben zu können.

Wir hoffen, dass aufbauend auf diesem Gesetzentwurf auch zeitnah Aktien „dematerialisiert“ werden.

Das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpg) steht und fällt mit der Umsetzung. Daher muss bei den noch zu erlassenden Rechtsverordnungen im

Vordergrund stehen, dass die technischen Vorgaben zur Ausgestaltung des Kryptowertpapierregisters in der Praxis umsetzbar sind. Einige Registeranforderungen zum Beispiel zu Weisungen, Finalität oder Korrekturpflichten können nicht ohne weiteres mit der Technik der Blockchain oder der Distributed-Ledger-Technologie in Einklang gebracht werden.

Wir sehen daher die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in der Pflicht, den Dialog mit den Marktakteuren im Blockchain-Bereich zu suchen, um praxistaugliche technische Vorgaben zu entwickeln. Dafür bieten wir uns auch als Gesprächsplattform an.

Vielleicht noch ganz kurz zu Ihrer Frage: Der Markt ist noch im Entstehen und wird vor allem von jungen Marktakteuren dominiert, die in den letzten Jahren gegründet worden sind. Der Blockchain-Bereich entwickelt sich rasant. Niemand hätte vor ein, zwei Jahren vorhersehen können, welche Anwendungsfälle heutzutage dominieren. Diese Entwicklung wird sich in den nächsten Jahren fortsetzen. Vor diesem Hintergrund müssen die Evaluierungsfristen deutlich kürzer sein. Nicht nur auf deutscher, sondern auch auf EU-Ebene müssen die Gesetzinitiativen nach zwei bis drei Jahren evaluiert und angepasst werden. Danke.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Hansel. Wir machen weiter mit der nächsten Frage, die der Kollege Binding für die Fraktion der SPD stellt.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD): Ich frage, welche Bedeutung die Möglichkeit zur Begebung elektronischer Wertpapiere für die Attraktivität des Finanzplatzes hat. Es ist klar, dass der Markt für die elektronischen Wertpapiere geöffnet werden soll. Die urkundliche Verkörperung von Wertpapieren soll künftig nicht mehr notwendig sein. Ich stelle diese allgemeine Frage auch mit Blick darauf, dass einige sagen, es könnte mit Fonds, Aktien etc. weitergehen. Die Frage richtet sich an die BaFin.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Binding. Die Frage geht an die BaFin. Herr Oberfrank, Sie haben das Wort.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich befürchte, ich kann diese Frage nicht so gut beantworten, da ich die Marktentwicklung nicht so eng verfolge, wie zum Beispiel der Bitkom-Verband. Wenn ich aber



auf die letzten zwei Jahre zurückblicke, lassen sich gewisse Schlussfolgerungen ziehen.

Es ist heute schon möglich, tokenisierte Wertpapiere öffentlich anzubieten. Dafür muss bei uns ein Wertpapierprospekt oder ein Wertpapierinformationsblatt eingereicht und von uns gebilligt werden. Die tokenisierten Wertpapiere haben die Form von anleiheähnlichen oder aktienähnlichen Produkten. Ich würde schätzen, dass der überwiegende Teil – wahrscheinlich 80 bis 90 Prozent – anleiheähnliche Produkte sind. Wir haben in den letzten beiden Jahren insgesamt 31 solcher tokenisierten Wertpapiere zu einem öffentlichen Angebot zugelassen.

Diese Wertpapiere sind Wertpapiere sui generis. Sie konnten auch schon vor dem Gesetzentwurf über elektronische Wertpapiere begeben werden und erfüllen den aufsichtsrechtlichen Begriff des Wertpapiers nach der europäischen Finanzmarktrichtlinie (Financial Instruments Directive – MiFID).

Das maximale Emissionsvolumen, das in der Regel angestrebt worden ist, betrug zwei bis vier Millionen Euro pro Emission, was nicht sehr hoch ist. Hier kann ich mir vorstellen, dass es mit dem eWpG zu einem gewissen Verschiebungseffekt kommen könnte. Dann würden einige Unternehmen von den tokenisierten anleiheähnlichen Produkten auf Anleihen nach dem eWpG umsteigen. Ob dies mit anderen Emissionsvolumina verbunden sein wird, wird man dann sehen. Ich glaube, dass es auf der Angebotsseite für die Unternehmen interessant ist.

Was ich hingegen schlecht einschätzen kann, ist die Attraktivität dieser Produkte für die Anleger, die sie schließlich kaufen sollen. Hier sehe ich das Interesse des Marktes eher bei den Anleihen, weniger bei den Aktien, die im eWpG derzeit ohnehin nicht zur Debatte stehen. Anleihen haben typischerweise relativ kurze Laufzeiten von zwei bis drei Jahren und sind relativ hoch verzinst. Hier wird man beobachten müssen, ob es zu einer Wanderungsbewegung weg von den tokenisierten Wertpapieren und hin zu den Kryptoanleihen kommt und ob neue Akteure hinzukommen. Denn ich muss auch feststellen, dass derzeit ein Unternehmen für die Hälfte aller Emissionen bei uns verantwortlich ist. Das ist ein junges Unternehmen aus dem Immobiliensektor. Andere Unternehmen führen in der Regel nur einmal Emissionen durch. Das

ist meine Einschätzung, wo der Markt hingehen könnte.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD) : Vielen Dank. Ich hatte auch vor dem Hintergrund gefragt, dass wir mit dem Gesetzentwurf einen Registerführer einführen und Sie das Kryptowertpapierregister beaufsichtigen. Insofern wird dann bei Ihnen künftig eine tiefe Marktkenntnis vorhanden sein.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Da Herr König von der Fraktion der AfD noch technische Probleme hat, machen wir mit Herrn Steiniger von der Fraktion der CDU/CSU weiter.

Abg. **Johannes Steiniger** (CSU/CSU): Herzlichen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Frage geht an Herrn Prof. Dr. Omlor. Sie leiten in Marburg das Institut für Digitalisierungsrecht und beschäftigen sich mit den Fragen, die uns heute interessieren. Können Sie uns zuerst eine allgemeine Einschätzung zum Gesetzentwurf geben?

Sie kritisieren in Ihrer Stellungnahme die sachenrechtliche Fiktion und machen dazu einen Vorschlag. Können Sie darauf in Ihrem ersten Statement eingehen? Handelt es sich dabei nur um eine Fachdebatte unter Professoren oder ist es auch mit praxisnahen Auswirkungen oder Problemen verbunden, die wir vielleicht anders lösen könnten?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Prof. Dr. Omlor, Philipps-Universität Marburg.

Sv **Prof. Dr. Sebastian Omlor** (Philipps-Universität Marburg): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Vielen Dank, Herr Steiniger.

Ganz kurz zum Gesetzentwurf: Ich glaube, aus den vorliegenden Stellungnahmen können wir ableiten, dass alle Sachverständigen den Gesetzentwurf als einen ersten Schritt in die richtige Richtung begrüßen. Es fehlen aber noch zwei Säulen: Eine, die eigentlich vorher hätte kommen müssen, und eine, die danach kommen sollte.

Die erste Säule ist ein deutlich weiterer Ansatz in Bezug auf den Prozess der Tokenisierung als eine wichtige Teildisziplin der Digitalisierung von Wirtschaft und Recht. Es gibt Tokenisierungsmöglichkeiten – die BaFin hat es vorhin schon beschrieben – nicht nur im Bereich von Inhaberschuldverschreibungen und Fondsanteilen, sondern auch im Bereich von Aktien, GmbH-Geschäftsanteilen, also



im Prinzip bei allem, was einen Vermögenswert hat. Nach geltender deutscher Rechtslage ist eine Tokenisierung eigentlich nicht möglich, weil es bisher an einer rechtssicheren Verdinglichung eines Vermögenswertes außerhalb der Blockchain in einem Blockchaintoken fehlt. Stattdessen greifen wir auf schuldrechtliche Behelfslösungen zurück, die nicht insolvenzfest sind und daher mit erheblichen Nachteilen in der Praxis, insbesondere im Massenverkehr, verbunden sind.

Wir brauchen daher zunächst ein Privatrecht der Token. In dieser Hinsicht stellt das Bürgerliche Gesetzbuch (BGB) aus dem Jahre 1896 einen Totalausfall dar, auch wenn es sich in vielen anderen Bereichen als sehr flexibel erwiesen hat. Aber an dieser Stelle haben wir keine entsprechende Kategorie.

Die zweite Säule – dazu vielleicht später – ist die Tokenisierung von Aktien, GmbH-Geschäftsanteilen ect.

Zum zweiten Aspekt Ihrer Frage, Herr Steiniger, in Bezug auf die Sachfiktion in § 2 Absatz 3 des eWpG-Entwurfs. Das Problem dieser Sachfiktion ist, dass die Verfasser des Gesetzentwurfs versuchen, diese fehlende Verdinglichung, dieses fehlende Privatrecht der Token, das wir einfach noch nicht haben, dadurch auszugleichen, dass sie Token zu Sachen erklären. Das passt aber vorne und hinten nicht. Es gibt zwar bestimmte Bereiche, in denen sich sachenrechtliche Vorschriften auch auf Token übertragen lassen. Wenn es aber um den Besitz geht, also die tatsächliche Sachherrschaft über eine Sache, lassen sich die sachenrechtlichen Vorschriften nicht so einfach auf Token übertragen, auch nicht mit dem privaten Schlüssel. Die sachenrechtlichen Übertragungstatbestände lassen sich nicht einfach eins zu eins auf eine körperlose Sache übertragen, die nicht übergeben werden kann oder für die kein Grundbuch existiert.

Wir brauchen daher Spezialregelungen, um einerseits eine sachgerechtere Lösung zu erzielen und andererseits Rechtssicherheit zu haben. Die Rechtssicherheit stellt ein großes Problem für die Tokenisierung in Deutschland dar. Wenn es um den Massenmarkt geht, also Unternehmensanleihen mit sehr großen Volumina, wird kein Unternehmen Emissionen über den von der BaFin vorhin genannten Bereich von ein bis drei Millionen Euro hinaus tätigen wollen, ohne dass es sichere, handhabbare Rechtsregeln gibt.

Das heißt, wenn wir mit dem Modell nach dem eWpG, mit dem wir anderen Ländern – insbesondere der Schweiz – deutlich hinterherhinken, ernsthaft aufholen und den Finanzstandort Deutschland stärken wollen, muss es eine rechtssichere Lösung geben. Die Lösung darf aber nicht nachher in der Einzelfallanwendung Probleme verursachen und nur die beratenden Anwaltskanzleien wohlhabend machen. Wir brauchen Regeln, die wirklich passen und auf solche Token – das sind dann Wertpapiere – anwendbar sind.

Daher ist mein Appell: Wir können es jetzt nicht mehr vollständig mit einem Privatrecht der Token retten, dafür ist die Legislaturperiode schon zu weit fortgeschritten. Aber wir können zumindest den Verweis in das Sachenrecht etwas abmildern, weil wir wissen, dass es nicht zu 100 Prozent passt. Damit wird das Sachenrecht nicht pauschal auf alles angewendet, sondern es gibt eine einzelfallgerechte Abwägung.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Prof. Dr. Omlor. Wir machen weiter mit Herrn König von der Fraktion der AfD.

Abg. **Jörn König** (AfD): Frau Vorsitzende, vielen Dank. Ich habe auch eine Frage an Herrn Prof. Dr. Omlor von der Universität Marburg. Sie haben in Ihrer Stellungnahme geschrieben, dass Sie im Gesetzentwurf den ausdrücklichen Schutz des guten Glaubens an die Geschäftsfähigkeit eines Veräußerers vermissen. Die Frage ist: Warum vermissen Sie den Punkt oder warum halten Sie ihn für unerlässlich?

Dann habe ich noch eine allgemeine Frage: Welche Chancen und Risiken sehen Sie in einer dezentralen Registerführung für Kryptowertpapiere?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Prof. Dr. Omlor, Philipps-Universität Marburg.

Sv **Prof. Dr. Sebastian Omlor** (Philipps-Universität Marburg): Vielen Dank für beide Fragen. Der erweiterte Gutglaubensschutz war schon einmal im Referentenentwurf enthalten, ist aber nachher kassiert worden, weil sich unter anderem der Deutsche Anwaltsverein in seiner Stellungnahme sehr kritisch bis vernichtend geäußert hat. Es hängt damit zusammen, dass wir mit einem solchen Modell an den Grundfesten der deutschen Rechtsgeschäftslehre rütteln würden. Das, was die §§ 104 ff. BGB



unter dem Minderjährigenschutz etc. verstehen, lässt sich damit nicht so einfach in Einklang bringen. Es ist daher klar, dass dies die traditionelle juristische Fachwelt aufschrecken lässt.

Andererseits gibt es für diese punktuelle Änderung aber gute Gründe. Ich bringe dafür das Beispiel mit der Bitcoin-Blockchain. Ich weiß, Bitcoin ist „so last season“, aber man kann damit manche Sachen gut erklären. Die Bitcoin-Blockchain und das entsprechende Whitepaper von Satoshi Nakamoto sehen vor, dass die technische Konstruktion der Blockchain das interpersonale Vertrauen – wie wir es vorher kannten – komplett ersetzen soll. Es ist ein vertrauensloses System, das auf einer bestimmten Programmierung beruht. Entsprechend sind Transaktionen nach ihrem technischen Vollzug auf der Blockchain als solche final und unumkehrbar. Wenn man jetzt aber Defizite in der Geschäftsfähigkeit oder Verfügungsbefugnis durchschlagen lassen und sagen würde, es gibt keinen Vertrauensschutz im Sinne des klassischen deutschen Privatrechts und auch anderer Privatrechtsordnungen dieser Welt, würde die Funktionsfähigkeit einer Blockchain massiv in Frage gestellt werden. Alle Transaktionen auf der Blockchain wären dann nicht mehr final.

Daher wäre mein Vorschlag, hier – in Durchbrechung klassischer deutscher Grundsätze – eine Ausnahme zuzulassen und zu versuchen, den Minderjährigenschutz auf andere Weise sicherzustellen. Das heißt, dass ein solcher guter Glaube an die Volljährigkeit bzw. unbeschränkte Geschäftsfähigkeit von Akteuren bei elektronischen Wertpapieren eingeführt würde.

Der zweite Fragenbereich bezieht sich auf die dezentrale Registerführung. Hier befindet sich der deutsche Gesetzgeber in einer Problemsituation. Das Problem liegt darin, dass zum einen die EU-Zentralverwahrrverordnung nur bestimmte Typen von Registern für eine eWpG-Lösung zulässt. Das kann man bedauern oder begrüßen. Jedenfalls setzt das EU-Recht hier Grenzen.

Das andere Problem ist die Dezentralität, die quasi das Markenzeichen der Blockchain ist. Als dezentrale Datenbank ist die Blockchain geschaffen worden, um in gewisser Hinsicht für eine Disintermediation zu sorgen. Das bedeutet nicht, dass zentrale Akteure überflüssig gemacht werden sollen. Man muss also nicht gleich dem Motto von Bill Gates

folgen: Banking is necessary, Banks are not. Das muss nicht zwingend so sein. Aber zumindest bedeutet es eine gewisse Öffnung für Modelle, bei denen es auch sachgerecht ist. Ich glaube nicht, dass es in allen Fällen sachgerecht sein wird. Einerseits wegen der Volumina. Andererseits haben sich Intermediäre ihre Legitimation auch erarbeitet. Sie bekommen dafür Geld. Aber sie erfüllen auch eine bestimmte ordnende Funktion im Finanzmarkt.

Kurz zusammengefasst zum zweiten Teil Ihrer Frage: Das ist eine Chance. Sie wird nicht den gesamten Markt übernehmen. Aber man sollte ihr dort, wo es Sinn macht, auch Raum geben.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Prof. Dr. Omlor. Wir machen weiter mit der Fraktion der FDP. Die Frage stellt der Kollege Schäffler.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Frage geht an Herrn Jens Siebert von Kapilendo AG. Wie bewerten Sie die geplante Erlaubnispflicht für die Kryptoregisterführung als Finanzdienstleistung? Gehen Sie dabei insbesondere auf die Risiken der Monopolisierung der Anbieter wie beispielsweise Clearstream ein?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Siebert, Kapilendo AG.

Sv **Jens Siebert** (Kapilendo AG): Vielen Dank für die Einladung zur heutigen Sitzung des Finanzausschusses. Die Kapilendo AG ermöglicht kleinen und mittelständigen Unternehmen einen einfachen und digitalen Kapitalmarktzugang. In 2019 haben wir erstmals eine tokenisierte Schuldverschreibung für einen unserer Kunden strukturiert und verfügen damit über relevante Praxiserfahrungen zu dem vorliegenden Gesetzvorhaben.

Zu Ihrer Frage möchte ich wie folgt Stellung nehmen: Die Innovationskraft des Gesetzvorhabens resultiert gerade aus der Schaffung der Möglichkeit der Begebung von Wertpapieren über eine dezentrale, blockchain-basierte Infrastruktur. Wir verstehen, dass der Gesetzgeber einen Normadressaten für die Führung eines solchen Kryptowertpapierregisters vorsieht. Wir verstehen auch, dass diese Dienstleistung zu einer erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistung zu erheben ist. Wir begrüßen dies im Sinne der Kapitalmarktregulierung. In diesem Zusammenhang begrüßen wir auch die Absenkung des Anfangskapitals auf 125 000 Euro und die



geschaffenen Übergangsregelungen zum Erhalt dieser Erlaubnis.

In diesem Kontext ist noch einmal deutlich darauf hinzuweisen, dass von Überlegungen hinsichtlich einer erneuten Erhöhung der regulatorischen Anforderungen an die Kryptowertpapierregisterführung, insbesondere die Aufwertung zu einer Bankdienstleistung, unbedingt Abstand zu nehmen ist. Das wäre aus verschiedenen Gründen nicht sachgemäß und angemessen.

Wir müssen berücksichtigen, dass Wertpapiere, die auf einer Blockchain-Infrastruktur begeben werden, gegenüber zentralen Registern und in zentralen Registern abgebildeten Wertpapieren bereits auf der technischen Infrastrukturebene ein hohes Maß an Integrität und Fälschungssicherheit aufweisen. Diese Fälschungssicherheit erwächst gerade aus der Transparenz – also der öffentlichen Einsehbarkeit dieses Registers – und aus der Nachvollziehbarkeit der Eintragungen für jedermann. Zusätzlich ist zu bedenken, dass die vorgesehene Regulierung als Finanzdienstleistung bereits heute regulatorisch hohe Hürden an die jeweiligen Anbieter formuliert, zugleich aber jungen Start-up-Unternehmen und FinTechs, die die Blockchaintechnologie als neue Technologie im Finanzmarkt vorantreiben, trotzdem die Möglichkeit zum Markteintritt ermöglicht.

Schließlich erfolgt die klare Abgrenzung der Kryptowertpapierregisterführung als Finanzdienstleistung gegenüber dem Depotgeschäft als Bankdienstleistung im Sinne des Gleichheitsgebotes. Unterschiedliche Sachverhalte werden durch den Gesetzgeber auch unterschiedlich behandelt. Daher ist es im Sinne des Gleichheitsgebots klar nachvollziehbar und auch im Gesetzentwurf richtig angelegt, dass die Kryptowertpapierregisterführung nicht als Bankdienstleistung zu qualifizieren ist.

Zusammenfassend sehen wir in der Ausgestaltung des Erlaubnistatbestandes als Finanzdienstleistung eine kluge Ausbalancierung im Sinne der Ziele der Kapitalmarktregulierung. Eine weitere Verschärfung der Kryptowertpapierregisterführung – insbesondere die Regulierung als Bankgeschäft – wäre nicht sachgerecht, würde die Innovationskraft und die Wettbewerbsfähigkeit des Standortes gefährden und wäre insbesondere mit höherrangigem Recht unvereinbar.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Siebert. Wir machen weiter mit der Fraktion DIE LINKE. und dem Kollegen De Masi.

Abg. **Fabio De Masi** (DIE LINKE.): Ich würde gerne Frau Rechtsanwältin Claudia Otto von der Kanzlei COT Legal befragen. Sie schreiben in Ihrer Stellungnahme, dass im Hinblick auf die Dezentralität des Kryptowertpapierregisters oft davon ausgegangen wird, dass ein Machtmissbrauch ausgeschlossen sei. Sie haben schon im Rahmen des Referentenentwurfs, den Sie damals kommentiert haben, diese Problematik aufgezeigt. Könnten Sie kurz erläutern, worin im Einzelfall die Macht- und Wissenskonzentration eines dezentralen Kryptowertpapierregisters bestehen könnte und ob diese Problematik im vorliegenden Gesetzentwurf im Hinblick auf den registerführenden Emittenten aus Ihrer Sicht hinreichend adressiert wurde.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Frau Otto, COT Legal.

Sve **Claudia Otto** (COT Legal): Vielen Dank. Die Frage beantworte ich natürlich sehr gerne. Vorweg: Ich vertrete heute auch die Kollegin Steinfeld. Wir haben gemeinsam die Stellungnahme zum Referentenentwurf erstellt. Wir wollten nicht nur zivil- und verwaltungsrechtliche Aspekte einfließen lassen, sondern auch strafrechtliche und compliance-technische. Wir finden den Gesetzentwurf sehr gut. Es wurde sehr viel von dem umgesetzt, was ich in meiner Stellungnahme zum Eckpunktepapier aufgezeigt hatte. Sehr viele realistische Gefahren sind schon im Gesetzentwurf berücksichtigt worden, indem sozusagen Schutzzäune eingezogen wurden, die auch sehr gut sind.

Wir haben aber einen weiteren Fall ausgemacht, der vom Gesetzentwurf bisher noch nicht erfasst ist. Deshalb haben wir den registerführenden Emittenten besonders hervorgehoben, dem aus tatsächlichen Gründen eine besondere Machtstellung zukommt, die aber vom Gesetzentwurf noch nicht erfasst ist.

Ich komme noch einmal kurz auf den Fall zurück, den wir 2020 identifiziert haben und den Sie auch in unserer Stellungnahme zum Referentenentwurf finden. Beim Fall „Sushi“ kam es damals zu einem heftigen Kurseinbruch von 99 Prozent und entsprechenden Verlusten bei den Betroffenen. Der Grund war, dass der Entwickler des Smart Contracts in der Lage war, seine Token – es waren über 50 Prozent –



abzuziehen, und dadurch einen Kurskollaps auslösen konnte.

Zu diesem Fall gibt es Parallelen mit den Fällen „Meerkat“ und „TurtleDex“ aus dem März 2021. Ich hatte zur heutigen Anhörung eine Folie verteilen lassen. Die Fälle sind ähnlich gestaltet. Im Fall „Meerkat“ verschwanden innerhalb von einem Tag plötzlich die Anbieter und mit ihnen das eingesamelte Geld. Sie hatten zuvor angegeben, dass der Smart Contract, der für das ganze Projekt und für die Steuerung verantwortlich ist, angeblich gehackt worden sei. Tatsächlich deuten die Daten der Blockchain aber darauf hin, dass hier nachgeholfen worden ist.

Diesen Aspekt haben wir in unseren Stellungnahmen behandelt und darauf hingewiesen, dass es sich hier nicht um eine Manipulation im Sinne einer nachträglichen Veränderung oder Löschung handelt, sondern um die Ausnutzung von einprogrammierten günstigen Situationen. Das können beispielsweise Schwachstellen sein, die man am Anfang nicht gesehen hat.

Daher ist ein Kryptowertpapierregister zwar funktional, aber es eröffnet auch eine spezielle Möglichkeit, sich zum Nachteil anderer einen Vorteil zu verschaffen.

Dieses Problem wollen wir angehen, indem für diesen möglichen Missbrauch, der sich aus dem Code selbst ergibt und den man am Anfang vielleicht nicht gesehen hat, eine Haftung vorgesehen wird und die BaFin eine entsprechende Handhabe hat, um hier für eine ordnungsgemäße Registerführung gemäß § 16 Absatz 2 eWpG zu sorgen.

Zusammenfassend wollen wir auf die Möglichkeiten des Missbrauches durch den registerführenden Emittenten aufmerksam machen, der eine Schwachstelle oder eine gegebene technische Möglichkeit zum eigenen Vorteil und zum Nachteil der Anleger ausnutzt. Vielen Dank.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Frau Otto, wir machen weiter mit der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, für die Kollege Dr. Bayaz die Frage stellt.

Abg. **Dr. Danyal Bayaz** (B90/GR): Guten Tag in die Runde. Meine Frage geht an Frau Gehra. Mich interessiert Ihre Bewertung des Gesetzesvorhabens, besonders unter vier Aspekten:

1. Summe der Eigenkapitalanforderung für Kryptowertpapierregisterführer.

2. Wie sehen Sie die Möglichkeit, den Erfüllungsaufwand zu verringern, ohne dass das auf Kosten der Sicherheit geht?

3. Das Thema „Technologieneutralität“.

4. Der Nachhaltigkeitsgedanke, der immer eine wichtige Rolle spielt, wenn wir uns mit dem Thema Kryptoassets beschäftigen.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Frau Gehra, Immutable Insight GmbH.

Sve **Katharina Gehra** (Immutable Insight GmbH): Vielen Dank in die Runde, für die Einladung und die Frage. Ich fange mit einer Gesamteinordnung an und gehe dann auf die vier Punkte ein.

Die erste Einordnung: Wir sollten uns noch einmal bewusst machen, wie schnell und dynamisch die Entwicklung der ganzen Technologie ist. Allein die Ethereum-Blockchain und die Transaktionen darauf haben sich in den letzten 12 Monaten verdoppelt. Es gibt heute über 144 Millionen aktive Nutzer der Ethereum-Blockchain. Sie ist diejenige, die für die Industrie wichtig ist.

Wenn wir hier über Token und das Potenzial der Token-Ökonomie sprechen, dürfen wir nicht außer Acht lassen, wie dynamisch die Entwicklung ist und mit wieviel Speed global daran gearbeitet wird. Ich möchte hier gerne noch einmal darauf hinweisen, dass heute schon 60 Prozent der neuen Token aus dem asiatischen Bereich kommen. Wir sollten nicht so tun, als hätten wir ganz viel Zeit, sondern wir sollten darüber nachdenken, was die internationale Entwicklung eigentlich bedeutet.

Ganz kurz zu den Fragen von Herrn Dr. Bayaz im Einzelnen: Die Summe der Eigenkapitalanforderungen halte ich aktuell für zu hoch. Ich glaube, dass die Eigenkapitalanforderungen an eine solche Zentralstelle dazu führen werden, dass niemand, der die Technologie neu beginnt, das Geschäft machen wird. Das können in der Form nur etablierte Häuser, die entsprechend länger brauchen. Ich glaube nicht, dass das sehr sinnvoll ist, wenn wir wollen, dass eine entsprechende Dynamik entsteht.

Zu den Möglichkeiten, den Aufwand zu verringern: Hierzu gibt es eine ganze Reihe von pragmatischen Anmerkungen. Wenn ich noch einmal zitieren darf,



was die BaFin vorhin gesagt hat: Es gibt vielleicht 31 Token, deren Volumina zwischen zwei bis vier Millionen Euro liegen. Wenn ein Prospekt bei einer Beauftragung eines Rechtsanwalts ungefähr 60 000 Euro kostet, habe ich drei Prozent des Volumens ausgegeben, nur damit ich einen Prospekt habe. Das wird sich auf die Dauer für niemanden rechnen. Wenn wir dafür keine pragmatische Lösung finden, werden wir es auch nicht ermöglichen, Erfahrungen mit Token zu sammeln. Das gilt nicht nur auf der Emittentenseite, sondern auch auf der Kundenseite. Insofern sollten wir versuchen, nicht von vorneherein so hohe Barrieren aufzubauen, die keiner einhalten kann.

Zum Thema Technologieneutralität: Momentan ist die Blockchain-Technologie trotz allem immer noch benachteiligt. Es gibt viele Sollbruchstellen zu anderen Rechtssystemen, bei denen wir als Start-up jeden Tag merken, dass wir am Ende des Tages Papier ausdrucken müssen. Kleine Anekdote: Zum Beispiel muss ich als Fonds meine Steuererklärung für jeden einzelnen Trade auf Papier ausdrucken.

Das bringt mich zum Thema Nachhaltigkeit: Gegenwärtig gibt es eine ungeordnete Mischung an Maßnahmen. Wir machen ein bisschen das eine und ein bisschen das andere. Am Ende des Tages ergibt das in der Summe noch mehr Komplexität und noch mehr verbrauchte Ressourcen – sowohl Papier als auch Strom. Ich möchte darauf hinweisen, dass die Blockchain als dezentrale Technologie deutlich ressourcenärmer wäre, als die zentralen, aber dafür parallelen Systeme, die es aktuell gibt. Diese Punkte werden aus meiner Sicht nicht ausreichend beleuchtet.

Wir täten gut daran, Folgendes anzuerkennen: Wenn wir ein wirklich dezentrales Register hätten, das die Blockchain als Infrastruktur und Emissionsplattform direkt nutzt, könnten wir viele Ressourcen sparen. Wir könnten sehr viel effektiver beim Thema Geldwäsche und Compliance agieren. Außerdem würden wir vor allem im internationalen Wettbewerb viel besser dastehen. Derzeit ist es so, dass die meisten Projekte aus Liechtenstein oder der Schweiz heraus emittiert werden. Auch wir als deutscher Fond könnten nicht aus Deutschland heraus emittieren, was eigentlich traurig ist. Unser Folgeprojekt geht entsprechend nach Liechtenstein. Man sollte vermeiden, Ausweichreaktionen hervorzurufen. Wir müssen dafür sorgen, dass wir am

Standort Deutschland einen Rahmen schaffen, der verlässlich und pragmatisch ist, und mit dem wir ein dynamisches Ökosystem für eine Start-up-Szene schaffen können. Vielen Dank.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Frau Gehra. Wir machen weiter mit der Fraktion der SPD und dem Kollegen Schrap.

Abg. **Johannes Schrap** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Frage geht an die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, an Herrn Dr. Liebscher. Wir hatten schon darüber gesprochen, dass sich die Einführung elektronischer Wertpapiere zunächst auf elektronische Inhaberschuldverschreibungen und auf einen Teil von Inhaberanteilsscheinen beschränken soll. Die Erweiterung auf andere Sachen wie Aktien kann und soll später erfolgen. Der Gesetzentwurf soll so gefasst werden, dass diese spätere Öffnung für elektronische Aktien rechtsetzungstechnisch problemlos erfolgen kann.

Meine Frage an Herrn Dr. Liebscher: Sie sind als Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger eine Aktionärsvereinigung und vertreten Recht und Interesse von Mehrheitsaktionären. Mich würde interessieren, ob Sie die spätere Einführung von elektronischen Aktien vor dem Hintergrund der damit verbundenen erheblichen gesellschaftsrechtlichen Auswirkungen für gerechtfertigt halten, und ob aus Ihrer Sicht mit dem vorliegenden Gesetzentwurf die rechtstechnischen Voraussetzungen für eine spätere Einführung elektronischer Aktien geschaffen werden. Vielen Dank.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, die Frage richtet sich an Herrn Dr. Liebscher, Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger.

Sv **Dr. Marc Liebscher** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Vielen Dank, Herr Schrap, für diese Frage. Kurz zur Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger: Wir vertreten rund 8 000 Mitglieder, vor allem Minderheitsaktionäre, also nicht so sehr Mehrheitsaktionäre. Daher beobachten wir genau, wie Kapitalbeteiligung funktioniert.

Wir haben Sprecher in sämtlichen Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften, berichten darüber, stellen Fragen und tauschen uns mit den Vorständen aus. Das heißt, traditionell ist die aktienrechtliche Vertretung unserer Mitglieder der eigentliche Schwerpunkt. Inzwischen sind über die



ganzen Mittelstandsanleihen Schuldverschreibungen dazu gekommen. Aber unsere „DNA“, unser Schwerpunkt ist eigentlich die Aktie. Deswegen vielen Dank für die Frage, Herr Schrapz.

Wir sind der Ansicht, dass der Gesetzentwurf insgesamt zu begrüßen ist. Allerdings möchten wir auch in das Horn stoßen, welches Sie schon von anderen Sachverständigen gehört haben: Es ist zu wenig, zu spät und nur ein erster Schritt, den wir gegen Ende der Legislaturperiode begrüßen.

Wir alle wissen, dass der Gesetzgeber bis zur Sommerpause noch viele Vorhaben hat, so dass wir volles Verständnis dafür haben, dass zunächst nur ein erster Schritt erfolgen kann. Aber wir sind der Ansicht, dass unmittelbar zu Beginn der kommenden Legislaturperiode die Digitalisierung bzw. die Tokenisierung wieder auf die Tagesordnung muss. Das heißt, wir begrüßen den Gesetzentwurf, sind aber mit der Ambitionslosigkeit nicht zufrieden. Wir wünschen uns unbedingt die Tokenisierung auch bei der Ausgabe gesellschaftsrechtlicher Unternehmensbeteiligungen, also nicht nur von Aktien, sondern auch von GmbH-Anteilen. Die deutsche Wirtschaft ist zur Kapitalbeschaffung nicht nur auf Anleihen angewiesen, so wie es jetzt vorgesehen ist, sondern auch auf die Ausgabe von Aktien oder GmbH-Anteilen. Wir denken, dass dieser zweite Schritt dringend folgen muss.

Zu Ihrer zweiten Frage: Sind die rechtstechnischen Voraussetzungen gelegt? Da schlägt unser Herz natürlich zum einen für das, was Herr Prof. Dr. Omlor aus Marburg gesagt hat. Es muss ein großer, neuer Schritt erfolgen, das BGB gibt das nicht her. Dieser Ansatz hat unsere Sympathie. Andererseits haben wir die Sorge, ob ein solcher Weg für den Gesetzgeber gangbar sein wird. Wir hätten ein bisschen die Sorge, dass der Gesetzgeber, wenn er diesen großen Sprung machen soll, für den Anlauf zu lange braucht und sich dann nicht traut zu springen. Rechtstechnisch stimmen wir der Analyse von Herrn Prof. Dr. Omlor zu, haben aber die Sorge, dass wir dem Gesetzgeber dabei zu viel zutrauen müssten.

Die Abkehr vom Sachenrecht im BGB hin zu einem Recht der Tokenisierung ist ein großer systematischer Schritt, mit dem sich die deutsche Rechtswissenschaft bzw. Rechtstechnik grundsätzlich schwer tut. Wir sind daher der Ansicht, dass die rechtstechnischen Voraussetzungen nicht ausreichend gelegt

sind. Es wäre schöner, wenn sie in dem Sinne gelegt worden wären, wie ihn auch Herr Prof. Dr. Omlor aus Marburg skizziert. Wir würden wahrscheinlich aber auch einen pragmatischen Ansatz gutheißen, der lieber schnell zum Ziel führt, als perfekt zu sein. Danke.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Dr. Liebscher. Wir machen weiter mit der CDU/CSU-Fraktion. Kollege Steiniger stellt die nächste Frage.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Herzlichen Dank, Frau Vorsitzende. Zunächst: Sie können dem deutschen Gesetzgeber, Herr Dr. Liebscher, natürlich immer alles zutrauen. Meine Frage geht jetzt aber an Herrn Arora von der Deutschen Kreditwirtschaft. Ich würde Ihnen gerne die Gelegenheit geben, noch einmal darzustellen, wie Sie diesen Gesetzentwurf bewerten, insbesondere im Hinblick darauf, wie Deutschland im Wettbewerb mit anderen Ländern im Bereich der elektronischen Wertpapiere dasteht. Was muss aus Ihrer Sicht an dem vorliegenden Gesetzentwurf vielleicht noch geändert werden, damit wir an der einen oder anderen Stelle doch aufholen können.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, die Frage richtet sich an Herrn Arora, Deutsche Kreditwirtschaft.

Sv **Patrick Arora** (Deutsche Kreditwirtschaft (ff Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.)): Vielen Dank für die Frage. Wir als Deutsche Kreditwirtschaft begrüßen diesen Gesetzentwurf ausdrücklich. Der Regierungsentwurf ist ein deutlicher Fortschritt, auch gegenüber dem, was vorher im Referentenentwurf stand. Insbesondere die Ausweitung auf Pfandbriefe und Investmentfonds-Anteile wird von uns sehr begrüßt.

Wir glauben, dass der Gesetzentwurf den deutschen Markt insgesamt stärken wird. Der deutsche Markt braucht eine entsprechende Regulierung, damit Rechtssicherheit für die Beteiligten geschaffen wird und das Vertrauen bei den Anlegern wachsen kann.

Vorhin ist Bill Gates zitiert worden – “banking is necessary, banks are not”. Dem muss ich natürlich widersprechen: Banks are always necessary! Deswegen erlauben Sie mir vielleicht noch ergänzend, zwei, drei Sätze zu sagen, wie wir aufsichtsrechtlich dastehen. Das Thema der aufsichtsrechtlichen



Genehmigungen und ihrer Anforderungen im Bereich der Kryptoverwahrung ist gerade angesprochen worden.

Gleiche Risiken müssten eigentlich immer gleich reguliert werden. Das kann man aus Sicht des Anlegerschutzes begründen. Der Einzelne wählt seinen Weg, seine Anlagen und sein Risikoprofil. Aber auch unter dem Gesichtspunkt der Finanzmarktstabilität sollten gleiche Risiken gleich reguliert werden. An dieser Stelle sehen wir im Gesetzesentwurf noch ein gewisses Ungleichgewicht, was die Kryptowertpapierregisterführung angeht. Das ist eben schon erwähnt worden. Das wird im Moment als Finanzdienstleistung eingestuft, während wir bei den elektronischen Wertpapieren eine Banklizenz brauchen. Wer den Schlüssel hat, hat auch Zugang zu den Papieren. Insofern sollte es an dieser Stelle aus unserer Sicht eine gleiche Regulierung geben. Nach unserer Auffassung sollte eine Genehmigung zum Bankgeschäft erforderlich sein.

Die Ausweitung auf andere Gattungen ist ein weiterer wichtiger Punkt, der bereits angesprochen worden ist. Im Moment werden Schuldverschreibungen erfasst, und - ausgeweitet durch den Regierungsentwurf - auch Investmentfonds und Pfandbriefe. Wir stehen dem offen gegenüber. Eine weitere Ausweitung wird in der nächsten Zeit kommen. Denken Sie bei Aktien aber auch an die Folgen. Ich nenne als Stichwörter: Kapitalmaßnahmen oder Hauptversammlung. Alles, was damit zusammenhängt, muss rechtssicher ablaufen können, wenn man auch Aktien als Kryptowertpapiere ermöglicht. Wir würden darum bitten, sich das ganz genau anzuschauen und alles abzuklopfen, wo es Probleme geben könnte.

Gleiches gilt übrigens bei den Investmentfonds, wenn sie als Kryptowertpapiere begeben werden. Wir stehen dem grundsätzlich offen gegenüber. Aber auch hier der Hinweis: Denken Sie auch im Sinne des Anlegers an Dinge wie an das Investmentdreieck und die Kontrollpflichten durch die Verwahrstelle. Das müsste bei einer entsprechenden Erweiterung alles abgebildet werden.

Zum Schluss: Es ist die Frist von fünf Jahren zur Überprüfung der Maßnahmen angesprochen worden. Das würde in die übernächste Legislaturperiode führen. Das erscheint auch uns bei einem Gesetz in einem sehr innovativen Markt sehr lang. Zwei oder drei Jahre erscheinen uns angemessener.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Arora. Wir bleiben bei Herrn Steiniger, der auch die nächste Frage für die CDU/CSU-Fraktion stellt.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Herzlichen Dank. Ich möchte ein Stichwort von Herrn Arora aufnehmen und würde dazu gerne den Bitkom befragen, Herrn Hansen. Wie gehen wir eigentlich mit Fondsanteilen um? Derzeit ist die Möglichkeit nicht vorgesehen, diese als Kryptowertpapiere zu begeben. Können Sie das aus Ihrer Sicht beurteilen und im internationalen Vergleich – Stichwort Luxemburg – darstellen? Wo stehen wir, und wie würden Sie es machen, wenn Sie der Gesetzgeber wären?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, die Frage richtet sich an Herrn Hansen vom Bitkom.

Sv **Patrick Hansen** (Bitkom - Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation & neue Medien e.V.): Vielen Dank für die Frage, Herr Steiniger. Grundsätzlich: Wir vertreten in erster Linie keine Investmentfonds, das sei hier gesagt. Aber wir sprechen uns auf jeden Fall dafür aus, dass auch die Begebung von Investmentfondsanteilen über Kryptowertpapiere möglich sein sollte. Es gibt eigentlich keine technischen Gründe, die dagegen sprechen. Bereits 2017 hat das zum ersten Mal in Luxemburg stattgefunden. Deswegen sehen wir keinen triftigen Grund, weder technisch noch regulatorisch, der dagegen sprechen würde, Investmentfondsanteile über Kryptowertpapiere zu begeben.

Ich würde gern die Möglichkeit nutzen, auf eine weitere Forderung meines Vorredners einzugehen. Wir als Bitkom glauben nicht, dass die Kryptowertpapierregisterführung im Sinne des Depotgesetzes ein Bankgeschäft darstellt. Wir glauben deswegen auch nicht, dass die Kryptowertpapierregisterführung als Bankgeschäft reguliert werden sollte. Wie im Gesetzestext niedergeschrieben, handelt es sich bei der Registerführung ja lediglich um eine Bereitstellung, um die Pflege der technischen Infrastruktur für elektronische Wertpapiere.

Es geht hier nicht um die Verwahrung der Wertpapiere, sodass man Zugriff auf die privaten Schlüssel der Wertpapiere hätte. Deswegen sehen wir das als ein grundsätzlich anderes und neuartiges Geschäft an. Wir glauben, es wäre sachfremd, diese technische Dienstleistung als Bankgeschäft zu regulieren. Darüber hinaus glauben wir, dass dies nicht nur sachfremd, sondern auch unverhältnismäßig



wäre. Das wurde in der Runde des Öfteren angesprochen. Man muss sich vergegenwärtigen: Es gibt derzeit noch keine europäischen Vorgaben für diese Dienstleistung des Führens eines Kryptowertpapierregisters. Man hat also zunächst eine nationale Regelung. Außerdem ist es eine Dienstleistung, die in einem großen Maße von neuen Marktteilnehmern durchgeführt wird. Der Markt ist also gerade erst im Entstehen. Dazu kommt, dass der Anwendungsbereich der Kryptowertpapierregister zunächst begrenzt auf Schuldverschreibungen und eventuell Investmentfonds-Anteile ist.

An dieser Stelle national vorzupreschen und das als Bankgeschäft zu regulieren, würde den entstehenden Markt im Keim ersticken und im Zweifel dazu führen, dass diese Technologieunternehmen vielleicht sogar aus Deutschland in andere Jurisdiktionen auswandern. Dies würde ein großes wirtschaftliches Potenzial für Deutschland betreffen. Deswegen glauben wir, die Führung eines Kryptowertpapierregisters ist als Finanzdienstleistung im KWG gut verortet und sollte auf keinen Fall als Bankgeschäft reguliert werden.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Herr Steiniger?

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Ja, ich habe eine Nachfrage. Sie haben einen guten Überblick über die Akteure am Markt. Ich würde gerne noch einmal auf das Thema der Krypto-Fondsanteile zurückkommen. Sind denn die Akteure, die wir im deutschen Markt haben, in der Lage, beispielsweise die Fragen des Liquiditätsmanagements und des Investmentdreiecks zu lösen? Denn es wird immer gesagt – Herr Arora hat es eben angedeutet – dass das vielleicht schwierig ist. Wie würden Sie das einschätzen?

Sv **Patrick Hansen** (Bitkom - Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation & neue Medien e.V.): Es sind ja auch einige Akteure anwesend. Vielleicht können die gleich noch etwas persönlich dazu sagen.

Unsere Einschätzung als Verband ist, dass wir in Deutschland auf jeden Fall die notwendige technische Expertise haben. Deutsche Dienstleistungsunternehmen sind technologisch und regulatorisch mit an der Spitze, auch wenn man das international betrachtet. Es wäre kein Problem, die Problematik des Investmentdreiecks zu lösen.

Man könnte durchaus einschränken, dass der Emittent eines Krypto-Investmentfonds nicht selbst die Registerführung übernehmen würde, sondern dies an einen Dienstleister ausgelagert würde. Dann ließe sich das in meinen Augen problemlos machen. Wir haben dazu in Deutschland die Expertise und die Unternehmen.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Hansen. Wir machen weiter mit der AfD-Fraktion und Herrn König.

Abg. **Jörn König** (AfD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Wir haben zunächst eine technisch-redaktionelle Anmerkung: Wir würden darum bitten, dass immer wenn „Blockchain“ geschrieben wird, auch Blockchain gemeint ist! Wenn wir technologieoffen sein wollen – und das wollen wir ja wohl – sollte ansonsten der Begriff „Distributed-Ledger-Technologie“ verwendet werden. Es gibt andere Ansätze als die Blockchain, wie etwa Tangle, die wir für ziemlich aussichtsreich halten. Sie hat den Vorteil, dass je mehr Teilnehmer mitmachen, der Energieverbrauch immer geringer wird. Das ist sehr ressourcenschonend. Wir würden beim Gesetzentwurf um diese redaktionelle Korrektur bitten.

Ich habe noch eine Frage an Frau Gehra von Immutable Insight. Warum sollte man überhaupt elektronische Wertpapiere einführen? Welche Schwachpunkte sehen Sie im bestehenden System mit Globalurkunde und Effekten-Giroverkehr?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, die Frage richtet sich an Frau Gehra, Immutable Insight GmbH.

Sve **Katharina Gehra** (Immutable Insight GmbH): Vielen Dank für die Frage. Zunächst ist festzuhalten, dass Deutschland international eine der letzten Jurisdiktionen ist, in denen das erforderlich ist. Das heißt, wenn man sich an die ganze Breite internationaler Investoren wendet, muss man erst einmal erklären, dass man tatsächlich noch ein physisches Papier benötigt.

Wenn ich das ganz praktisch erklären darf: Was passiert eigentlich bei einem Token? Es gibt beispielsweise eine Firmen-Blockchain. Dann gibt es eine einheitliche Programmiersprache, mit der über einen Smart-Contract ein Papier emittiert wird. Natürlich hat das mit physischem Papier rein gar nichts zu tun. Das geschieht nur in der Computer-



welt, und zwar unmittelbar. Wenn Sie dann beispielsweise auf „etherscan.io“ gehen, könnten Sie das Papier sofort nachschauen, und es wäre sofort für alle erkenntlich und auch verfügbar. Wir könnten auch alle direkt miteinander interagieren.

Wenn ich ein Emittent in Deutschland bin, müsste ich sagen: „Halt!“ Bevor ich das machen kann, brauche ich ein Stück Papier. Das führt dazu, dass ich Anwälte mandatieren muss und in der Regel auch einen Steuerberater benötige. Ich brauche alle möglichen Leute, die mir Transaktionskosten in Rechnung stellen und die das Produkt langsamer machen. Am Ende des Tages kann ich dann erst eine elektronische Abbildung dessen emittieren.

Ich vergleiche das gerne mit einer E-Mail. Früher haben wir alle brav unsere Briefe ausgedruckt, hatten Papier, hatten Tinte, hatten Drucker, haben unterschrieben, haben gefaltet, brauchten Umschlag und Briefmarke und ab ging es zum Briefkasten. So ähnlich ist das heute noch mit Verträgen. Aber wir nutzen heute alle E-Mail. Und morgen werden wir, nach meiner Ansicht, alle Token nutzen. Letztlich ist ein Token eine technische Einheit, mit der ein Wert schneller, sicherer, billiger, internationaler und auch nachvollziehbarer und energieschonender von A nach B transportiert wird. Das wird sich durchsetzen, ob wir wollen oder nicht. Die Token-Ökonomie kommt. Jetzt können wir sagen: „Nein, wir wollen Papier!“ Das können wir gerne alles machen. Das hat nur mit der Realität spätestens in fünf Jahren nichts mehr zu tun. Entweder wir gestalten das jetzt und finden eine Gesamtstrategie, oder wir machen weiter ein komisches klein-klein. Aus meiner pragmatischen Sicht wäre das absurd.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Herr König, Sie haben noch eine Minute.

Abg. **Jörn König** (AfD): Ja, dann würde ich an Herrn Arora die Nachfrage stellen, ob er das auch so sieht, dass die Thematik so komplex ist, wie es Frau Gehra dargestellt hat.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Herr Arora, Deutsche Kreditwirtschaft.

Sv **Patrick Arora** (Deutsche Kreditwirtschaft (ff Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.)): Das ist natürlich komplex, völlig klar. In der Tat ist das eine neue Welt, und wir müssen Deutschland dafür fit machen. Wir können und wollen davor nicht

weglaufen. Im Gegenteil: Es geht ja darum, dass wir uns an die Spitze der Entwicklung setzen. Der Gesetzentwurf ist dazu ein guter Beitrag. Über einige Themen kann man diskutieren. Bei den Fondsanteilen kann man das ausweiten. Bei den Fonds besteht ein Treuhandverhältnis. Die Anleger geben ihr Geld einem Treuhänder zur kollektiven Vermögensanlage. Dabei müssen die Kontrollfunktionen gesichert werden, die es im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) gibt. Wir sind gerade dabei, die Liquiditätsmanagementtools im KAGB einzuführen. Das müsste sich entsprechend bei den Kryptowertpapieren fortsetzen. Das ist die Zukunft. Aber dann müsste man sich die Gesetze alle noch einmal daraufhin genau angucken.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Arora. Wir machen weiter mit der SPD-Fraktion und dem Kollegen Binding.

Abg. **Lothar Binding** (Heidelberg) (SPD): Vielen Dank, ich möchte nochmal die BaFin befragen. Stichwort: „effektiver Anlegerschutz“. Die BaFin ist ja künftig zuständig für die Aufsicht über das Führen eines Zentralregisters. Und auch für die Aufsicht über ein Kryptowertpapierregister. Mich würde interessieren – mit Blick auf das, was Frau Gehra gerade erzählt hat –, ob Sie mir erklären können, wie die Aufsicht über diesen Bereich künftig funktioniert. Vielleicht erläutern Sie es mit einer gewissen praktischen Komponente, die es auch einem Briefschreiber verständlich macht.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Frau Grimme von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Sve **Leonie Grimme** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Vielen Dank, sehr geehrte Damen und Herren und Herr Binding, für die Frage. Ich gehe auf Ihre Frage aus Sicht der Aufsichtspraxis gerne ein. Der Gesetzentwurf sieht die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde an, gerade für die dezentralen Kryptowertpapierregisterführer. Wir hatten schon verschiedene Meinungen gehört, auch zu der Ausgestaltung als neue Finanzdienstleistung, die eine Erlaubnis erforderlich macht, und auch Eigenkapitalanforderungen stellt.

Die neue Dienstleistung setzt zuverlässige und qualifizierte Geschäftsleitungen voraus. Daneben gibt es viele weitere Anforderungen. Herausgreifen würde ich gerne die Anforderungen an eine ange-



messene Geschäftsorganisation und an das Risikomanagement, die an die dezentrale Kryptowertpapierregisterführung gestellt werden. Man muss eine Balance zwischen den Bedürfnissen für innovative, neue Geschäftsfelder und den Aufsichtsanforderungen finden.

Frau Gehra hat ein sehr plastisches Beispiel gebracht, wie man neue Technologien nutzen kann, um Vorteile daraus zu ziehen, was Schnelligkeit oder Internationalität anbelangt. Dennoch gibt es auch andere Aspekte, gerade mit Blick auf den Anlegerschutz. Rechtssicherheit, Authentizität, Integrität und Fälschungssicherheit müssen gewährleistet sein.

Es muss auch zwischen allen Teilnehmern im Rechtsverkehr Klarheit herrschen: Mit wem habe ich es zu tun? Unterliegt er entsprechenden Verpflichtungen, die überwacht werden? Hält er diese Pflichten auch ein? Insofern bietet der Gesetzentwurf aus meiner Sicht eine ausgewogene Balance. Die Chancen, die diese neue Technologie durch die Möglichkeit bietet, elektronische Wertpapiere auch dezentral in einem Register zu führen, stehen auf der einen Seite. Andererseits ist eine Aufsicht dafür vorzusehen, die gewisse Anforderungen an die Personen bzw. Unternehmen stellt, die diese Dienstleistungen erbringen. Man braucht die entsprechenden Rahmenbedingungen, um einen angemessenen Ausgleich zwischen Chancen und Risiken zu finden. Das ist die Beurteilung aus Aufsichtsperspektive.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Frau Grimme. Herr Binding, wir haben noch eine Minute.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD): Die Minute wird geschenkt.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Wir machen weiter mit dem Kollegen Steiniger, der die nächste Frage für die Fraktion der CDU/CSU stellt.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Herzlichen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Frage geht an Herrn Prof. Dr. Omlor. Wie schätzen Sie die Einschränkung hinsichtlich der Krypto-Fondsanteile ein, dass diese noch nicht im Gesetzentwurf berücksichtigt worden sind? Das ist zwar keine juristische Frage, aber Sie beschäftigen sich ja den ganzen Tag mit dem Thema.

Wenn Sie dann noch Zeit haben, könnten Sie vielleicht erläutern, wie sich die Rechtsunsicherheit, die Sie an verschiedenen Stellen kritisieren, in der Praxis auswirken kann.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Prof. Dr. Omlor, Phillips Universität Marburg.

Sv **Prof. Dr. Sebastian Omlor** (Philipps-Universität Marburg): Die Frage der Berücksichtigung von Fondsanteilen betrifft den Zukunftsaspekt, den ich vorhin schon angesprochen habe. Meine Grundtendenz ist, dass wir eine weitere Öffnung für die Tokenisierung brauchen. Die Tokenisierung sollte aber rechtssicher sein, da wir nur mit guten Regeln einen attraktiven Standort für internationale Akteure bieten. Ich bin grundsätzlich dafür, weitere Öffnungsschritte möglichst noch in dieser Legislaturperiode vorzunehmen, soweit es der Regelungsaufwand und die parlamentarischen Prozesse zulassen.

Zum zweiten Aspekt in Bezug auf die Rechtsunsicherheit: Die Sachenfiktion ist ein zentrales Problem, bei dem es sich der Gesetzgeber im Moment etwas zu einfach macht. Was bedeutet Rechtsunsicherheit konkret? Es bedeutet mehr Transaktionskosten, da für eine rechtliche Absicherung mehr Anwältinnen und Anwälte bezahlt werden müssen. Es muss ggf. eine Versicherung abgeschlossen werden oder es müssen Risiken in Kauf genommen werden, die weder juristisch, noch technisch oder durch eine Versicherung ausgeräumt werden können. Darüber hinaus stellt sich die Kostenfrage, ob man es überhaupt in Deutschland oder vielleicht lieber in Lichtenstein oder in der Schweiz umsetzt, wo es schon die Token-Aktie seit dem 1. Februar 2021 gibt.

Es ist auch eine rechtsästhetische Frage, also eine Frage der Rechtsklarheit, der Qualität und des Niveaus einer rechtlichen Regelung. Wenn der Gesetzgeber eine Sachenfiktion anordnet, obwohl diese an vielen Stellen mit dem für anwendbar erklärten Sachenrecht nicht in Einklang zu bringen ist, dann ist das schlechte Gesetzgebung.

Man könnte auch noch im jetzigen Stadium des Gesetzgebungsverfahrens mit relativ einfachen Methoden den Gesetzentwurf verbessern. Wie ich vorgeschlagen habe, könnte man sich von der Sachenfiktion lösen und in Richtung des § 90a BGB gehen. § 90a BGB regelt, dass Tiere keine Sachen sind, aber



alle Vorschriften für Sachen entsprechend auf Tiere angewendet werden, soweit es passt und sachgerecht ist. Eine solche Lösung stelle ich mir auch für Token vor. Die genannten Risiken, insbesondere für das Massengeschäft, würden auf diese Weise reduziert.

Die Sachenfiktion ist aber nur ein Problembereich. Ein weiterer Bereich ist die Übertragung von sammelverwahrten elektronischen Schuldverschreibungen. Auch hier macht es sich der Gesetzgeber mit dem jetzigen Gesetzentwurf relativ einfach, wenn er sagt, es läuft nach dem klassischen Depotrecht ab. Wir wissen alle, dass das mit dem klassischen Depotrecht eine schwierige Sache ist. Wenn ich beispielsweise eine Siemens-Aktie kaufe und übertrage, werde ich gestufter Mitbesitzer an einem Stück Papier, das in irgendeinem Frankfurter Safe liegt, aber niemals von A nach B bewegt wird. Alleine diese Konstruktion bedarf mehrerer Semester eines Jurastudiums, und selbst dann verstehen es noch nicht alle. Ich würde mich da einschließen. Das ist wild umstritten. Wir bewegen uns damit im letzten Jahrhundert, um es positiv auszudrücken.

An dieser Stelle macht es sich der aktuelle Gesetzentwurf einfach und sagt, wir nehmen diese schwer zu begreifende sachenrechtliche Konstruktion und übertragen sie auf die Token, die bekanntermaßen noch nicht einmal Sachen sind. Das ist die Quadratur des Kreises, bei der selbst Juristen nicht mehr weiter helfen können.

Diese Regelung, auf die aus Vereinfachungsgründen verwiesen werden soll, passt nicht. Meine Empfehlung wäre eine konkrete, sachgerechte Regelung, nach der eine Übergabe von Token nicht möglich ist. Denn ansonsten haben wir wieder die Rechtsunsicherheit, und die Verwender gehen lieber in die Schweiz.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Prof. Dr. Omlor. Wir machen weiter mit der Fraktion der FDP und dem Kollegen Schäffler.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich habe an Herrn Siebert, Kapilendo AG, und Frau Gehra eine Frage zur Ausweitung des Anwendungsbereichs. Wenn Sie ganz ehrlich sind – Sie können hier offen sprechen –, ist der Gesetzentwurf eine ganz kleine Nummer, die uns jahrelang zurückwirft. Denn bis das Gesetz wieder angepasst wird, werden einige Jahre vergehen.

Wäre es nicht notwendig, jetzt schnell zu handeln und über die einfachen Schuldverschreibungen hinaus weitere Öffnungen vorzunehmen? Was im Fondsbereich gemacht wird, ist nichts Besonderes. Das ist nur der elektronische Bereich. Das ist eigentlich total langweilig.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich zunächst an Herrn Siebert, Kapilendo AG.

Sv **Jens Siebert** (Kapilendo AG): Vielen Dank für die Frage, Herr Schäffler. Vielleicht erlauben Sie mir vorher, noch zwei kurze Hinweise zu geben.

Zum einen möchte ich auf die Frage von Herrn Binding zur laufenden Aufsicht einen Bericht aus der Praxis geben. Unser Unternehmen befindet sich gerade im laufenden Erlaubnisverfahren für die Kryptoverwahrung. Ich kann von dem regelmäßigen Austausch mit der BaFin berichten, der sehr konstruktiv ist und in der Sache sehr qualifiziert stattfindet. Wir haben hinsichtlich der Einrichtung einer Aufbau- und Ablauforganisation entlang der Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) einen sehr konstruktiven und proportionalen Austausch mit der BaFin. Genauso positiv ist der technische Sachverstand des verantwortlichen IT-Referats auf Seiten der Aufsicht hervorzuheben. Das trifft derzeit möglicherweise nicht den allgemeinen politischen Ton. Das ist zur Klarstellung, glaube ich, auch einmal erlaubt.

Zum anderen habe ich noch einen kurzen Hinweis zu den Ausführungen von Herrn Arora zur Qualifizierung der ...

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Könnten Sie bitte meine Fragen beantworten, weil ansonsten Frau Gehra keine Zeit mehr hat.

Sv **Jens Siebert** (Kapilendo AG): Dann lassen Sie mich gerne direkt auf Ihre Frage eingehen. Ich glaube, es ist vollkommen richtig, was Sie sagen. Der Gesetzesentwurf hat einen hohen Innovationsgrad, wenn der Anwendungsbereich entsprechend interpretiert wird. Insbesondere der Antrag der Fraktion der FDP enthält den richtigen Punkt, dass der Anwendungsbereich schnell auszuweiten ist.

Im Aktienbereich gibt es zivilrechtliche Überlegungen, die einer unmittelbaren Ausweitung entgegenstehen. Aber insbesondere zu den Kryptoinvestmentfondsanteilen sind die Ausführungen der verschiedenen Sachverständigen eindeutig gewesen.



Danach wäre heute sowohl aus rechtlicher, technischer und organisatorischer Sicht eine Ausweitung ohne Probleme möglich.

Ein wichtiger Punkt ist, dass das Investmentdreieck aus Anleger, Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) und Verwahrstelle auch bei einer Anwendung auf Kryptoanteilsscheinen weiterhin Bestand hat. Dabei ist besonders zu betonen, dass das Investmentdreieck mit seiner laufenden Kontrollfunktion noch wirksamer wird, da Transaktionen auf der Blockchain für jedermann einsehbar sind und damit viel transparenter sind.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Jetzt bitte Frau Gehra, Immutable Insight GmbH.

Sve **Katharina Gehra** (Immutable Insight GmbH): Der Gesetzentwurf geht eindeutig nicht weit genug. Das Grundproblem ist, dass wir uns in einem pfadabhängigen System befinden und in Kammern und Kategorien denken. Jetzt kommt aber eine Technologie daher, die keine Rücksicht darauf nimmt, welche Rechtsformen oder Kategorien wir haben.

Wenn wir die Möglichkeiten der Technologien optimal nutzen wollen, müssen wir sie als Infrastruktur-Thema verstehen. Wir müssen verstehen, dass diese Technologie Datenintegrität ermöglicht und dass sie einen Paradigmenwechsel erster Güte darstellt. Viele unserer Rechtsgrundüberlegungen lassen sich einbeziehen, wenn wir sie klar und eindeutig adressieren. Stattdessen werden irgendwelche minimalen Schritte gemacht, nur um hinterher sagen zu können, dass man etwas mit einer Strategie gemacht habe. Mit dem Gesamtplan hat das leider überhaupt nichts zu tun.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Frau Gehra. Wir machen weiter mit dem Kollegen De Masi, der die nächste Frage für die Fraktion DIE LINKE. stellt.

Abg. **Fabio De Masi** (DIE LINKE.): Vielen Dank. Ich möchte wieder Frau Rechtsanwältin Frau Otto befragen. Sie haben in der ersten Runde die Probleme ausgeführt, die Sie noch beim registerführenden Emittenten und bei der entsprechenden Regulierung sehen. Ich möchte Sie fragen, ob die Begriffe „registerführender Emittent“ und „sonstiges Register“ konkreter im Gesetzentwurf definiert werden sollten. Warum ist eine Rechtsverordnung nach Ihrer Auffassung dafür nicht hinreichend? Welchen praktikablen Vorschlag haben Sie? Sie deuten in

der Stellungnahme an, dass man es über das MaRisk auf der Grundlage von § 25a Kreditwesengesetz machen könnte.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Frau Otto, COT Legal.

Sve **Claudia Otto** (COT Legal): Warum sollten die Begriffe „registerführender Emittent“ und „sonstiges Register“ in § 4 Absatz 1 eWpG, der die Begriffsbestimmungen enthält, definiert werden? Dahinter steht die Idee, dass wir den registerführenden Emittenten tatsächlich auch greifen können. Dessen Machtposition muss sichtbar werden. Sie darf nicht aus einem Schweigen, aus reiner Nachlässigkeit oder vielleicht auch aus Unkenntnis heraus resultieren, wie es im Moment im § 16 eWpG der Fall ist. Diese Machtposition muss klar und deutlich formuliert werden und mit Rechten und Pflichten flankiert werden. Es muss klar hervorgehen, dass eine Erlaubnis nach § 32 KWG erforderlich ist. Wir haben in unserer Stellungnahme ein paar Formulierungsvorschläge aufgeführt, die natürlich nicht zwingend sind.

Zum „sonstigen Register“: Das kann man auch anders benennen. Damit soll verdeutlicht werden, dass ein Register nicht nur ein reines Textdokument oder eine reine Textabfolge sein kann und muss, sondern es kann auch verschachtelt sein, also sozusagen als Register im Register. Hier gibt es sehr viele Umsetzungsmöglichkeiten, die Sie sich noch einmal anhand der Folie, die ich heute verteilt habe, ansehen können.

Zur Frage, warum eine Rechtsverordnung nicht genügt: Eine Rechtsverordnung regelt das „Wie“. Ein Gesetz regelt das „Ob“. Wenn das Gesetz nicht das „Ob“ regelt, kann die Rechtsverordnung das „Wie“ nicht umsetzen bzw. bestimmen.

Die Verordnungsermächtigung in § 23 eWpG ist schon sehr gut umgesetzt. Sie enthält auch Verweise auf § 7 eWpG, insbesondere auf die Schadenersatzpflicht und die Pflichten der registerführenden Stelle. Solange es aber im § 7 eWpG eine Lücke gibt, aufgrund derer ein registerführende Emittent eine Schwachstelle oder einen glücklichen Zufall im Kryptoregister für einen Missbrauch ausnutzen kann, solange können wir dieses Problem nicht durch Regelungen in einer Rechtsverordnung beheben. Deswegen müssen wir im Gesetzentwurf diesen Missbrauchstatbestand adressieren.



Zu Ihrer letzten Frage zur MaRisk: Die MaRisk kann im Gegensatz zu einer Rechtsverordnung sehr flexibel auf Änderungen und auf den technischen Fortschritt reagieren. Eine Rechtsverordnung ist hingegen sehr starr. Die MaRisk betrachtet die Risiken, wird regelmäßig erneuert, identifiziert neue Risiken und bestimmt, wie diesen Risiken begegnet werden kann. Sie bestimmt insbesondere, wie den Risiken begegnet werden muss, um entsprechende Anforderungen zu erfüllen und die Erlaubnis behalten zu dürfen.

Deshalb ist eine von Seiten der BaFin regelmäßig anpassbare Regelung bzw. Vorgabe wesentlich sinnvoller als eine Rechtsverordnung, die in der erforderlichen Form von § 23 eWpG noch nicht erfasst wird. Auf der obersten Ebene muss § 7 eWpG um eine Risikominderung („Risk mitigation“) ergänzt werden, um den genannten Missbrauchsmöglichkeiten begegnen zu können. Auf der untersten Ebene muss nach dem Vorbild der MaRisk den Risiken begegnet werden, die durch die vielen technischen Möglichkeiten und die besondere Kreativität der Blockchain-Anbieter und Entwickler regelmäßig hinzukommen. Dazu bietet eine MaRisk-ähnliche Regelung wesentlich mehr Möglichkeiten als eine Rechtsverordnung.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Frau Otto. Wir machen weiter mit der Fraktion der CDU/CSU und dem Kollegen Steiniger.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Meine Fragen gehen an Herrn Arora. Sie fordern in Ihrer Stellungnahme ein Level-Playing-Field ein. Ich würde ich Ihnen gerne die Möglichkeit geben, das nochmal näher auszuführen.

Meine zweite Frage geht in die Richtung, die wir heute schon kurz angerissen haben, nämlich die Rolle der Abwicklungs- und Verwahrsgesellschaft Clearstream. Wie wird sich deren Rolle in Zukunft entwickeln? Wer sind aus Ihrer Sicht neue Akteure und welche Rolle haben sie in Zukunft?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Fragen richten sich an Herrn Arora, Deutsche Kreditwirtschaft.

Sv **Patrick Arora** (Deutsche Kreditwirtschaft (ff Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.)): Die erste Frage bezog sich auf das Level-Playing-Field. Ich würde gerne darauf hinweisen, dass die Übertragung der Kryptowertpapiere von einem Anleger

auf einen anderen Anleger wie bei der depotmäßigen Verwahrung im Depotkonto erfolgt, also im Kryptowertpapierregister selbst, ohne Mitwirkung eines Dritten. Das rechtfertigt aus unserer Sicht die gleiche Beaufsichtigung wie beim Register über elektronische Wertpapiere.

Das Ganze ist natürlich auch mit Kosten verbunden, wie der Kollege schon gesagt hat. Allerdings sollte aus unserer Sicht der Wettbewerb nicht über das Aufsichtsrecht stattfinden, sondern über das beste Angebot für den Anleger. Gleiche Risiken und gleiche Tätigkeiten sollten der gleichen Regulierung unterliegen. Insofern ist es ein Thema des Level-Playing-Fields und der Anpassung von Regelungen, die identisch sein sollten.

Zur zweiten Frage, die sich auf Clearstream bezog: Herr Prof. Dr. Omlor hat am Anfang schon darauf verwiesen, dass wir im deutschen Recht gewisse Begrenzungen hinsichtlich der Rolle des Zentralverwahrers haben. Es gibt nach wie vor die Central Securities Depositories Regulation (CSDR), die hinsichtlich der Frage der Einbuchung von Wertpapieren in den Effekten giroverkehr sozusagen eine Monopolstellung einnimmt. Das ist nationalstaatlich nicht anders regelbar. Dafür müsste die CSDR geändert werden. Auf europäischer Ebene gibt es mit einem Pilotregime entsprechende Überlegungen, im Bereich der Kryptowertpapiere Veränderungen vorzunehmen. Zwar kommt es beim Pilotregime derzeit noch zu Verzögerungen im Europäischen Parlament. In der Folge könnte sich aber eine andere Situation für Clearstream ergeben. Im Moment lässt sich aus nationaler Sicht daran aber nichts ändern. Die Entwicklung wird weitergehen, und auch die Frage, ob ein Zentralverwahrer in dieser Form noch dauerhaft gebraucht wird, wird noch einmal auf der Tagesordnung stehen. Beim vorliegenden Gesetzentwurf wird sich in dieser Hinsicht wahrscheinlich aber nichts ändern lassen.

Ich würde gerne in dem Zusammenhang noch auf eine Sache hinweisen wollen, weil es auch um Wettbewerb ging. Es ist gerade gesagt worden, dass dieser Gesetzentwurf zu kurz greift und zu wenig regelt. Ja, das kann man so sehen. Man kann natürlich sagen, wir sind wieder zu langsam und zu zögerlich. Das ist richtig. Andererseits muss man aber auch sagen, dass ein solches Regelungskonstrukt mit Wertpapieren entsprechend komplex ist. Wenn Sie das Vertrauen der Anleger in den Markt erreichen wollen, brauchen wir einen entsprechenden



Rechtsrahmen. Es gibt schon sehr viel Regulierung im Bereich des Bankenwesens und des Wertpapierhandels. Uns ist daran gelegen, dass neue Marktanbieter, die mit einem gleichen Angebot kommen, auch gleichen Regelungen unterliegen. Ich bin jederzeit gerne bereit, über eine Absenkung bzw. Flexibilisierung der Regelungen im klassischen Wertpapierhandel zu diskutieren. Einen Wettbewerb im Aufsichtsrecht sollte es aber nicht geben.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Arora. Wir machen weiter mit der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. Herr Kollege Dr. Bayaz stellt die nächste Frage.

Abg. **Dr. Danyal Bayaz** (B90/GR): Ich möchte Frau Gehra fragen. Wie schätzen Sie grundsätzlich das Potenzial in der Industrie ein – Stichwort Token-Ökonomie? Wo sehen Sie hier noch den größten Handlungsbedarf für den Gesetzgeber?

Dann habe ich noch eine kurze Anschlussfrage zum Stichwort „digitale Identität“. Das ist ein anderes spezielles Thema, bei dem ich glaube, dass es durchaus Verbindungen zu dem gibt, was wir hier besprechen. Wie schätzen Sie diese Verbindung ein?

Frau Gehra, ich wäre Ihnen dankbar, wenn Sie ein oder zwei Minuten für die Kollegen von der BaFin übrig lassen könnten. Heute ist Einiges in der Presse mit Blick auf Personalentscheidungen zu lesen. Dazu wollte ich Sie aber jetzt gar nicht befragen. Vielmehr ist auch über den geplanten Stellenaufwuchs bei Ihnen im Haus zu lesen. Wie schätzen Sie das organisatorische Setup als auch die Manpower der BaFin nicht nur beim Thema elektronische Wertpapiere, sondern zu DLT im weiteren Sinne ein? Wie sind Sie diesbezüglich aufgestellt?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die ersten Fragen richteten sich an Frau Gehra, Immutable Insight GmbH.

Sve **Katharina Gehra** (Immutable Insight GmbH): Vielen Dank. Die Themen greife ich gerne sehr schnell und zeiteffizient auf. Zur Frage des Potenzials für die Industrie insgesamt: Hierzu ist festzuhalten, dass es wichtig ist, immer zwischen der Blockchain als Technologie und dem, was allgemein als „Krypto“ bezeichnet wird, zu unterscheiden. Das kann nicht oft genug betont werden. Für mich hat die Token-Ökonomie das größte Potenzial für unsere Generation, um mehr Wirtschaftswachstum,

Wohlstand und auch mehr Produktivität zu erreichen. Das wird nur gehen, wenn wir die Token-Ökonomie ermöglichen und zulassen, und nicht schon ex-ante verhindern. Es ist sehr wichtig zu verstehen, dass für die Industrie die Themen Machine-to-Machine-Communication (M2M) und Industrie 4.0 essentiell sind, ansonsten werden wir die genannten Ziele nicht erreichen.

Deswegen ist es auch wichtig, dass wir die Dinge nicht verkomplizieren und langsamer oder schlechter machen. Am Ende des Tages sind Token nur ein Medium, die in vielen Bereichen der Industrie, in der Automobilindustrie oder der Logistik essentiell sind. Die Token und die Token-Ökonomie sind so viel mehr als nur Krypto. Es ist sehr wichtig, das zu verstehen.

Zur zweiten Fragen zur Token-Ökonomie: Ja, es gibt manche Token, die schlecht programmiert sind. Das mag so sein. Aber das sieht und merkt jeder sofort, da es offensichtlich und offen ist. Das heißt, es ist wichtig, noch einmal festzustellen, dass es sich um eine transparente Infrastruktur handelt.

Vieles von dem, was wir heute versuchen zu regulieren oder zu klären, ist ein Möglichenmachen von Transparenz und Integrität. Beides weist die Technologie aber schon auf, sodass wir in dieser Richtung nichts zusätzlich machen müssen.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Frau Gehra. Wir machen mit dem zweiten Teil der Frage weiter, der an Herrn Oberfrank von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht geht.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich hoffe, ich habe die Frage richtig verstanden. Ich habe verstanden, dass es um den Stellenaufwuchs und die Stichworte Transformation der BaFin einerseits, aber auch um den Bereich geht, über den wir heute reden.

Ich muss zugeben, was den Stellenaufwuchs angeht, bin ich ähnlich wie Sie nur ein Leser der Presse. Ich bin zwar Teil dieses im Augenblick stattfindenden Transformationsprojekts. Ich bin aber nur in einem Teilprojekt tätig und habe daher nur die Sicht auf einen kleinen Ausschnitt. Insofern fürchte ich, dass ich dazu nicht sehr viel sagen kann. Auch ich habe heute in der Zeitung gelesen, dass der Verwaltungsrat darüber befinden wird.



Deswegen möchte ich zu dem Thema elektronische Wertpapiere oder digitale Kompetenzen übergehen. Ich glaube, wir befinden uns in einer guten Ausgangssituation. Zum einen soll es eine neue Finanzdienstleistung geben, die in bestehende Strukturen eingegliedert werden soll. Deswegen sitzt auch Frau Krimme hier, die damit befasst sein wird. Wir haben bereits vor Jahren eine Grundsatzgruppe IT gegründet. Einer meiner Vorredner, ich glaube Herr Siebert von Kapilendo AG, hat vorhin Gespräche mit der BaFin erwähnt. Ich weiß nicht, mit wem Sie die Gespräche geführt haben. Wahrscheinlich wird es jemand aus dieser Gruppe oder der Einheit von Frau Krimme gewesen sein.

Wir nutzen heute schon die üblichen Strukturen. Wir bauen unser IT-Knowhow auf, um zu verstehen, was in der Industrie passiert, und zwar nicht nur bei den Startups und den jungen, digitalen Unternehmen, sondern auch bei den Banken. Letztere verändern sich kontinuierlich, und es gibt neue Akteure.

Schließlich bauen wir unser Knowhow zu den Token-Verfahren auf. Wir wussten auch nicht von Anfang an, was ein Security-Token ist. Dieses Wissen haben wir uns aneignen müssen. Wir haben diverse Hinweisschreiben veröffentlicht, wie wir diese Dinge aufsichtsrechtlich behandeln wollen. Das war ein Prozess. Ich gebe zu, das war nicht immer einfach. Aber ich glaube, seit einiger Zeit funktioniert dieser Prozess, zumindest aus unserer Sicht, reibungslos. Insofern denke ich, sind wir gar nicht so schlecht aufgestellt.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Wir machen weiter mit der letzten Frage in dieser Anhörung, die der Kollege Schraps für die Fraktion der SPD stellt.

Abg. **Johannes Schraps** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich würde gerne noch eine Frage an Herrn Arora stellen, bei der es um die Frist zwischen der Niederlegung der Emissionsbedingungen und der Eintragung in das Register geht. Damit sozusagen ein elektronisches Wertpapier entstehen kann, soll es der Niederlegung der Emissionsbedingungen beim Registerführer und der Eintragung in das Wertpapierregister bedürfen. Nach dem Gesetzentwurf ist dafür eine Frist von einem Monat vorgesehen. Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme zum Gesetzentwurf um Prüfung gebeten, ob

diese Frist zwischen Niederlegung der Emissionsbedingungen und der Eintragung in das Register verlängert werden kann. Dazu hat die Bundesregierung eine Prüfung zugesagt.

Mich würde konkret interessieren, ob aus Ihrer Sicht die maximal zulässige Zeitspanne von einem Monat zwischen Niederlegung der Emissionsbedingungen und Eintragung des Wertpapiers in das elektronische Wertpapierregister ausreichend ist oder ob Sie einen Bedarf für eine Verlängerung sehen.

Wenn Sie die Frage relativ schnell beantworten könnten, würde ich sie gerne auch an Frau Gehra und Herrn Siebert weitergeben wollen. Danke.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Die Frage richtet sich zunächst an Herrn Arora, Deutsche Kreditwirtschaft.

Sv **Patrick Arora** (Deutsche Kreditwirtschaft (ff Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.)): Vielen Dank für die Frage. Ich glaube, ich kann das in der Tat kurz machen. Wir würden uns für eine Flexibilisierung einsetzen wollen. Ich halte es für sinnvoll, in dem Zusammenhang eine Veränderung vorzunehmen. Gleiches gilt im Übrigen auch bei den Pfandbriefen. Dort gibt es, wenn man die Pfandbriefe elektronisch begeben will, vielleicht noch die Chance einer Anpassung an das herkömmliche System, wie wir es bisher bei den Pfandbriefen kennen. Insofern würden wir uns dem Vorschlag des Bundesrates anschließen wollen.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Arora. Dann geht die gleiche Frage an Frau Gehra, Immutable Insight GmbH.

Sve **Katharina Gehra** (Immutable Insight GmbH): Vielen Dank. Ich versuche auch, es kurz zu machen. Grundsätzlich begrüßen wir alles, was mehr zulässt und mehr Möglichkeiten und Chancen bietet, die Weiterentwicklung und Anwendbarkeit der Technologie voranzutreiben.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Frau Gehra. Dann geht die Frage noch an Herrn Siebert, Kapilendo AG.

Sv **Jens Siebert** (Kapilendo AG): Vielen Dank. Ich mache es auch kurz. Wir folgen auch den Vorschlägen des Bundesrats und der Flexibilisierung im Hinblick auf die Niederlegung der Emissionsbedingungen.



Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Zwei Minuten gehen zurück an Herrn Schraps, weil alle so schnell waren.

Abg. **Johannes Schraps** (SPD): Das ist gut. Dann würde ich die Frage noch an Herrn Hansen weitergeben wollen.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank, Herr Schraps. Dann geht die Frage auch noch an Herrn Hansen von Bitkom.

Sv **Patrick Hansen** (Bitkom - Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation & neue Medien e.V.): Vielen Dank für die Frage. Ich tanze hier nicht aus der Reihe. Auch der Bitcom spricht sich hier für eine Flexibilisierung aus.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Vielen Dank. Damit sind wir am Ende der heutigen Anhörung. Ich darf mich ganz herzlich bei allen Sachverständigen bedanken,

dass Sie uns mit sachkundigen Auskünften hier zur Verfügung gestanden haben. Ich darf mich bei den Kolleginnen und Kollegen bedanken und darauf hinweisen, dass die Sitzung des Finanzausschusses am Mittwoch dieser Woche in rein digitaler Form stattfindet. Ich wünsche Ihnen allen, dass Sie gesund bleiben, und würde mich freuen, wenn wir uns mal wieder persönlich austauschen können.

Schluss der Sitzung: 15:07 Uhr

Katja Hessel, MdB

Vorsitzende



- Anlagenverzeichnis -

- Anlage 1:** Stellungnahme des Bitkom - Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V.
- Anlage 2:** Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft
- Anlage 3:** Stellungnahme der Immutable Insight GmbH
- Anlage 4:** Stellungnahme der Kapilendo AG
- Anlage 5:** Stellungnahme Prof. Dr. Sebastian Omlor, Philipps-Universität Marburg
- Anlage 6:** Stellungnahme der COT Legal
- Anlage 7:** Stellungnahme der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

Stellungnahme

Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz und des Bundesministeriums der Finanzen – Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

10.09.2020

Seite 1

1. Einleitung

Der Bitkom begrüßt den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren ausdrücklich. Vor knapp einem Jahr wurde die [Blockchain Strategie der Bundesregierung](#) veröffentlicht, deren Untertitel lautet: „Wir stellen die Weichen der Token-Ökonomie“. Der vorgelegte Gesetzesentwurf ist ein wesentlicher Schritt in diese richtige Richtung. Er schafft dringend benötigte Rechtssicherheit für Verbraucher und Unternehmen und treibt die Digitalisierung in Deutschland voran. Die „Dematerialisierung“ von Wertpapieren, auch wenn diese im ersten Schritt „nur“ Schuldverschreibungen umfasst, ist in unserem digitalen Zeitalter überfällig. Auch Aktien und Investmentfonds sollten zeitnah folgen und „dematerialisiert“ werden.

Die sachenrechtliche Regelung, nach der auch „nicht-körperliche“ bzw. digitale Werte als Sache definiert werden können, ist ein wichtiger Meilenstein im deutschen Zivilrecht. Zudem ist zu begrüßen, dass der Gesetzesentwurf einen technologieneutralen Ansatz verfolgt. Sowohl bestehende Systeme bzw. zentrale Register, als auch auf Distributed-Ledger-Technologie (DLT) basierende „Kryptowertpapierregister“ sollen für die Registrierung und Emission elektronischer Wertpapiere genutzt werden dürfen. Nach der Einführung der Kryptoverwahrlicenz Anfang des Jahres setzt die Bundesregierung damit weitere regulatorische Rahmenbedingungen für den weltweit anerkannten Blockchain Standort Deutschland.

Nichtsdestotrotz werden gerade für junge Marktteilnehmer auch hohe Hürden und Anforderungen eingeführt, die der Innovation und dem Wettbewerb in Deutschland schädlich sein könnten. Deswegen sollte für die neue Rolle der registerführenden Stelle eines Kryptowertpapierregisters eine Übergangsregelung für eine vorübergehende Erlaubniserteilung wie beim Kryptoverwahrgeschäft eingeführt werden. Ansonsten werden Unternehmen, die solche Dienstleistungen heute schon anbieten (und keine Zentralverwahrer sind) die Lizenz erst in ca. 2 Jahren (Gesetzgebung, BaFin-Verlautbarungen, Lizenzverfahren etc.) erhalten.

Auch die Eintrittsbarrieren für kryptowertpapierregisterführende Stellen sind, u.a. mit einem Anfangskapital von EUR 730.000, sehr hoch gewählt und könnten Innovationen

Bitkom
Bundesverband
Informationswirtschaft,
Telekommunikation
und Neue Medien e.V.

Patrick Hansen
Bereichsleiter Blockchain
T +49 3027576-410
p.hansen@bitkom.org

Albrechtstraße 10
10117 Berlin

Präsident
Achim Berg

Hauptgeschäftsführer
Dr. Bernhard Rohleder

und Wettbewerb aus dem Markt drängen. Es ist zu erwarten, dass angesichts dieser Hürden Wertpapiere (security token) wie bisher im aufsichtsrechtlichen Sinn begeben werden, die keine Wertpapiere i.S.d. Zivilrechts und Depotgesetzes sind. Doch genau letzteres möchte der Gesetzgeber mit vorgelegtem Entwurf eigentlich ermöglichen. Grundsätzlich sollte auch der Emittent ein Kryptowertpapierregister führen können. Ob dieser dafür auch eine Erlaubnis benötigt – wovon derzeit ausgegangen wird – sollte eindeutig klargestellt werden.

Die Depotbank-Lizenz-Pflicht für die Verwahrung von Kryptowertpapieren ist für neue Marktteilnehmer mit Kryptoverwahrlicenz eine weitere hohe Hürde. Hier sollte eine Absenkung der Anforderungen (z.B. Kapitalanforderungen) für jene Unternehmen, die lediglich Kryptowertpapiere bis zu einer gewissen Höhe verwahren, erfolgen, um junge innovative Unternehmen nicht aus dem Markt zu spülen. Zudem sollten Kryptowertpapiere auch auf den Namen eines Kryptoverwahrers in ein Kryptowertpapierregister als weitere Form der Sammelverwahrung eingetragen werden können, sodass auch Kryptoverwahrer solche Kryptowertpapiere „verwahren“ können und nicht nur Depotbanken.

Obwohl öffentliche DLT-Infrastrukturen zwar explizit als eine Möglichkeit für die dezentrale Kryptowertpapierregisterführung genannt werden, machen gewisse Anforderungen (wie die Angabepflicht) die vollständig dezentrale Abbildung der Wertpapiere derzeit unmöglich bzw. unattraktiv. Für die Umsetzung des Kryptowertpapierregisters über ein öffentliches, dezentrales System stellt sich eine ganze Reihe von offenen Fragen (z.B. bzgl. Finalität, Art der Weisung etc.), die seitens der Bundesregierung adressiert werden sollten. Die Potenziale für die Übertragung und den Handel von DLT-basierten Wertpapieren, insbesondere über öffentliche DLT-Infrastrukturen, werden in unseren Augen noch nicht voll ausgeschöpft.

Ein einheitlicher, europäischer Markt ist insbesondere für den Handel mit Kryptowertpapieren entscheidend. Diesbezüglich sollte die Bundesregierung den Gesetzesentwurf in die anstehende EU-Regulierung von Krypto-Werten einbetten und die auf europäischer Ebene diskutierte Einführung einer „Sandbox“ für den Handel und die Verwahrung von Krypto-Wertpapieren im Rahmen ihrer EU-Ratspräsidentschaft aktiv vorantreiben.

Im Folgenden erfolgt eine detaillierte Stellungnahme zu den einzelnen Punkten des Gesetzesentwurfs, wobei der Fokus auf das Kryptowertpapierregister und öffentliche DLT-Systeme gesetzt wird.

2. Kryptowertpapierregister

Vorläufige Erlaubnis für Kryptowertpapierregisterführer – Aufnahme von

Übergangsfristen: Die Gleichstellung von Kryptowertpapieren mit urkundlich verbriefen Wertpapieren ist zu begrüßen. Das Bedürfnis, eine verantwortliche und haftende Stelle zu etablieren, die wie ein Haftungsdach die ordnungsgemäße Begebung und Umtragung von Kryptowertpapieren überwacht und für die Zurverfügungstellung und Pflege der technischen Begebungsinfrastruktur einsteht, ist nachvollziehbar. Eine solche Rolle soll die registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregisters übernehmen. Damit diese Rolle auch bei Inkrafttreten des Gesetzes von bereits am Markt agierenden Unternehmen übernommen werden kann, die solche Dienstleistungen bereits heute für Emittenten anbieten, sollten Übergangsregelungen für eine vorübergehende Erlaubniserteilung wie beim Kryptoverwahrgeschäft für die Erbringung der Kryptowertpapierregisterführung eingeführt werden. Wie beim Kryptoverwahrgeschäft ist eine Regelung sinnvoll, die eine vorläufige Erlaubniserteilung mit Einreichung einer Absichtsanzeige bis zur Einreichung eines vollständigen Erlaubnisanspruchs vorsieht. Grund hierfür ist, dass es die ersten erlaubten Registerführer (außer eines Zentralverwahrers) andernfalls erst in ca. 24 Monaten von heute an geben wird (Gesetzgebung, Verlautbarungen der BaFin etc.). Es sollte ein echtes Wettbewerbsumfeld geschaffen werden, andernfalls werden heute bereits etablierte Unternehmen, die DLT-Infrastrukturen für Emissionen nutzen, ausgeschlossen, sofern sie nicht bereits eine Erlaubnis als Zentralverwahrer haben.

Senkung der Eintrittsbarrieren für Kryptowertpapierregisterführer: Die Eintrittsbarrieren für eine kryptowertpapierregisterführende Stelle, die u.a. ein Mindestanfangskapital von EUR 730.000 vorsehen wie bei Wertpapierhandelsbanken, werden den deutschen Markt für Kryptowertpapiere nicht voranbringen. Es ist zum einen nicht zu erwarten, dass sich nunmehr mehrere registerführende Stellen etablieren werden, zumal die Kryptowertpapierregisterführung allein nicht dazu führen wird, solche Kryptowertpapiere auf Handelsplätzen (insb. MTFs) handelbar zu machen. Vielmehr ist zu erwarten, dass wie bisher Wertpapiere (security token) im aufsichtsrechtlichen Sinn begeben werden, die keine Wertpapiere i.S.d. Zivilrechts und Depotgesetzes sind. Zu erwarten ist, dass sich dann auch mit solchen aufsichtsrechtlichen Wertpapieren ein OTC-Handel entwickeln wird.

Grundsätzlich soll auch der Emittent ein Kryptowertpapierregister führen können. Ob dieser dafür auch eine Erlaubnis benötigt – wovon wir derzeit ausgehen – sollte eindeutig klargestellt werden.

Eintragung von Änderungen des Kryptowertpapierregisterinhalts: § 18 Abs. 3 eWpG-E geht davon aus, dass eine kryptowertpapierregisterführende Stelle Eintragungen in das dezentrale Register aktiv vornehmen können soll. Insbesondere sollen Eintragungen nur

erfolgen, wenn sie entsprechende Weisungen vom Inhaber oder den berechtigten Personen erhalten hat. Es sollte eine Klarstellung erfolgen, dass diese Weisung durch senden von signierten Transaktionen erfolgen kann und die Signierung als ausreichende Authentifizierung angesehen wird. Ein Prozess der vorab eine Weisung über eine von der Blockchain losgelösten Prozess vorsieht, sollte nicht angestrebt werden. Dies würde zu einer nichtgewollten Zentralisierung (z.B. Kontrolle über die Reihenfolge der Ausführung) führen und einige praktische Probleme verursachen: Damit eine aktive "Eintragung" erfolgen kann, müsste die registerführende Stelle auch Zugriff auf Private Keys haben, um Übertragungen überhaupt auslösen zu können. Sofern eine kryptowertpapierregisterführende Stelle nicht zugleich auch ein Kryptoverwahrer ist, wird sie diese Eintragungen auf einer dezentralen Struktur nicht selbst im Zeitablauf beeinflussen können, sofern sie z.B. nicht selbst den entsprechenden Gas-Preis im Fall von Ethereum für die Bearbeitung einer Token-Übertragung beeinflussen kann.

Handelbarkeit von Kryptowertpapieren und Einbuchung im Effekten giro:

Ein Kryptowertpapier, das sich nicht auf einem Sekundärmarkt in Form eines echten Handelsplatzes handeln lässt, wird sich nicht durchsetzen können. Zur Herstellung der Handelbarkeit ist weiterhin eine Einbuchung im Effekten giro bei einem Zentralverwahrer erforderlich. Bis es einen Zentralverwahrer geben wird, der eine öffentlich Blockchain-Infrastruktur nutzen wird, dürften allein aufgrund der Dauer eines Erlaubnisverfahrens und der Voraussetzungen, die an den Tatbestand der Zentralverwahrung geknüpft sind, mehrere Jahre vergehen. Daneben ist mit Blick auf eine einheitliche europäische Regulierung derzeit nicht absehbar, ob sich diese Art der Finanzdienstleistung auch auf europäischer Ebene durchsetzen wird.

Für elektronische Wertpapiere, die in ein zentrales Register eingetragen werden, ist die Einbuchung im Effekten giro nach § 12 Abs. 3 eWpG-E bereits per Gesetz vorgesehen. Ob Kryptowertpapiere, die durch Sammeleintragung auf den Namen eines Verwahrers oder einer Wertpapiersammelbank als Sammelbestand geführt werden, ebenso im Effekten giroverkehr einbezogen werden können und damit auch börslich oder zumindest über ein MTF oder OTF handelbar sein werden, ist nicht klar. Grundsätzlich gelten auch Kryptowertpapiere, die auf den Namen einer Wertpapiersammelbank oder den Namen einer Depotbank in das Kryptowertpapierregister eingetragen werden, als Wertpapiersammelbestand und sollten damit auch am Effekten giroverkehr teilnehmen können. Diese Möglichkeit wird jedoch explizit in der Gesetzesbegründung zu § 8 Abs. 1 eWpG-E nur für die Sammeleintragung im zentralen Register angesprochen: "Die Sammeleintragung im zentralen Register ermöglicht mithin die Teilnahme am Effekten giroverkehr ohne den Zwischenschritt der Begebung einer Papierurkunde." Neben der Frage, welchen Mehrwert die Begebung eines Kryptowertpapiers derzeit haben sollte, wenn daneben die Übertragung zentralisiert im System eines Zentralverwahrers erfolgt und faktisch keine Transaktionen auf Ebene einer Blockchain stattfinden werden, sofern

im System des Zentralverwahrers eine Abwicklung stattfinden kann, stellt sich die Frage, ob das System des Effktengiros kompatibel mit der Führung eines Kryptowertpapierregisters ist. Die Führung eines zentralen Registers und die Einbuchung im Effktengiro werden sicherlich auf Basis eines einheitlichen technischen Systems erfolgen. Im Gesetzentwurf wird davon so ausgegangen: "ein Zentralverwahrer als registerführende Stelle des zentralen Registers [wird nicht] funktional vergleichbare Tätigkeiten in zwei voneinander unabhängigen technischen Systemen erbringen". Mit Blick auf die Entstehung ist die gleichzeitige Eintragung eines elektronischen Wertpapiers in ein Kryptowertpapierregister und in ein zentrales Register nicht zulässig. Ob dadurch auch die Möglichkeit zur Einbuchung von Kryptowertpapieren in ein Abwicklungssystem (Effktengiroverkehr) eines Zentralverwahrers faktisch ausgeschlossen wird, ist nicht eindeutig und sollte ausdrücklich klargestellt werden.

Das Erfordernis der Einbuchung von Wertpapieren im Effktengiro bei einem Zentralverwahrer, um diese über einen Handelsplatz iSd MiFID II handeln zu können, ist zwar eine europäisch einheitliche Regelung (Art. 3 CSDR). Dennoch wäre es mit Blick auf einen europäischen Regulierungsansatz iSd MiCAR wünschenswert, die Anbindung an einen Handelsplatz (MTF) auch ohne die Einbindung eines Zentralverwahrers in Betracht zu ziehen. Da zumindest nach dem Depotgesetz auch eine Depotbank zur Sammelverwahrung berechtigt ist, wäre es wünschenswert eine Infrastruktur zu ermöglichen, die eine Handelsabwicklung über solche kryptoverwahrenden Depotbanken oder Private Keys-sichernden Kryptoverwahrern ermöglicht, sofern diese eine DLT-Infrastruktur nutzen, ohne das Erfordernis der Einbuchung bei einem Zentralverwahrer. Denkbar wären hierbei auch Sandbox-Ansätze, wie sie auf europäischer Ebene für Krypto-MTFs angedacht werden. Die Bundesregierung sollte diese Ansätze im Rahmen ihrer laufenden EU-Ratspräsidentschaft aktiv vorantreiben.

Self-Custody von Kryptowertpapieren: Es scheint uns noch unklar, inwiefern Kryptowertpapiere auch selbst, also vom Investierenden, verwahrt werden dürfen. Da dies technologisch sehr einfach umsetzbar ist und vor allem von privaten Investierenden genutzt wird, sollte das zumindest mit aufgeführt werden. Hier wären ggfs. Richtlinien in Bezug auf Warnhinweise, Einverständniserklärungen, Haftung etc. sinnvoll.

Abgrenzung der Rollen und Lizenzen: Das aufsichtsrechtliche Verhältnis der verschiedenen Rollen/regulierte Tätigkeiten sollte klargestellt und klar voneinander abgegrenzt werden: a) Kryptowertpapierregister b) Kryptoverwahrer c) Depotbank d) Zentralverwahrer. Nach unserem Verständnis wird es zukünftig vier verschiedene Lizenzpflichten geben, deren Tätigkeitsfelder systemseitig Überschneidungspunkte aufweisen. Deswegen bedarf es einer klaren gesetzlichen Abgrenzung zum Verwahrgeschäft, zum multilateralen Handel und zu Zentralverwahrer-Tätigkeiten, um hier die europäischen Regulierungen nicht zu untergraben. Es sollte beispielsweise klargestellt werden, inwiefern Nodebetreiber in

einem permissioned DLT-System eine CSD-Lizenz benötigen würden, da Sie effektiv am Settlement der Transaktionen teilnehmen.

Übertragung von Kryptowertpapierregistern auf zentrale Register: Es sind Fälle denkbar, bei welchen elektronische Wertpapiere aus dem Kryptowertpapierregister in das zentrale Register überführt werden könnten. Dies sollte möglich und dahingehend geklärt sein, welche Anforderungen (Registerangaben, neue Verpflichtungen etc.) in solch einem Falle gelten.

Übertragungen zwischen Kryptowertpapierregistern (§4, §16): es stellt sich die Frage, ob die Übertragbarkeit von Kryptowertpapieren zwischen verschiedenen Kryptowertpapierregistern ermöglicht werden soll und falls ja mit der „Kryptowertpapierregister-Lizenz“ abgedeckt wäre, oder es für solche Verfügungen weiterer Lizenzen bedürfte (MTF, Depotbank, CSD etc.), da eine solche „Übertragung“ schon Handel, Settlement und/oder Verwahrung bedeuten könnte.

KWG-Änderung: Eine klare Abgrenzung zwischen der bloßen Sicherung kryptographischer Schlüssel und der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren fehlt und sollte aufgenommen werden. Außerdem bedarf es für Depotbanken für das Sichern kryptographischer Schlüssel (für Dritte) von Kryptowertpapieren keine gesonderte Erlaubnis. Es sollte klarstellend dargelegt werden, ob dieser Verzicht auf ein Erlaubnisverfahren bei KWG-Instituten auch für das Verwahren kryptographischer Schlüssel von Kryptowerten (die keine Kryptowertpapiere sind) gilt.

3. Öffentliche DLT-Systeme

Registerinhaltsanforderungen nicht vollständig dezentral abbildbar: Para. 17 eWpG-E enthält Anforderungen an den Registerinhalt eines dezentral geführten Kryptowertpapierregisters. Die erforderlichen Angaben könnten grundsätzlich in Smart Contracts abgebildet werden. Bei öffentlichen Blockchains (Stellar, Ethereum etc.) ist eine vollständige Abbildung dieser Angaben derzeit in dieser Form nicht über einen Smart Contract Standard abbildbar bzw. besteht dafür insofern auch kein Bedürfnis, zumal daneben durch die Kryptowertpapierregisterführende Stelle die Angaben erheben und speichern muss. Sofern eine vollständige dezentrale Abbildung der Angaben erforderlich sein sollte, sehen wir hier einen Nachteil für weit verbreitete Blockchain-Infrastrukturen. Die Angaben können durch den Emittenten oder einen Registerführer über Blockchain Explorer angegeben werden wie Stellar.explorer oder Ether.Scan. Ob eine solche Registerpublizität ausreichen würde, sollte klargestellt werden.

Schwierigkeit von Weisungen nach § 18 (1) eWpG: Dem Gesetzeswortlaut nach nimmt die registerführende Stelle Änderungen vor. Tatsächlich nehmen in einem dezentralen Register wie z.B. Ethereum die Änderungen dezentrale „Miner“ vor, nicht aber eine zentrale Stelle. Möglicherweise meint der Entwurf hier aber „nur“, dass Weisungen durch die registerführende Stelle in die DLT zur Transaktion aufgegeben werden, also in den Pool der offenen und „zu minenden“ Transaktionen eingespielt. Eine Klarstellung dieses Sachverhalts wäre hilfreich.

Prioritätsprinzip nach Eingang, Zeitstempel des Eingangs § 18 (3) eWpG: Konsensmechanismen zur Erzeugung von Registereintragungen in öffentlichen DLT-Infrastrukturen sehen gewöhnlich keine Verarbeitung nach Eingang vor. Häufig hängt wie bei Ethereum die Priorisierung einer angefragten Transaktion von der Höhe der angebotenen Gebühr zur bevorzugten Verarbeitung ab. Auch protokollieren DLTs nicht den Eingang von angefragten Transaktionen, sondern nur die durchgeführten Transaktionen selbst. Eine Einhaltung scheint nur dann darstellbar, wenn (bei Einzeleintragung) die Hinterleger gewünschte Transaktionen der registerführenden Stelle aufgibt und diese dann zur Ausführung in die DLT einspielt (nicht aber notwendiger Weise selbst mined (s.o.)). Da die registerführende Stelle ferner neue Weisungen erst nach Finalität vorher abgegebener Weisungen aufgeben dürfte, könnte dies zu einem Stau von noch offenen Weisungen führen (insbesondere wenn im Falle von Ethereum eine vorherige Weisung mit wenig Gas aufgegeben wurde). Die Aufgabe von Transaktionen durch die Hinterleger selbst (in self-custody) respektive der Kryptoverwahrstelle durch ihren Private-Key würde die Regelung ausschließen.

Art der Weisung § 18 (4) eWpG: Wichtig wäre auch, in Verbindung mit den Anmerkungen zu § 18 (1) und (3) oben zu klären, ob eine Weisung des Hinterlegers durch Signatur in der

DLT, also mittels Private-Key, grundsätzlich als geeignetes Authentifizierungsverfahren in Frage kommt. Da die Gesetzesinitiative wie auch die vorangegangene zur Einführung des Kryptoverwahrtums grundsätzlich eine Anerkennung der Sicherheit von DLT-Systemen durch den Gesetzgeber darstellt, sollte dies eigentlich auch für DLT-Signaturverfahren gelten. Sofern Weisungen dennoch nur mittelbar durch Aufgabe an den Kryptoverwahrer oder die registerführende Stelle erfolgen, sollten sich die Authentifizierungsverfahren an die banküblichen (wie 2FA) orientieren.

Finalität von Transaktionen: Auch bei öffentlichen DLT-Systemen muss Finalität sichergestellt werden, um „Fork“-Risiken und die spätere Überschreibung von Blöcken und Transaktionen auszuschließen. Hier ließe sich gerade für Proof-of-Work blockchains wie ethereum aber sicherlich eine pragmatische Lösung finden. Beispielsweise könnte festgelegt werden, dass Finalität erst nach einer gewissen Anzahl an „geschürften“ Blöcken eintritt. So handhaben es auch zahlreiche Krypto-Handelsplätze.

Korrekturpflicht nach § 18 (5) eWpG: Im Gesetzeswortlaut ist von „rückgängig machen“ die Rede, in den Erläuterungen zum gegenständlichen Paragraphen nur noch von „korrigieren“, zu § 7 (2) „rückabgewickelt ... durch gegenläufige Buchungen“. Ersteres kann kaum gemeint sein, da es im Widerspruch zum Gesetz selbst steht (§ 18 (4), Anforderungen der Unabänderlichkeit an die gewählte DLT). Klarstellend sollte es heißen, dass über weitere Buchungen in der DLT eine Korrektur der fehlerhaften Buchung erfolgt, zum Beispiel durch burning und mining.

Registerauszug nach § 19 eWpG: Ein Registerauszug durch die registerführende Stelle sollte dann entbehrlich sein, wenn diese gleichzeitig Depotbank des Hinterlegers ist und über den Depotbankauszug bereits eine Unterrichtung erfolgt.

Schadenersatz nach § 7 (2) eWpG: Nach Satz 2 ergibt sich ein Schadensersatzanspruch dann nicht, wenn die registerführende Stelle den Fehler nicht zu verantworten hat. Da bei Nutzung eines Kryptowertpapierregisters auf Grundlage einer öffentlichen Blockchain die registerführende Stelle nur wenig bis kein Einfluss auf die Funktion und Integrität der Blockchain hat, lassen sich Haftungsfälle durch Fehlverhalten nur schwer vorstellen. Insofern suggeriert der Gesetzestext eine Verantwortlichkeit, die de facto nicht vorliegt und auch nicht vorliegen kann. Es besteht zwischen Emittent, registerführender Stelle und Hinterleger Interessengleichheit bzgl. Funktion und Integrität der auszuwählenden DLT. Mit Emission wird diese festgelegt und ist somit auch ein Teil der Investitionsentscheidung des Investors. Der Markt dient regulativ zur Ausbildung sicherer und funktionaler DLTs. Es wäre wünschenswert, wenn das Gesetz die Verantwortlichkeiten der registerführenden Stelle klarer benennt. Ferner gilt der Haftungsausschluss bei fehlendem Fehlverhalten nur für Absatz 2. Für den Absatz 3 ist kein Haftungsausschluss definiert. Hier wäre zu diskutieren, ebenfalls einen

Haftungsausschluss vorzusehen, für Fälle wo die registerführende Stelle kein Fehler zu vertreten hat.

4. Zentrales elektronisches Wertpapierregister

Verordnungsermächtigung in Bezug auf das zentrale Register (§15): Wenn die detaillierten Regeln durch die BaFin festgesetzt werden, sollte sichergestellt werden, dass diese sich so nah wie möglich an den bisherigen Regeln für Zentralverwahrer orientieren, um so umfangreiche Systemanpassungen zu vermeiden.

Zentralverwahrer dürfen zukünftig auch als Kryptowertpapierregister aktiv werden: Es sollte verdeutlicht werden, dass auch ein Zentralverwahrer insbesondere mit Hinblick auf die bestehende europäische CSDR-Lizenz diese neuen Dienstleistungen rund um „Kryptowertpapierregister“ anbieten darf.

Abgleich von Mischbestand „Papier“ versus „Elektronisch“: Es stellt sich die Frage, wer den Abgleich („Reconciliation“) vornimmt, oder diese Wertpapiere jeweils mit eigenen Wertpapierkennungen zu unterscheiden wären.

5. Sammeleintragung versus Einzeleintragung

Die Eigentumsübertragung für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung wird im Gegensatz zu solchen in Einzeleintragung nicht gesetzlich geregelt. Dies wirft jedoch jedenfalls für Übertragungstatbestände in Verwahrketten Unklarheiten auf, insbesondere hinsichtlich der **analogen Anwendung der Umstellung des „Besitzmittlungswillens“ auf der untersten Verwahrstufe**: Hier ist unklar, wie auf der untersten Verwahrebene eine Eigentumsübertragung stattfinden soll, wie Einigung und die Umstellung des „Besitzmittlungswillens“ von oben nach unten „top down“ elektronisch durch die Systeme der Unterverwahrer nachvollzogen werden soll, damit eine Eigentumsübertragung systemseitig eindeutig zugeordnet werden kann. Dahingegen ist die gesetzliche Vorgabe des §25 Einigung und Umtragung eindeutig. Das gleiche Prinzip könnte klarstellend auch mit Verweis auf die Umtragung im Depot-System der untersten Verwahrstufe angewandt werden.

Zusammenspiel Sammeleintragung versus Einzeleintragung: Einzeleintragung im zentralen Register sollte ermöglicht werden: nach unserem Verständnis des Entwurfs ist die Einzeleintragung nur für Kryptowertpapiere vorgesehen (vgl. Legaldefinition von „Einzeleintragung“ in §8 Abs. 2). Die Regelungen in Abschnitt 4 sprechen aber jeweils vom „elektronischen Wertpapier“ und umfassen damit begrifflich auch Wertpapiere die im zentralen Register eingetragen sind (vgl. §4 Abs. 1). Wir bitten um Klarstellung, ob der Gesetzesentwurf grundsätzlich auch eine Einzeleintragung im zentralen Register vorsieht.

Umwandlung Einzeleintragung in Sammeleintragung zu detaillieren: es ist unser Verständnis, dass elektronische Wertpapiere nur auf den Namen einer Wertpapiersammelbank (Sammeleintragung) erfolgen; bei Kryptowertpapieren hingegen es verschiedene Möglichkeiten gibt: a) auf den Namen einer Wertpapiersammelbank b) Name des Verwahrers (beides Sammeleintragung) c) auf den Namen des Berechtigten (Einzeleintragung). Einzeleintragungen können auf Antrag des Inhabers in eine Sammeleintragung umgewandelt werden. Wer ist Adressat dieses Antrags? Wer führt die Umwandlung durch? Was passiert bei Mischbestand?

6. Sonstiges (Besteuerung, Definitionen etc.)

Zukünftige Besteuerung: aus unserer Sicht sollte klargestellt werden, wer nach Einführung des neuen Gesetzes bei den entsprechenden Wertpapieren für den Kapitalertragsteuereinbehalt verantwortlich ist. Hier sollte eine entsprechende Ergänzung im Einkommensteuergesetz erfolgen. Darüber hinaus sollte ebenfalls im Einkommensteuergesetz klargestellt werden, wer im Falle von Kryptowertpapieren als auszahlende Stelle für die Kapitalerträge (sowohl Zinsen als auch Veräußerungserlöse) anzusehen wäre.

Sacheigenschaft von private keys: Es sollte überdacht werden, ob nicht auch private keys selbst, da sie für die faktische Verfügungsgewalt des elektronischen Wertpapiers notwendig sind, eine „Sacheigenschaft“ zugewiesen werden sollte oder diese zumindest als wesentliche Bestandteile des Wertpapiers zu qualifizieren sind. Ansonsten könnten sich bei der insolvenzrechtlichen Aussonderung Probleme ergeben.

Definition von DLT-Systemen: Eine Abgrenzung und klare Definition von private/public/offenen/geschlossenen DLT-Systemen wäre für Marktteilnehmer angesichts der damit einhergehenden Anforderungen eine große Hilfe.

Berechtigte in öffentlichen DLT-Systemen: Es stellt sich die Frage, wer der Berechtigte in einem dezentralen System ist. Die Unterscheidung zwischen Inhaber und Berechtigtem

sollte klargestellt werden: wer hält die „private keys“? Und bezüglich der Berechtigung an private keys, die eine Einflussnahme auf Wertpapiere (insbesondere in Einzeleintragung ermöglichen): Wie ist – insbesondere im Hinblick auf Aussonderungsrechte im Falle der Insolvenz von Krypto-Dienstleistern – der Herausgabeanspruch von private Keys / sonstigen für den Berechtigten verwahrten Zugangsdaten (credentials) zu bewerten? Da es sich hierbei zunächst lediglich um Daten handelt, an denen (wohl) im Falle der Insolvenz kein klarer Herausgabeanspruch besteht, sollte ein solcher normiert werden.

Bitkom vertritt mehr als 2.700 Unternehmen der digitalen Wirtschaft, davon gut 2.000 Direktmitglieder. Sie erzielen allein mit IT- und Telekommunikationsleistungen jährlich Umsätze von 190 Milliarden Euro, darunter Exporte in Höhe von 50 Milliarden Euro. Die Bitkom-Mitglieder beschäftigen in Deutschland mehr als 2 Millionen Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Zu den Mitgliedern zählen mehr als 1.000 Mittelständler, über 500 Startups und nahezu alle Global Player. Sie bieten Software, IT-Services, Telekommunikations- oder Internetdienste an, stellen Geräte und Bauteile her, sind im Bereich der digitalen Medien tätig oder in anderer Weise Teil der digitalen Wirtschaft. 80 Prozent der Unternehmen haben ihren Hauptsitz in Deutschland, jeweils 8 Prozent kommen aus Europa und den USA, 4 Prozent aus anderen Regionen. Bitkom fördert und treibt die digitale Transformation der deutschen Wirtschaft und setzt sich für eine breite gesellschaftliche Teilhabe an den digitalen Entwicklungen ein. Ziel ist es, Deutschland zu einem weltweit führenden Digitalstandort zu machen.

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V.
Bundesverband deutscher Banken e. V.
Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands e. V.
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.
Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V.

Die Deutsche
Kreditwirtschaft

Kurzstellungnahme

Regierungsentwurf
eines Gesetzes zur Einführung von
elektronischen Wertpapieren

Kontakt: Patrick Arora
Telefon: +49 30 20225- 5352
Telefax: +49 30 20225- 5665
E-Mail: patrick.arora@dsgv.de

Berlin, 10. März 2021

Federführer:
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.
Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin
Telefon: +49 30 20225-0
Telefax: +49 30 20225-250
www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Vorwort

Den Entwurf des Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren begrüßt die Deutsche Kreditwirtschaft nachdrücklich. Damit wird ermöglicht, dass Wertpapiere künftig auch urkundslos begeben werden. Zudem wird das Wertpapierrecht für die rechtssichere Anwendung der Blockchain-Technologie geöffnet. Dennoch können bestehende und bewährte Abwicklungssysteme der Banken weiterhin genutzt werden. Gleichzeitig erfolgt eine Öffnung für neue Abläufe, die Emittenten wahlweise zur Verfügung stehen. Zudem begrüßen wir sehr, dass sich der Gesetzgeber für eine technologieneutrale Ausgestaltung des Gesetzentwurfs entschieden hat. Damit ist eine zukunftsfähige Anwendung des neuen Wertpapierrechts sichergestellt. Wir befürworten daher ein Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens noch in dieser Legislaturperiode.

Anschließend finden Sie einige Anregungen, die nach unserer Auffassung im weiteren Gesetzgebungsverfahren berücksichtigt werden sollten. Zur ausführlicheren Begründung unserer Vorschläge verweisen wir auf die ausführliche Fassung unserer Stellungnahme.

1 Aufsichtsrecht, Erlaubnispflicht

Die **Sicherung privater kryptografischer Schlüssel**, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, sowie die **Kryptowertpapierregisterführung** sollten aus Anlegerschutzgründen als Bankgeschäft qualifiziert werden (§ 1 Abs. 1 KWG). (Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. März 2021, Abschnitte 5.1 und 5.2).

2 Aufzeichnungssystem (§ 16 Abs. 1 eWpG-RegE)

Die Anforderung, dass ein Kryptowertpapierregister auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden muss, sollte dahingehend korrigiert werden, dass das Aufzeichnungssystem „fälschungsgeschützt“ oder „fälschungsgesichert“ ist (Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. März 2021, Abschnitt 4.1.1.)

3 Niederlegung der Emissionsbedingungen zur Kenntnisnahme jedermanns (§ 5 Abs. 1 eWpG-RegE)

Die Anforderung, dass die Emissionsbedingungen „*jedermann zur beliebig wiederholbaren unmittelbaren Kenntnisnahme zugänglich*“ gemacht werden müssen, geht über die Veröffentlichungspflichten im geltenden Wertpapierrecht (insbesondere EU-Prospektverordnung) hinaus und würde sich nachteilig auf die Emissionspraxis auswirken, denn nicht jede Emission ist an die breite Öffentlichkeit gerichtet. Insbesondere bei maßgeschneiderten Emissionen im Rahmen von Privatplatzierungen ist ein erhöhtes Maß an Vertraulichkeit erforderlich (Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. März 2021, Abschnitt 2.3.3).

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

4 Änderung des Registerinhalts (§ 14 eWpG-RegE)

Das statuierte Verbot eines Ungültigwerdens von Transaktionen ist zum einen technisch kaum realisierbar und steht zum anderen im Widerspruch zum darauffolgenden Absatz 5, der der registerführenden Stelle die Pflicht zur unverzüglichen Rückgängigmachung von weisungslosen bzw. unberechtigten Änderungen des Registerinhalts auferlegt. Wenn eine Transaktion rückgängig zu machen ist, dann wird diese durch die Rückgängigmachung in der Folge ungültig. Aus diesem Grund regen wir eine zum Absatz 5 konsistente Formulierung im Absatz 4 an (Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. März 2021, Abschnitt 3.1.3)

5 Registerführung: Weisungsgemäße Ausführung und tatsächliche Rechtslage

Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass Anweisungen zur Änderung des Registers vollständig und ordnungsgemäß umgesetzt werden. Eine jederzeit zutreffende Wiedergabe der tatsächlichen Rechtslage kann hierdurch jedoch nicht garantiert werden, so dass auch Schadenersatzansprüche (trotz weisungsgemäßer Ausführung) nicht sachgerecht wären. § 7 Abs. 2 Satz 1 eWpG-RegE sollte entsprechend angepasst werden (Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. März 2021, Abschnitt 2.5.1).

6 Registerauszug (§ 19 eWpG-RegE)

Der Verpflichtung von registerführenden Stellen, einem Verbraucher – als Inhaber eines Kryptowertpapiers in Einzeleintragung – *„bei jeder Veränderung des Registerinhalts“* einen Registerauszug in Textform zur Verfügung zu stellen, ist nicht zielführend, weil nicht jede Änderung des Registerinhalts für einen Verbraucher maßgeblich oder gar von Interesse ist. Zur Vermeidung des auch in anderem Zusammenhang vielfach kritisierten *information overloads* wäre eine Konkretisierung des Gesetzestextes dahingehend wünschenswert, dass eine Übermittlung des Registerauszeuges an Verbraucher nur dann zu erfolgen habe, wenn ihn die vorgenommene Änderung konkret betrifft oder für ihn von Bedeutung ist. Die Forderung nach einer konkreten und unmittelbaren Betroffenheit des Verbrauchers würde den Interessen beider Seiten – Verbraucher und registerführende Stelle – dienen (Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. März 2021, Abschnitte 4.1.3.).

7 Verwahrstelle und elektronische Investmentfondsanteilscheine

Die Erweiterung des eWpG auf elektronische Fondsanteilscheine begrüßen wir. Bei den Vorgaben des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) sollte jedoch die Rolle der Verwahrstelle angemessene Berücksichtigung finden. Anders als bei Inhaberschuldverschreibungen wird die Kapitalverwaltungsgesellschaft als Emittentin von Fondsanteilsscheinen nicht alleinverfügungsberechtigte Eigentümerin der Gelder, die ihr bei der Emission durch die Investoren zur Verfügung gestellt werden. Aus Anlegerschutzgründen wird die Verwahrstelle der

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Kapitalverwaltungsgesellschaft an die Seite gestellt. Dies sollte sich insbesondere auch in § 95 Abs. 3 KAGB-RegE widerspiegeln (Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. März 2021, Abschnitt 6.1).

8 Weitere Themen

Neben diesen Themen dürfen wir insbesondere noch auf die folgenden Gesichtspunkte aus unserer Stellungnahme vom 10. März 2021 verweisen:

- Löschung der Emissionsbedingungen mangels Eintragung (Abschnitt 2.3.2)
- Verhältnis zur Wertpapierurkunde; Ersetzung durch ein Zentralregisterwertpapier (Abschnitt 2.4)
- Verhältnis zum Depotrecht (Abschnitt 2.5.2)
- Einzeleintragung, keine Verpflichtung der registerführenden Stelle (Abschnitt 2.6.1)
- Publizität des elektronischen Wertpapierregisters und Registergeheimnis (Abschnitt 2.7)
- Einbeziehung ausländischer elektronischer Wertpapiere in die Sammelverwahrung (Abschnitt 3.2.1)
- Einbeziehung elektronischer Wertpapiere in die Girosammelverwahrung (Abschnitt 3.2.2)
- Kryptowertpapierregister; registerführende Stelle (Abschnitt 4.1.2)
- Pfandbriefe (Abschnitt 6.2)



Stellungnahme

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

Kontakt: Patrick Arora
Telefon: +49 30 20225- 5352
Telefax: +49 30 20225- 5665
E-Mail: patrick.arora@dsgv.de

Berlin, 10. März 2021

Federführer:
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.
Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin
Telefon: +49 30 20225-0
Telefax: +49 30 20225-250
www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Stellungnahme

1 Zusammenfassung

2 Elektronisches Wertpapier und elektronisches Wertpapierregister

2.1 Begriffsbestimmungen (§ 4 eWpG-RegE)

2.2 Begebung eines elektronischen Wertpapiers (§ 2 Abs. 1 eWpG-RegE)

2.3 Emissionsbedingungen (§ 5 eWpG-RegE)

2.3.1 Niederlegung vor Eintragung (§ 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE)

2.3.2 Löschung der Emissionsbedingungen mangels Eintragung (§ 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG-RegE)

2.3.3 Niederlegung zur Kenntnisnahme jedermanns

2.3.4 Änderung der Emissionsbedingungen

2.4 Verhältnis zur Wertpapierurkunde, Ersetzung durch ein Zentralregisterwertpapier (§ 6 eWpG-RegE)

2.5 Registerführung; Schadensersatz (§ 7 eWpG-RegE)

2.5.1 Jederzeitige zutreffende Wiedergabe der Rechtslage (§ 7 Abs. 2 eWpG-RegE)

2.5.2 Verhältnis zum Depotrecht (§ 7 Abs. 4 eWpG-RegE)

2.6 Arten der Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister (§ 8 eWpG-RegE)

2.6.1 Einzeleintragung

2.6.2 Sammeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 1, § 9 eWpG-RegE)

2.7 Publizität des elektronischen Wertpapierregisters und Registergeheimnis (§ 10 eWpG-RegE)

2.7.1 Einsichtnahme durch Teilnehmer des elektronischen Wertpapierregisters (§ 10 Abs. 1 eWpG-RegE)

2.7.2 Berechtigtes Interesse zur elektronischen Einsichtnahme (§ 10 Abs. 2 eWpG-RegE)

2.7.3 Auskünfte über die Angaben zum Wertpapier hinaus (§ 10 Abs. 3 eWpG-RegE)

3 Zentralregisterwertpapier

3.1 Zentrales Register

3.1.1 Registerführende Stelle (§ 12 Abs. 2 eWpG-RegE)

3.1.2 Registerangaben (§ 13 eWpG-RegE)

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

3.1.3 Änderung des Registerinhalts (§ 14 eWpG-RegE)

3.2 Bezug zum Depotrecht

3.2.1 Einbeziehung ausländischer elektronischer Wertpapiere in die Sammelverwahrung

3.2.2 Einbeziehung elektronischer Wertpapiere in die Girosammelverwahrung

4 Kryptowertpapiere

4.1 Kryptowertpapierregister

4.1.1 Aufzeichnungssystem (§ 16 Abs. 1 eWpG-RegE)

4.1.2 Registerführende Stelle (§ 16 Abs. 2 eWpG-RegE)

4.1.3 Registerauszug (§ 19 eWpG-RegE)

5 Aufsichtsrecht

5.1 Kryptoverwahrgeschäft (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG-RegE)

5.2 Kryptowertpapierregisterführung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-RegE)

5.3 Erleichterungen für auf Kryptoverwahrgeschäft oder Kryptowertpapierregisterführung beschränkte Finanzdienstleistungsinstitute (§ 2 Abs. 7b KWG-RegE)

5.4 Übergangsvorschriften zum Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere (§ 65 KWG-RegE)

5.5 Internationale Zuständigkeit der Aufsicht

6 Verschiedenes

6.1 Kapitalanlagegesetzbuch – elektronische Anteilscheine (§ 95 KAGB-RegE)

6.1.1 Anteilscheine

6.1.2 Registerführung anstelle Anvertrauens

6.1.3 Kapitalanlagegesetzbuch - Kryptowertpapiere als Anlageobjekt im Fondsvermögen

6.2 Pfandbriefgesetz – Pfandbrief als elektronisches Wertpapier (§ 4 Abs. 5 Satz 2, § 8 Abs. 3 Satz 3 PfandBG-RegE)

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

1 Zusammenfassung

Die Deutsche Kreditwirtschaft **begrüßt** grundsätzlich die **Einführung elektronischer Wertpapiere** und damit die Möglichkeit, Wertpapiere künftig auch urkundslos zu begeben.

Das geltende Wertpapierrecht wird hierdurch modernisiert, berücksichtigt angemessen die bislang vollzogenen technischen Entwicklungen sowie Abläufe in der Praxis und setzt den Grundstein für weitere technische Innovationen sowie Veränderungen bei Finanzgeschäften. Besonders gelungen ist aus unserer Sicht, dass die **bestehenden und bewährten Wertpapierabwicklungssysteme** auch künftig weitergenutzt werden können und gleichzeitig eine Öffnung für neue Abläufe erfolgt, die wahlweise zur Verfügung steht. Ausdrücklich begrüßt wird in diesem Zusammenhang das Bemühen um **Technikneutralität**.

Die **Anpassungen** gegenüber dem Referentenentwurf vom Sommer 2020 hinsichtlich des Begriffs des elektronischen Wertpapiers sowie der Registerführung auch durch Verwahrer werden unterstützt. Gleiches gilt für die Einbeziehung von Inhaber-Fondsanteilscheinen in den Anwendungsbereich des eWpG-RegE. Eine Dematerialisierung von **Aktien** zu einem späteren Zeitpunkt wird befürwortet.

Dennoch sollte **keine Privilegierung** bestimmter Register oder Dienstleister erfolgen. Dies gilt auch für das Aufsichtsrecht. Vergleichbare Dienstleistungen sollten vergleichbar reguliert und beaufsichtigt werden (Level Playing Field).

Für etablierte Dienstleistungen bei konventionellen Wertpapieren, wie z.B. beim Depotgeschäft, sind – zu Recht - hohe Anforderungen und ein strenger Aufsichtsmaßstab zu erfüllen. Diese Anforderungen sollten für vergleichbare Dienstleistungen bei den neuen Kryptowertpapieren (Registerführung, Kryptoverwahrgeschäft) ebenfalls gelten, insbesondere wo mit der Dienstleistung ein Zugriff auf fremdes Vermögen möglich ist. Aus Anlegerschutzgründen sollte die Sicherung privater kryptografischer Schlüssel, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, sowie die Kryptowertpapierregisterführung auch als Bankgeschäft qualifiziert werden.

Für **Kryptowertpapiere in Einzeleintragung** charakteristisch ist das Fehlen von Intermediären. In der Praxis erfüllen Intermediäre jedoch verschiedene Funktionen, die ihnen u.a. auch durch zahlreiche Gesetze zugewiesen werden. Es sollte daher näher überprüft werden, ob mit Blick zum Beispiel auf Geldwäscheprävention und Steuern die geltenden Vorschriften für Kryptoregisterführer oder Kryptoverwahrer anwendbar sind oder ob ergänzende Vorgaben dazu erforderlich sind, wie die Einhaltung der üblichen Regelungen auch ohne Intermediäre gewährleistet wird. Kryptowertpapiere in Einzeleintragung sind letztlich mit effektiven Einzelurkunden vergleichbar, die ein Anleger in Eigenverwahrung nimmt.

2 Elektronisches Wertpapier und elektronisches Wertpapierregister

2.1 Begriffsbestimmungen (§ 4 eWpG-RegE)

Der Regierungsentwurf unterscheidet zwischen dem **Zentralregisterwertpapier** (§ 4 Abs. 2 eWpG-RegE) und dem **Kryptowertpapier** (§ 4 Abs. 3 eWpG-RegE). Der Oberbegriff ist nach dem vorliegenden Regierungsentwurf das **elektronische Wertpapier** (§ 2, § 4 Abs. 2, 3 eWpG-RegE). Damit greift der Regierungsentwurf eine Kritik an dem im Referentenentwurf verwendeten Begriff des elektronischen Wertpapiers einerseits als Oberbegriff und andererseits als Unterbegriff und Gegenstück zum Kryptowertpapier auf. Wir begrüßen die klare Unterscheidung der Begriffe im Regierungsentwurf ausdrücklich.

Gleiches gilt für die Register. Nach dem Regierungsentwurf werden alle elektronischen Wertpapiere in ein **elektronisches Wertpapierregister** (§ 2 Abs. 1 Satz 2 eWpG-RegE) eingetragen, wobei das Elektronische Wertpapierregister nach § 4 Abs. 1 eWpG-RegE Oberbegriff für das **zentrale Register** (§ 12 eWpG-RegE) und das **Kryptowertpapierregister** (§ 16 eWpG-RegE) ist.

Auch die Klarstellung, wer Verwahrer ist, nämlich jemand, der über eine Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts im Inland verfügt (§ 4 Abs. 6 eWpG-RegE), wird begrüßt.

2.2 Begebung eines elektronischen Wertpapiers (§ 2 Abs. 1 eWpG-RegE)

Ein elektronisches Wertpapier wird nach dem Regierungsentwurf dadurch begeben, dass der Emittent eine Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister bewirkt (§ 2 Abs. 1 Satz 2 eWpG-RegE). Der Emissionsprozess eines Wertpapiers besteht aus zwei Akten, nämlich zum einen der Begebung des Wertpapiers und der Übertragung auf den ersten Inhaber. Mit dem ersten Inhaber kommt der Begebungsvertrag – die Vereinbarung der Emissionsbedingungen – zustande.

Nach unserem Verständnis ist der Emissionsprozess mit der Eintragung des elektronischen Wertpapiers in das elektronische Wertpapierregister abgeschlossen, weil das elektronische Wertpapier mit der Eintragung auf den ersten Inhaber übertragen wird. Dafür spricht, dass § 13 Abs. 1 Nr. 6 eWpG-RegE (für das zentrale Register) und § 17 Abs. 1 Nr. 6 eWpG-RegE (für das Kryptowertpapierregister) die Bezeichnung des Inhabers als Pflichtangabe des Registers vorsehen.

Zweifel lässt allerdings die Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, zu § 2 Abs. 1, Seite 39) aufkommen, in der ausgeführt wird, ein elektronisches Wertpapier entstehe nach der herrschenden Vertragstheorie ebenso wie sonstige Wertpapiere durch Einigung zwischen dem Emittenten und dem Inhaber (Begebungsvertrag) und einem Skripturakt, dann aber fortgeführt wird: „Dieser Skripturakt ist im Fall des elektronischen Wertpapiers die Eintragung nach § 4 Absatz 4“.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Sollte unser Verständnis des Gesetzentwurfes, dass der Emissionsprozess mit der Eintragung des elektronischen Wertpapiers in das elektronische Wertpapierregister abgeschlossen ist, unzutreffend sein, regen wir eine Klarstellung im Gesetzestext an.

2.3 Emissionsbedingungen (§ 5 eWpG-RegE)

§ 5 eWpG-RegE – überschrieben mit „Niederlegung“ – regelt neben der Niederlegung der Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle (§ 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE) und der Löschung der niedergelegten Emissionsbedingungen mangels Eintragung des elektronischen Wertpapiers (§ 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG-RegE) auch die Änderung der niedergelegten Emissionsbedingungen (§ 5 Abs. 2 bis 4 eWpG-RegE).

2.3.1 Niederlegung vor Eintragung (§ 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE)

Der Emittent hat die Emissionsbedingungen vor Eintragung des elektronischen Wertpapiers im elektronischen Wertpapierregister in Form einer elektronischen Datei bei der registerführenden Stelle niederzulegen (vgl. § 5 Abs. 1 eWpG-RegE).

Unseres Erachtens wäre eine Niederlegung der Emissionsbedingungen zusammen mit der Eintragung des elektronischen Wertpapiers ausreichend. Auch dann könnte, bei der Eintragung auf die niedergelegten Emissionsbedingungen Bezug genommen werden (§ 4 Abs. 4 eWpG-RegE). Wir schlagen vor, § 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG wie folgt zu fassen:

Der Emittent hat ~~vor~~ spätestens mit der Eintragung ...

2.3.2 Löschung der Emissionsbedingungen mangels Eintragung (§ 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG-RegE)

Wird das elektronische Wertpapier nicht spätestens einen Monat nach der Niederlegung der Emissionsbedingungen eingetragen, so löscht die registerführende Stelle die niedergelegten Emissionsbedingungen (§ 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG-RegE). Wir schlagen vor, dass die registerführende Stelle die Emissionsbedingungen nach einem Monat zu löschen hat, wenn der Emittent dies verlangt. Ansonsten sollte der registerführenden Stelle nach einem Monat die Löschung freigestellt sein. Auf der Grundlage einer solchen Regelung könnte sie entscheiden, ob sie die Emissionsbedingungen bereits nach einem Monat löscht oder – etwa nach Rücksprache mit dem Emittenten – die Eintragung noch länger aufrechterhält und die Eintragung des elektronischen Wertpapiers weiter abwartet. § 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG-RegE könnte wie folgt lauten:

Wird das elektronische Wertpapier nicht spätestens einen Monat nach der Niederlegung eingetragen, so ~~löscht~~ kann die registerführende Stelle die niedergelegten Emissionsbedingungen löschen; nach Aufforderung durch den Emittenten hat sie diese zu löschen.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

2.3.3 Niederlegung zur Kenntnisnahme jedermanns

Vor der Eintragung des elektronischen Wertpapiers im elektronischen Wertpapierregister hat der Emittent die Emissionsbedingungen „bei der registerführenden Stelle [...] jedermann zur beliebig wiederholbaren unmittelbaren Kenntnisnahme zugänglich zu machen“ (§ 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE). Die Emissionsbedingungen werden damit allerdings nicht Bestandteil der Registerangaben (für das Zentrale Register über elektronische Wertpapiere: § 13 eWpG-RegE; für das Kryptowertpapierregister: § 17 eWpG-RegE).

Zunächst ist sprachlich anzumerken, dass es wohl die registerführende Stelle sein wird, die das elektronische Dokument mit den Emissionsbedingungen jedermann zugänglich macht; der Emittent stellt es der registerführenden Stelle nur zur Verfügung.

Zur Begründung dafür, dass die Emissionsbedingungen „jedermann zur beliebig wiederholbaren unmittelbaren Kenntnisnahme zugänglich“ gemacht werden müssen (§ 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE) wird in der Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, Seite 46 zu § 5 Abs. 1 eWpG-RegE) ausgeführt, „zur weiterführenden Information des Rechtsverkehrs, etwa zur Fassung eines informierten Kaufentschlusses oder zur Geltendmachung des Rechts“ müsse „der vollständige Inhalt der Emissionsbedingungen abrufbar“ sein.

Diese Anforderungen gehen deutlich über die derzeitigen Veröffentlichungspflichten im geltenden Wertpapierrecht (insbesondere EU-Prospektverordnung) hinaus. Dies sieht eine unbeschränkte Veröffentlichungspflicht hinsichtlich der Emissionsbedingungen im Zusammenhang mit dem Wertpapierprospekt nur für öffentlich angebotene Wertpapiere vor (sofern noch weitere Bedingungen gegeben sind). Für Wertpapiere, welche die weiteren Bedingungen nicht erfüllen und/ oder nicht öffentlich angeboten werden, besteht die vorgenannte uneingeschränkte Veröffentlichungspflicht hingegen nicht.

Die uneingeschränkte Veröffentlichungspflicht nach dem vorliegenden Regierungsentwurf würde sich nachteilig auf die Emissionspraxis auswirken. Nicht jede Emission ist an die breite Öffentlichkeit gerichtet, was insbesondere bei maßgeschneiderten Emissionen im Rahmen von Privatplatzierungen der Fall ist, bei denen ein erhöhtes Maß an Vertraulichkeit besteht. Hier würde die weitreichende Regelung in § 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE dazu führen, dass der Übergang zu elektronischen Wertpapieren derart erschwert würde, dass die Emittenten wohl die traditionelle Begebungsform beibehalten müssten. Dies würde den Zweck des Gesetzes konterkarieren.

Die Veröffentlichung von Emissionsbedingungen und die Zugänglichkeit der Emissionsbedingungen für Anleger ist unseres Erachtens eine Frage des Vertriebs und des öffentlichen Angebotes von Wertpapieren. Die Veröffentlichung der Emissionsbedingungen steht aber nicht im Zusammenhang mit dem Emissionsprozess. Wir halten die bestehenden Regelungen zur Veröffentlichung von Emissionsbedingungen auch für elektronische Wertpapiere für sachgerecht und schlagen daher vor, die Vorschrift über die Zugänglichkeit von Emissionsbedingungen im eWpG zu streichen; stattdessen

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

gelten die auch für herkömmlich emittierten Wertpapiere anwendbaren Regelungen über die Veröffentlichung und Zugänglichmachung von Emissionsbedingungen. § 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE sollte wie folgt geändert werden (siehe zur Änderung von § 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE bereits unsere Stellungnahme unter Nr. 2.3.1, die hier berücksichtigt worden ist):

(1) Der Emittent hat ~~vor~~ spätestens mit der Eintragung des elektronischen Wertpapiers im elektronischen Wertpapierregister die Emissionsbedingungen ~~bei der~~ an die registerführenden Stelle als beständiges elektronisches Dokument ~~jedermann zur beliebig wiederholbaren unmittelbaren Kenntnisnahme zugänglich zu machen~~ zu übermitteln (Niederlegung).

2.3.4 Änderung der Emissionsbedingungen

§ 5 Abs. 2 eWpG-RegE erlegt der registerführenden Stelle Pflichten im Zusammenhang mit der Änderung der niedergelegten Emissionsbedingungen durch den Emittenten auf. Diese Verpflichtungen kann die registerführende Stelle unseres Erachtens nicht erfüllen. Vielmehr muss sie sich darauf verlassen können, dass der Emittent Emissionsbedingungen nur insoweit ändert als es rechtlich zulässig ist. § 5 Abs. 2 eWpG sollte daher die Pflicht der registerführenden Stelle dahingehend beschränken, dass Änderungen der Emissionsbedingungen nur übernommen werden, wenn diese nach Angabe des Emittenten auf einer in § 5 Abs. 2 eWpG-RegE genannten Grundlage erfolgen. Es ist – auch nach geltender Rechtslage – die Obliegenheit der Anleger eine aus ihrer Sicht unzulässige Änderung der Emissionsbedingungen gegenüber dem Emittenten zu monieren.

Jedenfalls ist es richtig, dass der Regierungsentwurf die Berichtigung offenerbar Unrichtigkeiten unabhängig von den Voraussetzungen des § 5 Abs. 2 Satz 1 eWpG-RegE ermöglicht (§ 5 Abs. 2 Satz 2 eWpG-RegE).

Im Übrigen halten wir die Regelungen zur Niederlegung der geänderten Emissionsbedingungen für sachgerecht. Insbesondere ist es – wie eingangs bereits erwähnt – sachgerecht, dass die Änderung niedergelegter Emissionsbedingungen nur durch Niederlegung wirksam wird (§ 5 Abs. 3 eWpG-RegE). Diese Wirksamkeitsvoraussetzung wird durch die Pflicht des Emittenten in § 5 Abs. 4 Satz 1 eWpG-RegE ergänzt, geänderten Emissionsbedingungen niederzulegen. Das ist insofern von Bedeutung als die Änderung der Emissionsbedingungen nicht immer im wirtschaftlichen Interesse des Emittenten ist. Schließlich sehen wir es als sachgerecht an, dass die Änderung der Emissionsbedingungen nachvollziehbar sein müssen (§ 5 Abs. 4 Satz 2 eWpG-RegE).

Änderungen beispielsweise, die für den Berechtigten einer Schuldverschreibung nur vorteilhaft sind, müssen auch durch einseitige Zusage bzw. Bekanntmachung des Emittenten möglich sein. Ansonsten wären z.B. freiwillige Zinserhöhungen bei Inhaberschuldverschreibungen in der Praxis nicht möglich, da die Inhaber dem Emittenten in der Regel nicht bekannt sind und Gläubigerversammlungen bei Bankschuldverschreibungen i.d.R. nicht anwendbar bzw. praktikabel sind. Daher erscheint eine gesetzliche Klarstellung sinnvoll, dass Änderungen, die für die Gläubiger nur vorteilhaft sind, möglich sind und von dieser Regelung unberührt oder vom Begriff Rechtsgeschäft erfasst sind.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

2.4 Verhältnis zur Wertpapierurkunde, Ersetzung durch ein Zentralregisterwertpapier (§ 6 eWpG-RegE)

In § 6 Abs. 3 eWpG-RegE sind die im Regierungsentwurf enthaltenen Änderungen des § 12 Abs. 2 eWpG-RegE im Vergleich zum Referentenentwurf bisher nicht berücksichtigt worden. Nachdem in der Fassung des Regierungsentwurfes nicht nur Wertpapiersammelbanken, sondern auch Verwahrer als registerführende Stelle zugelassen sind (§ 12 Abs. 2 Nr. 2 eWpG-RegE), müssten die Voraussetzungen für die Ersetzung eines sammelverwahrten Wertpapiers durch eine inhaltsgleiches Zentralregisterwertpapier entsprechend angepasst werden. § 6 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 eWpG-RegE müsste lauten:

Der Emittent kann ein Wertpapier, das mittels Sammelurkunde begeben wurde oder mittels Einzelurkunden, die in Sammelverwahrung verwahrt werden, jederzeit und ohne Zustimmung des Berechtigten durch ein inhaltsgleiches Zentralregisterwertpapier ersetzen, wenn

1. das Zentralregisterwertpapier in einem ~~bei einer Wertpapiersammelbank geführten~~ zentralen Register eingetragen wird,
2. für das Zentralregisterwertpapier eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer als Inhaber eingetragen wird [...]

2.5 Registerführung; Schadensersatz (§ 7 eWpG-RegE)

2.5.1 Jederzeitige zutreffende Wiedergabe der Rechtslage (§ 7 Abs. 2 eWpG-RegE)

Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass das elektronische Wertpapierregister jederzeit die bestehende Rechtslage zutreffend wiedergibt und Eintragungen sowie Umtragungen vollständig und ordnungsgemäß erfolgen (§ 7 Abs. 2 Satz 1 eWpG-RegE).

Unseres Erachtens kann es nicht darum gehen, die registerführende Stelle zur zutreffenden Wiedergabe der Rechtslage zu verpflichten, sondern darum, sie zur zutreffenden Umsetzung der zulässigen und wirksamen Anweisungen zur Änderung des Registers zu verpflichten.

Nach dem vorliegenden Gesetzentwurf wäre die registerführende Stelle selbst dann zum Schadenersatz verpflichtet, wenn sie die Vorgaben zur Änderung des Registers beachtet und das Register entsprechende geführt hat. Ob das dann auch immer zu einer zutreffenden Wiedergabe der Rechtslage führt, darf keine Frage der Haftung der registerführenden Stelle sein. Das gilt in besonderem Maße für das Kryptowertpapierregister. Wir schlagen vor, § 7 Abs. 2 eWpG wie folgt zu fassen:

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

(2) Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass ~~das elektronische Wertpapierregister jederzeit die bestehende Rechtslage zutreffend wiedergibt und~~ Eintragungen sowie Umtragungen vollständig und ordnungsgemäß erfolgen. Sie ist dem Berechtigten zum Ersatz des Schadens verpflichtet, der durch eine Satz 1 nicht entsprechende Registerführung entsteht, es sei denn, sie hat den Fehler nicht zu vertreten.

2.5.2 Verhältnis zum Depotrecht (§ 7 Abs. 4 eWpG-RegE)

§ 7 Abs. 4 eWpG-RegE stellt klar, dass die Registerführung „als solche“ keine Verwahrung im Sinne des Depotgesetzes ist.

Aufgrund dieser Bestimmung würde wohl die depotrechtliche Verwahrkette bei dem in das elektronische Wertpapierregister eingetragenen Verwahrer enden und den Registerführer nicht mehr erfassen. Dies würde nicht nur für die Einzeleintragung, sondern auch für die Sammeleintragung gelten. Für die Sammeleintragung von elektronischen Wertpapieren bestimmt § 9 Abs. 1 Satz 1 eWpG-RegE, dass elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung als Wertpapiersammelbestand gelten. Für die im Register als Sammelverwahrer Eingetragenen bestimmt § 9 Abs. 2 Satz 1 eWpG-RegE, dass „die Sammeleintragung treuhänderisch“ „verwalten“.

Für das zentrale Register über elektronische Wertpapiere bestimmt § 12 Abs. 2 eWpG-RegE, dass nur eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer das Register führen können. Ausweislich der Gesetzesbegründung geht es hier jedoch nicht um die Frage, dass die Registerführung (erlaubnispflichtiges) Depotgeschäft ist, sondern um die „besondere Vertrauensstellung der registerführenden Stelle“, die „genauso bedeutsam wie die der Stelle, die die körperlichen Urkunden derzeit zentral sammelverwahrt“ sei (Gesetzesbegründung, Bundesrats-Drucksache 8/21, Seite 57 zur § 12 Abs. 2 eWpG-RegE). Daher meinen wir, dass - auch wenn die Registerführung nach § 7 Abs. 4 eWpG-RegE als solche keine Verwahrung im Sinne des Depotgesetzes ist - die Registerführung als Bankgeschäft im aufsichtsrechtlichen Sinne eingeordnet werden sollte (siehe dazu unten Nr. 6.2).

2.6 Arten der Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister (§ 8 eWpG-RegE)

Der Regierungsentwurf unterscheidet zwischen der **Sammeleintragung** (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-RegE) und der **Einzeleintragung** (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG-RegE) von Inhabern in ein elektronisches Wertpapierregister. Die Vorschrift gilt gleichermaßen für das zentrale Register über elektronische Wertpapiere (für Zentralregisterwertpapiere) und das Kryptowertpapierregister (für Kryptowertpapiere). Diesen „Gleichlauf“ der Regelungen für beide Arten von elektronischen Wertpapierregistern (und elektronischen Wertpapieren) begrüßen wir.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

2.6.1 Einzeleintragung

Im Gegensatz zu der im Referentenentwurf vorgeschlagenen Regelung (§ 8 Abs. 2 eWpG-RefE) können nach dem vorliegenden Regierungsentwurf nicht nur Kryptowertpapiere in Einzeleintragung auf eine natürliche oder juristische Person als Inhaber eingetragen werden. Die Einzeleintragung von Zentralregisterwertpapieren ermöglicht einem Emittenten von der neuen Möglichkeit der papierlosen Begebung eines Wertpapiers Gebrauch zu machen, ohne dieses über eine Wertpapiersammelbank verwahren lassen zu müssen. Möglicher Anwendungsbereich dieser Regelung ist die Platzierung von Anleihen bei (institutionellen) Investoren, die eine Übertragung der Wertpapiere nicht beabsichtigen, sondern die Wertpapiere bis zur Endfälligkeit halten wollen. Wir begrüßen diese Regelung.

Der Anwendungsbereich des vorliegenden Regierungsentwurfes ist zwar auf Schuldverschreibungen auf den Inhaber beschränkt (§ 1 eWpG-RegE), aber damit fällt eine hohe Zahl von Wertpapieren – insbesondere Zertifikate – in den Anwendungsbereich. Vor diesem Hintergrund ist es uns wichtig festzuhalten, dass derjenige, der nach § 12 Abs. 2 eWpG-RegE ein zentrales Register führen kann, ungeachtet der Formulierung „auf Veranlassung des Emittenten“ in § 8 Abs. 1 eWpG-RegE die Eintragung von Zentralregisterwertpapieren in Einzeleintragung auch ablehnen kann und seine Dienstleistung auf die Sammeleintragung von Zentralregisterwertpapieren beschränken kann.

2.6.2 Sammeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 1, § 9 eWpG-RegE)

Elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung können sowohl auf den Namen einer Wertpapiersammelbank (§ 4 Abs. 5 eWpG-RegE) als auch auf den Namen eines Verwahrers (§ 4 Abs. 6 eWpG-RegE) eingetragen werden (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-RegE). Die Möglichkeit, einen Verwahrer, der nicht Wertpapiersammelbank ist, einzutragen entspricht dem wirtschaftlichen Interesse der Beteiligten, denn nicht jedes elektronische Wertpapier soll in den Effekten giroverkehr eingeführt werden (so zutreffend die Gesetzesbegründung, Bundesrats-Drucksache 8/21, Seite 52 zu § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-RegE), so dass eine Beschränkung der Sammeleintragung auf Wertpapiersammelbanken nicht gerechtfertigt wäre. Andererseits ist es zutreffend, den Kreis der Eintragungsberechtigten auf Wertpapiersammelbanken und Verwahrer zu beschränken, weil die Sammeleintragung *qua definitionem* eine Eintragung zur treuhänderischen Verwaltung für andere (§ 9 Abs. 2 Satz 1 eWpG-RegE) ist. Die Verwahrung und die Verwaltung von Wertpapieren für andere (Depotgeschäft) ist ein Bankgeschäft im Sinne von § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG.

2.7 Publizität des elektronischen Wertpapierregisters und Registergeheimnis (§ 10 eWpG-RegE)

2.7.1 Einsichtnahme durch Teilnehmer des elektronischen Wertpapierregisters (§ 10 Abs. 1 eWpG-RegE)

Die registerführende Stelle muss sicherstellen, dass die Teilnehmer des elektronischen Wertpapierregisters elektronische Einsicht in das Register nehmen können (§ 10 Abs. 1 eWpG-RegE).

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Wer Teilnehmer des elektronischen Registers ist, ergibt sich aus dem Gesetz nicht. Ausweislich der Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, Seite 54 zu § 10 Abs. 1 eWpG-RegE) gehört zum Teilnehmerkreis „zunächst“ „jeder, der – je nach technischer Ausgestaltung des Registers – Inhaber, Berechtigter oder Betroffener (etwa der Emittent) eines im Register eingetragenen Wertpapiers ist“. Die weitere Bestimmung des Teilnehmerkreises bleibe einer untergesetzlichen Regelung im Rahmen der Verordnungsermächtigung vorbehalten.

Nach unserem Dafürhalten wäre es wünschenswert, wenn der Kreis der Teilnehmer gesetzlich bestimmt werden würde, denn das Gesetz selber gewährt den Teilnehmern besondere Rechte zur Einsichtnahme und legt der registerführenden Stelle besondere Pflichten auf, wenn die einsichtnehmende Person kein Teilnehmer ist.

2.7.2 Berechtigtes Interesse zur elektronischen Einsichtnahme (§ 10 Abs. 2 eWpG-RegE)

Außer den Teilnehmern muss die registerführende Stelle auch jedem anderen elektronische Einsicht gewähren, wenn er ein berechtigtes Interesse darlegt. Nach der Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, Seite 54 zu § 10 Abs. 2 eWpG-RegE) können insbesondere „die Erwerber und Veräußerer eines elektronischen Wertpapiers, die also noch nicht oder nicht mehr als Inhaber eines elektronischen Wertpapiers im elektronischen Wertpapierregister eingetragen sind“, „ein berechtigtes sachliches Interesse im Einzelfall gegenüber der registerführenden Stelle darlegen“. In der Gesetzesbegründung ist insofern vom „potentiellen Teilnehmerkreis“ die Rede.

Nach der gesetzlichen Begründung könnte also jedermann Einsicht in das Register nehmen, wenn er nur darlegt, dass er beabsichtige, ein in dem Register eingetragenes Wertpapier erwerben zu wollen. Uns stellt sich die Frage, warum überhaupt jemand Einsicht in das Register nehmen können sollte, der dort nicht als Inhaber eingetragen ist. In der Gesetzesbegründung (a.a.O.) wird nicht die Möglichkeit zur Einsichtnahme selbst, sondern nur dessen Beschränkung gerechtfertigt. Zum einen wird herausgestellt, dass ein unbeschränktes Einsichtsrecht für die gesamte Öffentlichkeit auch im Falle eines Kryptowertpapierregisters nicht erforderlich sei und die Publizität des Registers das Recht auf informationelle Selbstbestimmung der Teilnehmer nicht unverhältnismäßig einschränken dürfe. Zum anderen wird unter Verweis auf die Regelung in § 12 Grundbuchordnung zur Einsichtnahme in das Grundbuch bei berechtigtem Interesse ausgeführt, missbräuchliche Massenabfragen würden durch die hier vorgeschlagene Regelung ausgeschlossen.

Auch nach geltendem Recht hat niemand außer dem unmittelbar Betroffenen (und der Aufsichtsbehörde) einen Anspruch auf Einsichtnahme in Register oder Aufzeichnungen. Das gilt sowohl für die Wertpapierurkunden in Sammelverwahrung als auch für die Depotkonten einschließlich der Buchführung der Wertpapiersammelbank. Uns ist auch nicht ersichtlich, warum das anders sein sollte. Auch bei einem elektronischen Wertpapierregister besteht – abgesehen bei der uferlosen Definition nach der Gesetzesbegründung („potentieller Teilnehmerkreis“) – kein denkbarer Fall, wo jemand Einsicht in das Register nehmen können sollte, der dort nicht als Inhaber eingetragen ist.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Auch eine Betrachtung der Registerangaben, die aufgrund dieser Vorschrift eingesehen werden können, ergibt kein anderes Ergebnis. Gegenstand von § 10 Abs. 2 eWpG-RegE sind (in Abgrenzung zu § 10 Abs. 3 eWpG-RegE) nur die Registerangaben, die das eingetragene Wertpapier selbst betreffen, also den wesentlichen Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Wertpapierkennnummer (§ 13 Abs. 1 Nr. 1, § 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 eWpG-RegE), die Kennzeichnung als Wertpapier (§ 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 eWpG-RegE), das Emissionsvolumen (§ 13 Abs. 1 Nr. 2 eWpG-RegE), den Nennbetrag (§ 13 Abs. 1 Nr. 3 eWpG-RegE), den Emittenten (§ 13 Abs. 1 Nr. 4, § 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 eWpG-RegE). Möglicherweise könnte man – je nach Auslegung – auch die Kennzeichnung, ob es sich um eine Einzel- oder Sammeleintragung handelt (§ 13 Abs. 1 Nr. 5, § 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 eWpG-RegE), und Angaben zum Mischbestand nach § 9 Absatz 3 (§ 13 Abs. 1 Nr. 7, § 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 eWpG-RegE) dazuzählen.

Wir schlagen daher vor, § 10 Abs. 2 eWpG-RegE ersatzlos zu streichen.

2.7.3 Auskünfte über die Angaben zum Wertpapier hinaus (§ 10 Abs. 3 eWpG-RegE)

Nach dem vorliegenden Regierungsentwurf ist die Auskunft über Angaben im elektronischen Wertpapierregister, die über Angaben zum elektronischen Wertpapier hinausgehen, an weitere Voraussetzungen geknüpft (§ 10 Abs. 3 eWpG-RegE).

Es ist nicht ersichtlich, warum jemand, der nicht selber in das Register eingetragen ist, Einsicht in das Register nehmen können sollte und dabei Angaben einsehen können sollte, die über die Angaben zum elektronischen Wertpapier hinausgehen. Auch nach derzeitiger Rechtslage kann niemand in die von der Wertpapiersammelbank oder einem Zwischenverwahrer in der Verwahrkette geführte „Register“ Einblick nehmen, auch nicht bei einem berechtigten Interesse. Die Vorschrift § 10 Abs. 3 eWpG-RegE ist unseres Erachtens zu streichen.

3 Zentralregisterwertpapier

3.1 Zentrales Register

3.1.1 Registerführende Stelle (§ 12 Abs. 2 eWpG-RegE)

Die Ergänzung in § 12 Abs. 2 Nr. 2 eWpG-RegE wird ausdrücklich begrüßt. Hierdurch wird sichergestellt, dass auch künftig die bereits nach heutigem Recht mögliche und praktizierte Haussammelverwahrung in elektronischer Form fortbestehen kann.

3.1.2 Registerangaben (§ 13 eWpG-RegE)

Nach § 13 Abs. 2 Satz 2 eWpG-RegE „kann“ die Bezeichnung des Inhabers nach Absatz 1 Nummer 6 bei einer Einzeleintragung auch durch Zuordnung einer eindeutigen Kennung erfolgen. Bei § 17

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Abs. 2 heißt es hingegen, dass die Bezeichnung des Inhabers bei der Eintragung durch Zuordnung eindeutiger Kennung erfolgen „muss“. Wir regen eine gleichlautende Regelung für beide Registerarten vor.

3.1.3 Änderung des Registerinhalts (§ 14 eWpG-RegE)

§ 14 Abs. 2 eWpG-RegE sieht vor, dass die registerführende Stelle die **Löschung des Wertpapiers und seiner niedergelegten Emissionsbedingungen** – vorbehaltlich einer abweichenden gesetzlichen Regelung – nur vornehmen darf, wenn der Emittent der Löschung zugestimmt hat. Unseres Erachtens wäre es sinnvoll, der registerführenden Stelle in bestimmten Fällen – etwa nach Ende der Laufzeit der Schuldverschreibung – die Löschung des Wertpapiers und seiner niedergelegten Emissionsbedingungen auch ohne Zustimmung des Emittenten zu gestatten.

Sollte unserem Petition nicht gefolgt werden, regen wir an, anstelle der Zustimmung des Emittenten die **Einwilligung des Emittenten**, also die vorherige Zustimmung, als Voraussetzung für die Löschung vorzusehen.

In § 14 Abs. 4 eWpG-RegE regelt das Gesetz, dass Umtragungen innerhalb einer angemessenen Zeit erfolgen müssen und die getätigte Transaktion nicht wieder ungültig werden darf. Es ist jedoch nicht ersichtlich, ob bzw. durch welche technischen Maßnahmen ausgeschlossen werden kann, dass eine Transaktion ex post betrachtet wieder ungültig wird. Das statuierte Verbot eines Ungültigwerdens von Transaktionen ist zudem sehr weitreichend und steht im Widerspruch zum darauffolgenden Absatz 5, der der registerführenden Stelle die Pflicht zur unverzüglichen Rückgängigmachung von weisungslosen bzw. unberechtigten Änderungen des Registerinhalts auferlegt. Wenn eine Transaktion rückgängig zu machen ist, dann wird diese durch die Rückgängigmachung in der Folge ungültig. Aus diesem Grund regen wir eine zum Absatz 5 konsistente Formulierung im Absatz 4 an.

3.2 Bezug zum Depotrecht

3.2.1 Einbeziehung ausländischer elektronischer Wertpapiere in die Sammelverwahrung

Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes werden in § 1 Abs. 1 Satz 1 DepotG dadurch bestimmt, dass einige Arten von Wertpapieren namentlich aufgezählt werden und die Aufzählung damit endet, dass „ferner andere Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind, mit Ausnahme von Banknoten und Papiergeld“ Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes sind. Der vorliegende Regierungsentwurf sieht die Einfügung eines neuen § 1 Abs. 1 Satz 3 DepotG-RegE vor, der bestimmt: „Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind auch elektronisch begebene Wertpapiere im Sinne des Gesetzes über elektronische Wertpapiere“.

Damit stellt sich die Frage, ob nur elektronische Wertpapiere im Sinne des (deutschen) Gesetzes über elektronische Wertpapiere oder auch andere elektronische Wertpapiere zum

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Anwendungsbereich des Depotgesetzes zählen. Wäre die Aufzählung in § 1 Abs. 1 Satz 1 DepotG um „elektronische Wertpapiere im Sinne des Gesetzes über elektronische Wertpapiere“ ergänzt worden, würde der Zusatz, dass „ferner andere Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind“ auch auf die elektronischen Wertpapiere anwendbar sein und somit beispielsweise ausländische elektronische Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind, in den Anwendungsbereich des Depotgesetzes einbeziehen.

Der Gesetzesbegründung ist zu entnehmen, dass die Beschränkung auf elektronischen Wertpapiere nach dem Gesetz über elektronische Wertpapiere bewusst erfolgt ist; dort (Bundesrats-Drucksache 8/21, Seite 78 zu § 1 Abs. 1 DepotG) heißt es: „dass das Depotgesetz auch auf die in Absatz 1 genannten Wertpapiere Anwendung findet, wenn diese nach dem eWpG elektronisch begeben worden sind“. Damit wären elektronische Wertpapiere, die nach anderen (ausländischen) Vorschriften elektronisch begeben worden sind, vom Anwendungsbereich des Depotgesetzes ausgeschlossen. Wir regen daher an, dass auch ausländische elektronische Wertpapiere vom Anwendungsbereich des Depotgesetzes umfasst werden, soweit sie vertretbar sind.

3.2.2 Einbeziehung elektronischer Wertpapiere in die Girosammelverwahrung

Ein Zentralregisterwertpapier, das in einem durch eine Wertpapiersammelbank geführten Register eingetragen wird und als dessen Inhaber eine Wertpapiersammelbank eingetragen wird, wird zur Abwicklung im Effktengiro bei einer Wertpapiersammelbank erfasst (§ 12 Abs. 3 eWpG-RegE).

Mit dieser Vorschrift wird die Möglichkeit geschaffen, elektronisch begebene Wertpapiere (Zentralregisterwertpapiere) in die Girosammelverwahrung einzubeziehen. Allerdings ist diese Möglichkeit von zwei Voraussetzungen abhängig:

Zum einen muss eine Wertpapiersammelbank als Inhaber in das zentrale Register eingetragen sein. Diese Regelung erscheint sinnvoll, weil die Emission über die Wertpapiersammelbank als Zentralverwahrer in den Effktengiroverkehr eingeführt wird.

Zum anderen muss aber auch das zentrale Register von der Wertpapiersammelbank geführt werden. Zentralregisterwertpapiere können damit nicht dadurch in die Girosammelverwahrung einbezogen werden, dass sie auf den Namen einer Wertpapiersammelbank in das zentrale Register eingetragen werden, wenn nicht das Register bereits durch die Wertpapiersammelbank geführt wird. Zentralregisterwertpapiere, die in zentrale Register eingetragen sind, die nicht von einer Wertpapiersammelbank geführt werden, sind damit von der Girosammelverwahrung ausgeschlossen.

§ 12 Abs. 3 eWpG sollte wie folgt gefasst werden:

(3) Ein Zentralregisterwertpapier, ~~das in einem durch eine Wertpapiersammelbank geführten Register eingetragen wird und~~ als dessen Inhaber eine Wertpapiersammelbank eingetragen wird, wird zur Abwicklung im Effktengiro bei einer Wertpapiersammelbank erfasst.

4 Kryptowertpapiere

4.1 Kryptowertpapierregister

4.1.1 Aufzeichnungssystem (§ 16 Abs. 1 eWpG-RegE)

Nach § 16 Abs. 1 eWpG-RegE muss ein Kryptowertpapierregister auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden.

Rechtsunsicherheit und Unklarheit weist die Formulierung der **Fälschungssicherheit** eines Aufzeichnungssystems eines Kryptowertpapierregisters auf. Gerade aus haftungsrechtlicher Sicht ergeben sich im Hinblick auf den Nachweis der Fälschungssicherheit Bedenken. Zudem bestehen ernsthafte Zweifel, ob eine absolute Fälschungssicherheit in technischer Hinsicht garantiert werden kann. Weder aus dem Gesetz noch dessen Begründung geht eindeutig hervor, unter welchen objektiven Voraussetzungen von einem „fälschungssicheren“ Aufzeichnungssystem ausgegangen werden kann. Vorzugswürdig wären die Begrifflichkeiten „fälschungsgeschützt“ oder „fälschungsgesichert“. Alternativ wird angeregt, auf Grundlage der Verordnungsermächtigung in § 23 Abs. 1 eWpG-E, eine Konkretisierung der objektiven Anforderungen an die Fälschungssicherheit des Aufzeichnungssystems in das Gesetz mit aufzunehmen.

4.1.2 Registerführende Stelle (§ 16 Abs. 2 eWpG-RegE)

Registerführende Stelle ist, wer vom Emittenten gegenüber dem Inhaber als solche benannt ist (§ 16 Abs. 2 Satz 1 eWpG-RegE). Diese Vorschrift wird durch eine gesetzliche Fiktion (§ 16 Abs. 2 Satz 2 eWpG-RegE) ergänzt, wonach der Emittent als registerführende Stelle gilt, wenn der die Benennung einer registerführenden Stelle unterlassen hat. Die registerführende Stelle benötigt eine Erlaubnis als Finanzdienstleister (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-RegE). Daher darf der Emittent nur eine Person mit Erlaubnis als Finanzdienstleister als registerführenden Stelle benennen und muss selber eine solche Erlaubnis haben, wenn er – nach der gesetzlichen Fiktion – Registerführer ist.

Wir halten es für sachgerecht, die Registerführung an eine Erlaubnispflicht zu knüpfen (siehe dazu auch unsere Stellungnahme zu § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-RegE unten in Abschnitt 6.2) Die zivilrechtliche Existenz des Kryptowertpapiers und die Wirksamkeit der Registereintragungen darf aber nicht davon abhängig sein, ob die registerführende Stelle – sei sie die vom Emittenten benannte Stelle oder der Emittent selbst – über eine ausreichende aufsichtsrechtliche Erlaubnis verfügt.

4.1.3 Registerauszug (§ 19 eWpG-RegE)

Registerführende Stellen werden nach § 19 Abs. 2 Nr. 2 eWpG-RegE verpflichtet, einem Verbraucher – als Inhaber eines Kryptowertpapiers in Einzeleintragung – „bei jeder Veränderung des Registerinhalts“ einen Registerauszug in Textform zur Verfügung zu stellen.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Nicht jede Änderung des Registerinhalts ist für einen Verbraucher maßgeblich oder gar von Interesse. Die im § 19 Abs. 2 Nr. 2 eWpG-RegE vorgesehene Informationspflicht würde jedoch dazu führen, dass ein Verbraucher ihn nicht betreffende oder für ihn nicht relevante Informationen erhält. Zur Vermeidung des auch in anderem Zusammenhang vielfach kritisierten *information overloads* wäre eine Konkretisierung des Gesetzestextes dahingehend wünschenswert, dass eine Übermittlung des Registerauszuges an Verbraucher nur dann zu erfolgen habe, wenn ihn die vorgenommene Änderung konkret betrifft oder für ihn von Bedeutung ist. Die Forderung nach einer konkreten und unmittelbaren Betroffenheit des Verbrauchers würde den Interessen beider Seiten – Verbraucher und registerführende Stelle – dienen.

Wir schlagen vor, § 19 Abs. 2 Nr. 2 eWpG wie folgt zu fassen:

Ist der Inhaber eines einzeln eingetragenen Kryptowertpapiers ein Verbraucher, so hat die registerführende Stelle dem Inhaber zu folgenden Zeitpunkten einen Registerauszug in Textform zur Verfügung zu stellen:

1. nach Eintragung ~~des~~ eines Kryptowertpapiers in das Register zu seinen Gunsten,
2. bei jeder ihn betreffenden Veränderung des Registerinhalts und
3. einmal jährlich.

In der Gesetzesbegründung wird zudem ausgeführt, dass bei Sammeleintragungen, die registerführende Stelle durch geeignete Maßnahmen sicherstellen müsse, dass die Registerinformationen an diese Verbraucher weitergeleitet werden. Diese Erwägungen sind unseres Erachtens unzutreffend. Die Sammeleintragung gilt (nach § 9 Abs. 1 eWpG-RegE) als Sammelbestand, so dass die Vorschriften zur Wertpapiersammelverwahrung gelten.

5 Aufsichtsrecht

5.1 Kryptoverwahrgeschäft (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG-RegE)

In § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG wird unter anderem die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten – nicht Kryptowertpapieren – als Kryptoverwahrgeschäft definiert. Derjenige, der das Kryptoverwahrgeschäft betreibt, benötigt nach dieser Vorschrift eine Erlaubnis als Finanzdienstleister. Zum Kryptoverwahrgeschäft zählt nach der durch den vorliegenden Regierungsentwurf vorgesehenen Änderung auch [Hervorhebung nicht im Original] „die **Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln**, die dazu dienen Kryptowertpapiere für andere nach § 4 Absatz 3 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen“. Damit ist diese Geschäftstätigkeit eine erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung.

Wir halten die Einordnung dieser Geschäftstätigkeit als Finanzdienstleistung für nicht sachgerecht. Wir sehen einen Widerspruch zur Gesetzesbegründung und zur Erlaubnispflicht anderer Geschäftstätigkeiten im Zusammenhang mit elektronischen Wertpapieren.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

In der Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, zu § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG, Seite 81) heißt es, es bestehe keine Notwendigkeit für eine gesonderte aufsichtsrechtliche Regelung zur Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren. Deren Verwahrung und Verwaltung unterfalle wie auch die Verwahrung und Verwaltung von verbrieften Wertpapieren dem Depotgeschäft; „die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren wird daher ebenso vom Depotgeschäft konsumiert“.

Wir verstehen diesen Hinweis in der Gesetzesbegründung so, dass die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren Depotgeschäft ist. Der Verwahrer von Wertpapieren unterliegt deswegen einer besonderen Aufsicht (Depotgeschäft), weil er rein faktisch über die ihm von den Anlegern anvertrauten Wertpapiere verfügen kann. Genauso kann derjenige, dem kryptografische Schlüssel zur Sicherung anvertraut werden, über diese Schlüssel und damit über die zugehörigen Kryptowertpapiere verfügen. Wir können nicht erkennen, warum ein Anleger im Falle eines Kryptowertpapiers weniger schutzwürdig sein soll als zum Beispiel im Falle eines girosammelverwahrten Wertpapiers.

Daher sollte die Sicherung von kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, als Bankgeschäft und nicht als Finanzdienstleistung reguliert werden. Wir weisen dabei ausdrücklich darauf hin, dass die Dienstleistung als solche dabei durchaus auch von Unternehmen erbracht werden kann, die selber über keine Banklizenz verfügen, indem sie mit einem ausreichend lizenzierten und überwachten Unternehmen zusammenarbeiten. Damit entsteht im Interesse des Anlegerschutzes keine geringere Anforderung als beim Depotgeschäft und gleichzeitig wird die Innovationskraft von Unternehmen genutzt, die die Voraussetzungen zum Betreiben des Bankgeschäfts nicht erfüllen und aus personellen oder finanziellen Gründen auch nicht erfüllen können.

Der Katalog der **Bankdienstleistungen** in § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG sollte um die Sicherung von kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, ergänzt werden.

5.2 Kryptowertpapierregisterführung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-RegE)

Nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-RegE ist die Kryptowertpapierregisterführung eine Finanzdienstleistung und keine Bankdienstleistung. Zudem wird in § 7 Abs. 4 eWpG-RegE festgestellt, dass „die Registerführung als solche“ keine Verwahrung im Sinne des Depotgesetzes darstellt. Dieser Regelungsansatz führt zu einer unterschiedlichen Regulierung zwischen den Kryptowertpapieren in Einzeleintragung und depotmäßig verbuchten Wertpapieren. Ferner besteht ein Unterschied zwischen Kryptowertpapieren in Einzeleintragung und Kryptowertpapieren in Sammeleintragung.

In das Kryptowertpapierregister in **Sammeleintragung** kann nur eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer, also jemand mit Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts im Inland (§ 4 Abs. 6

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

eWpG-RegE), eingetragen werden (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-RegE). Bei der **Einzeleintragung** hingegen wird diejenige Person, die das Kryptowertpapier für sich selbst hält, in das Kryptowertpapierregister eingetragen (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG-RegE). Die registerführende Stelle bedarf nach § 1 Abs. 1a Nr. 8 KWG-RegE keiner Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts, sondern nur einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen, hat aber in Bezug auf die Verwahrung und Verwaltung – bspw. Weiterleitung von Zinszahlung, Weitergabe von Informationen und Einlösung des Wertpapiers bei Fälligkeit – dieselben Aufgaben wahrzunehmen wie ein Depotinstitut bei der Sammeleintragung von Kryptowertpapieren. Sie nimmt auch dieselbe Vertrauensstellung gegenüber dem Anleger ein wie ein Depotinstitut im Effekten giroverkehr (siehe dazu auch schon oben: 2.6.2), was sich beispielsweise an den Pflichten der registerführenden Stelle im Zusammenhang mit der Änderung des Registerinhaltes (siehe dort insbesondere § 18 Abs. 4, Abs. 5 eWpG-RegE) und an der vorgesehenen Schadensersatzpflicht (§ 7 eWpG-RegE) widerspiegelt.

In der Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, zu § 7 Abs. 4, Seite 51) wird die Feststellung, dass die Registerführung keine Verwahrung ist, damit begründet, dass die Registerführung deswegen keine Verwahrung im Sinne des Depotgesetzes sei, weil die Registerführung „auf das Zurverfügungstellen und die Pflege einer Begebungsinfrastruktur für elektronische Wertpapiere“ abziele. Diese Begründung verkennt wesentliche Aufgaben des Registerführers, insbesondere bei der Einzeleintragung von Wertpapieren. Die Übertragung der Kryptowertpapiere von einem Anleger auf einen anderen Anleger vollzieht sich – wie bei der depotmäßigen Verwahrung im Depotkonto – im Kryptowertpapierregister selbst, ohne dass neben dem Kryptowertpapierregisterführer eine andere Person oder Stelle verantwortlich wäre.

Auch ein Vergleich mit dem zentralen Register zeigt, dass es nicht sachgerecht ist, die Kryptowertpapierregisterführung als Finanzdienstleistung und nicht als Bankgeschäft einzuordnen. Für die Führung eines zentralen Registers benötigt die registerführende Stelle – anders als bei Kryptowertpapieren – zwingend eine Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts (§ 12 Abs. 2 eWpG-RegE), wobei derjenige Verwahrer, der nicht auch eine Zulassung als Wertpapiersammelbank hat, zusätzlich sogar noch einer ausdrücklichen Ermächtigung in Textform durch den Emittenten bedarf (§ 12 Abs. 2 Nr. 2 eWpG-RegE). Die besondere Vertrauensstellung der registerführenden Stelle, so heißt es dazu in der Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, zu § 12 Abs. 2, Seite 57), sei genauso bedeutsam wie die der Stelle, die die körperlichen Urkunden derzeit zentral sammelverwahrt. Dieser Wertung schließen wir uns an. Sie gilt aber auch für das Kryptoverwahrregister, bei dem – genauso wie bei dem zentralen Register – das Wertpapier durch Eintragung in das Register entsteht und im Falle der Einzeleintragung auch (nur) durch Änderung des Registers von einem Anleger auf einen anderen Anleger übertragen wird.

Gegen die Einordnung der Kryptowertpapierregisterführung nur als Finanzdienstleistung spricht die Bewertung der Verfasser des Gesetzentwurfes, die sich auch in der umfangreichen Haftung der registerführenden Stelle für Datenverlust und unbefugte Datenverarbeitung (§ 7 Abs. 3 eWpG-RegE) ausdrückt.

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Die Kryptowertpapierregisterführung sollte als Bankgeschäft in das KWG (§ 1 Abs. 1 KWG) aufgenommen werden.

5.3 Erleichterungen für auf Kryptoverwahrgeschäft oder Kryptowertpapierregisterführung beschränkte Finanzdienstleistungsinstitute (§ 2 Abs. 7b KWG-RegE)

Schon die Einordnung des Kryptoverwahrgeschäfts und der Kryptoregisterführung als Finanzdienstleistung und nicht als Bankgeschäft ist unzutreffend (siehe dazu oben). Vom Gesetzgeber selber wird umfassende Haftung der registerführenden Stelle bei der Kryptowertpapierregisterführung vorgesehen (§ 7 Abs. 4 eWpG-RegE) und aus der Sicherung von kryptografischen Schlüsseln beim Kryptoverwahrgeschäft ergeben sich hohe Haftungsrisiken beim Verlust der Schlüssel im Rahmen des Kryptoverwahrgeschäfts. Insofern ist es unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes fragwürdig, diese Geschäfte nicht nur nicht als Bankgeschäfte und damit vergleichbar mit dem Depotgeschäfts einzuordnen, sondern denjenigen, die die Geschäfte erbringen auch noch gegenüber anderen Finanzdienstleistern geringere Kapitalanforderungen aufzuerlegen.

Diese Regelung im Regierungsentwurf kann nur mit dem politischen Willen zur Förderung von jungen, kapitalschwachen, aber innovativen Unternehmen erklärt werden. Sollte der Gesetzgeber auch das Ziel des Anlegerschutzes verfolgen, müssen die Sicherung von kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, und die Kryptowertpapierregisterführung nicht nur als Bankdienstleistung eingeordnet werden, sondern auch die in § 2 Abs. 7b KWG-RegE vorgesehenen Erleichterungen für die unseres Erachtens zutreffend als Bankgeschäft einzuordnenden Dienstleistungen gestrichen werden.

5.4 Übergangsvorschriften zum Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere (§ 65 KWG-RegE)

Mit der von uns geforderten Änderung des § 1 Abs. 1 KWG und des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG-RegE (siehe oben 5.1) wäre auch § 65 Abs. 1 KWG-RegE hinfällig.

Falls der Anwendungsbereich des Gesetzes im parlamentarischen Verfahren dahingehend erweitert werden sollte, dass Inhaberanteilsscheine an Investmentsondervermögen auch als Kryptowertpapiere begeben werden können, sollte sichergestellt werden, dass Verwahrstellen die Dienstleistungen einer registerführenden Stelle für Krypto-Fondsanteilsscheine für Fonds, für die sie als Verwahrstelle von der KVG beauftragt wurden, anbieten können. Nur so ist sichergestellt, dass die Verwahrstellen weiterhin ihrer Pflicht gemäß KAGB (§ 71 und § 83 KAGB) zur Ausgabe und Rücknahme der Anteile nachkommen können. Verwahrstellen unterliegen bereits der Aufsicht durch die BaFin.

5.5 Internationale Zuständigkeit der Aufsicht

Nach der Begriffsbestimmung des § 4 Abs. 11 eWpG-RegE ist ein **Aufzeichnungssystem** ein dezentraler Zusammenschluss, in dem die Kontrollrechte zwischen den das jeweilige System betreibenden Einheiten nach einem im Vorhinein festgelegten Muster verteilt sind. Der Wortlaut und die Gesetzesbegründung gehen von einer Vielfalt von verteilten Systemen (oder Systemeinheiten) im Sinne einer verteilten Infrastruktur aus. Offen bleibt in diesem Zusammenhang jedoch, auf welches Aufsichtsrecht abzustellen ist, wenn einzelne Systeme bzw. Systemeinheiten des dezentralen Zusammenschlusses in verschiedenen EU-Ländern - also länderübergreifend - betrieben werden. Eine entsprechende Klarstellung des Gesetzes dahingehend, welches Aufsichtsrecht bei einem EU-Auslandsbezug zu Grunde zu legen ist, würden wir daher sehr begrüßen.

6 Verschiedenes

6.1 Kapitalanlagegesetzbuch – elektronische Anteilscheine (§ 95 KAGB-RegE)

6.1.1 Anteilscheine

§ 95 Abs. 3 KAGB-RegE ermöglicht elektronische Inhaberanteilscheine in Form von Zentralregisterwertpapieren und die Anwendung ausgewählter Vorschriften des eWpG, was wir begrüßen.

Der Unterschied zwischen Inhaberschuldverschreibungen und Anteilscheinen wird angemessen durch die Maßgaben bei der entsprechenden Anwendung des eWpG zum Ausdruck gebracht, jedoch wurde die Bedeutung der Verwahrstelle in der Aufzählung des § 95 Abs. 3 Satz 1 KAGB-RegE nach unserer Einschätzung noch nicht ausreichend berücksichtigt. Anders als bei Inhaberschuldverschreibungen wird die Kapitalverwaltungsgesellschaft als Emittent von Fondsanteilsscheinen nicht alleinverfügungsberechtigter Eigentümer der Gelder, die ihr durch die Investoren bei der Emission zur Verfügung gestellt werden. Aus Anlegerschutzgründen wird der Kapitalverwaltungsgesellschaft eine Verwahrstelle als Kontrollinstanz an die Seite gestellt, so auch bei der Begebung von Anteilscheinen. Daher sollte eine weitere Nr. 4 in § 95 Abs. 3 KAGB-RegE ergänzt werden:

„Nr. 4 an die Stelle des Emittenten der Emittent gemeinsam mit der Verwahrstelle tritt“

oder zumindest deutlich gemacht werden, dass der Emittent bei der Begebung, der Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen die Verwahrstelle einbeziehen muss (siehe auch §§ 71, 83 KAGB und Rechtsgedanke des § 95 Abs. 2 Satz 4 KAGB RegE).

Nach § 95 Abs. 3 KAGB-RegE ist auch § 6 eWpG vollständig auf elektronische Anteilscheine anwendbar. Bei der Umstellung von bereits in einer Globalurkunde emittierten, bestehenden Anteilscheinen auf elektronische Anteilscheine sollte der Verwahrstelle die Möglichkeit gegeben

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

werden, das zentrale Register zu führen, damit eine Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen gemäß § 71 und § 83 KAGB durch die Verwahrstelle sichergestellt werden kann, jedenfalls in den Fällen, in denen die Fondsanteile nicht auf Handelsplätzen gehandelt werden und eine Einbeziehung in den Effktengiroverkehr nicht erforderlich ist.

Die Umstellung von in einer Globalurkunde verbrieften Anteilscheinen auf elektronische Anteilscheine sollte nicht die Zustimmung durch die Berechtigten erfordern, sondern sollte durch den Emittenten (die Kapitalverwaltungsgesellschaft) entschieden werden können mit Zustimmung der Verwahrstelle. Eine entsprechende Information sollte an alle Anleger veröffentlicht werden, wie dies auch bei anderen Maßnahmen der Kapitalverwaltungsgesellschaft der Fall ist. Insbesondere bei Publikumsfonds mit Tausenden von Anlegern ist eine Zustimmung durch die Berechtigten nicht umsetzbar. Eine entsprechende Sonderregelung gegenüber § 6 Abs. 4 eWpG sollte im KAGB verankert werden.

6.1.2 Registerführung anstelle Anvertrauens

Es sollte ergänzend zu § 95 KAGB-RegE eine Änderung in Artikel 10 eWpG-RegE zu § 97 Abs. 1 KAGB aufgenommen werden, wonach anstelle des Anvertrauens der Globalurkunde zur Sammelverwahrung bei elektronischen Anteilsscheinen die Eintragung in ein zentrales Register gemäß § 12 eWpG erfolgt.

Wenn mit dem eWpG eine transparente Lösung zur registermäßigen Verwahrung von Inhaberanteilsscheinen ermöglicht wird, sollte dies auch zu einer Effizienzsteigerung führen. Herausgabeansprüche im Hinblick auf (Einzel-)Urkunden sind aufgrund § 358 KAGB ohnehin bereits ausgeschlossen.

6.1.3 Kapitalanlagegesetzbuch - Kryptowertpapiere als Anlageobjekt im Fondsvermögen

Fonds stellen im Kapitalmarkt eine wichtige Investorengruppe dar. Daher ist absehbar, dass sie auch in elektronische Wertpapiere investieren werden.

Durch die Formulierung von § 95 Abs. 4 Satz 1 KAGB n.F. wird bereits berücksichtigt, dass bei Wertpapierfonds das Anlagevermögen regelmäßig nicht von der Kapitalverwaltungsgesellschaft erworben wird, sondern für Rechnung des Sondervermögens, und mithin die Anleger Miteigentum daran erwerben. Daher sollte § 27 eWpG-RegE umformuliert werden, damit auch außerhalb des eWpG bestehende Besonderheiten berücksichtigt werden:

Soweit ~~dieses Gesetz nichts anderes vorsieht~~ gesetzlich nichts anderes vorgesehen ist ...

Darüber hinaus ist die besondere Funktion der Verwahrstelle nach dem KAGB zu berücksichtigen. Sie erfordert insbesondere ausreichende Kontroll- und Sicherungsmöglichkeiten im Hinblick auf das

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere

Fondsvermögen. Das KAGB sieht für die Verwahrung von Wertpapieren, die als verwahrfähig gelten, die Verwahrung durch eine Verwahrstelle vor (siehe § 72 Abs. 1 Nr. 1a bzw. § 81 Abs. 1 Nr. 1a KAGB). Kryptowertpapiere sind nach § 1 Abs. 1 Satz 3 DepotG-RegE auch Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes und damit verwahrfähig. Um diesbezügliche Rechtsunsicherheiten zu vermeiden, sollte im KAGB eine gegenüber den §§ 24ff. eWpG-RegE speziellere Regelung aufgenommen werden, nach der Kryptowertpapiere, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Sondervermögens im Wege der Einzeleintragung erworben werden, auf den Namen der Verwahrstelle für Rechnung des Sondervermögens eingetragen werden. Um die insolvenzrechtlich notwendige Fremdvermutung herzustellen, sind im Register die Rechte Dritter, namentlich des Sondervermögens bzw. seiner Anleger, ausdrücklich einzutragen. Die grundsätzliche Möglichkeit hierfür besteht gemäß § 17 Abs. 2 Nr. 2 eWpG-RegE.

6.2 Pfandbriefgesetz – Pfandbrief als elektronisches Wertpapier (§ 4 Abs. 5 Satz 2, § 8 Abs. 3 Satz 3 PfandBG-RegE)

Der vorliegende Regierungsentwurf sieht gemäß Art. 11 auch Änderungen zu § 4 Abs. 5 sowie § 8 Abs. 3 PfandBG vor. Demnach wird es zukünftig neben der bisherigen Begebungspraxis auch möglich sein, Pfandbriefe elektronisch begeben zu können. Wir begrüßen diese Vorschläge, da sie insbesondere auch einen zukünftigen Gleichlauf zu anderen Schuldverschreibungen in Bezug auf das Digitalisierungspotential herstellen.

Die Regelung ist jedoch so noch nicht wirklich praxisgerecht. Eine Frist von maximal einem Monat zwischen der Niederlegung der Treuhänderbestätigung (§ 8 Abs. 3 Satz 1 PfandBG-E) und der Eintragung des Pfandbriefs in das elektronische Wertpapierregister, wie es gemäß § 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG-E per Verweis vorgesehen ist, ist nicht sinnvoll. Eine entsprechende gesetzliche Begrenzung ist im Rahmen der bestehenden Pfandbrief-Begebungspraxis nicht vorgesehen. Zwischen der Abgabe der Treuhänderbestätigung und der tatsächlichen Begebung des Pfandbriefs kann in Einzelfällen ein längerer Zeitraum liegen. Daher sollte § 8 Abs. 3 Satz 3 PfandBG-E insofern geändert werden, dass lediglich § 5 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere entsprechend gilt.

IMMUTABLE ■ ■ INSIGHT

Immutable Insight GmbH Tölzer Str. 5 82031 Grünwald

Katharina Gehra
Managing Director

k@immutableinsight.com

05.03.2021

Stellungnahme für den Deutschen Bundestag – Finanzausschuss – zum Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (BT-Drucksache 19/26925) sowie zum Antrag der Fraktion der FDP "Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen - Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen" (BT-Drucksache 19/26025)

Immutable Insight GmbH befasst sich umgehend mit der Analyse und Bewertung von Distributed Ledger Technologie (hiernach DLT). Das Unternehmen benutzt diverse analytische Ansätze, zur Erkennung von Verhaltensmustern, um daraus sowohl Investments zu betreiben als auch gegen verdächtiges Verhalten wie Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung vorzugehen. Immutable Insight ist Pionier bei der Anwendung und Erfassung von Blockchain Technologien. Nachhaltigkeit und transparente digitale Transformationen sind Grundsteine der Unternehmensphilosophie; dazu gehört die kontinuierliche Optimierung vom Einsatz der Blockchain Technologie in verschiedenen Bereichen, sowohl von privater als auch staatlicher Relevanz. Die Expertise von Immutable Insight basiert dementsprechend auf einer verantwortungsbewussten Umsetzung von neuen digitalen Technologien und dem Vorantreiben der Innovation im Finanzsektor durch DLTs.

Es wird daher folgende Stellungnahme zum Gesetzesentwurf bezogen. Die Einführung elektronischer Wertpapiere ist ein kritischer Schritt damit Deutschland nicht nur im Europäischen

Raum sondern auch weltweit ein Innovator für DLTs bleiben kann. Dies ist von besonderer Bedeutung, da DLTs und insbesondere die Blockchain, die digitale Wirtschaft der Zukunft

gestalten werden. Dementsprechend ist es von strategischer Bedeutung einen gesetzlichen Rahmen aufzustellen, der Klarheit und Übersicht verschafft.

Die Möglichkeit für Emittenten sich zwischen elektronischen- und Papierurkunden zu entscheiden ist ein erster Schritt zur Anpassung und Dynamisierung der Regulatorik für die Herausforderungen der digitalen Zukunft. Die Tatsache, dass Schuldverschreibungen in elektronischer Form zulässig werden, entspricht einem Effizienzgewinn sowohl für die Regulatoren als auch für die Inhaber dieser Wertpapiere. Einerseits ermöglicht die elektronische Form den Regulatoren die Wertpapiere in Echtzeit zu verfolgen, andererseits wird die Transaktionszeit reduziert. So werden ebenfalls Transaktionskosten gesenkt; elektronischer Handel ist letztendlich schneller als Papier und für die effektive Bekämpfung der Geldwäsche ist es deutlich besser.

Kryptowertpapierregister gemäß § 16 entsprechen einem richtigen Schritt bezüglich der Implementierung der Blockchain-Strategie der Bundesregierung, sie fördern das Wachstum und den Erhalt des jungen und innovativen Blockchain Ökosystems im Lande. Dadurch wird auch ein Anreiz zur digitalen Transformation erzeugt. Der Einsatz von DLTs zur Führung von Registern erfüllt genauso gut die Anforderungen an Vertraulichkeit, Integrität und Authentizität die der Wertpapierhandel benötigt, wie andere Systeme es machen. Zudem öffnet die Einführung von Kryptowertpapierregistern die Tür für Innovationen, es bietet Möglichkeiten für die Entstehung von neuen Geschäftsmodellen und gleichzeitig erleichtert es die Finanzierung von Unternehmen, indem weniger Intermediäre für den Handel von Schuldverschreibungen benötigt werden.

Im Kern der Philosophie von Immutable Insight steht die Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorfinanzierung. Finanzinstrumente verschiedener Natur werden von kriminellen Organisationen eingesetzt, um ihre Gelder zu legalisieren. Der Handel von Finanzinstrumenten an DLTs, wie die Blockchain, erleichtern es Behörden charakteristische Transaktionsmuster durch den Einsatz von Analysemethoden schnell und effektiv zu erkennen. Somit stellen Kryptowertpapierregister den Behörden ein Werkzeug zur Verfügung um Geldwäsche im Schuldverschreibungsmarkt schneller zu identifizieren und dementsprechend strafrechtlich zu verfolgen. Die Möglichkeit weitere Finanzinstrumente auf eine solche Weise zu handeln würde die Behörden letzten Endes dabei unterstützen diese Tätigkeiten zu kontern.

Der Gesetzesentwurf stellt einen wichtigen ersten Schritt dar. Allerdings wäre es wünschenswert, die Fassung in elektronischer Form von anderen Wertpapieren, wie zum Beispiel Anteilen, zu

ermöglichen. Hierfür spricht die Tatsache, Wertpapiere in elektronischer Form würden den Aufwand sowohl für Emittenten als auch für künftige Inhaber reduzieren, insbesondere wenn eine DLT-basierte Lösung gefunden werden kann. Elektronische Systeme können, mindestens genauso gut wie traditionelle Systeme, für Vertraulichkeit, Integrität und Authentizität sorgen und führen gleichzeitig zur Effizienzsteigerung und Dynamisierung der Finanzmärkte. Eine ähnlich wie der Vorschlag zum Kryptowertpapierregister, Blockchain-basierte Lösung, würde diese Anforderung erfüllen. Außerdem würde diese Transparenz im Finanzmarkt erschaffen.

Eintrittsbarrieren in Form von hohem Erfüllungsaufwand stellen ebenfalls einen wichtigen Punkt dar. Die Blockchainszene, besonders hier in Deutschland, besteht zum Großteil aus Start-Ups, die diesen Finanzmarktfortschritt antreiben. Mit einem laufenden Erfüllungsaufwand in Höhe von € 41 Mio. und einem einmaligen Erfüllungsaufwand von € 38.338,88 stellen die genannten Beträge für Start-Ups eine große Herausforderung dar. Es könnte, wenn keine adäquate Änderung in Sicht ist, zu einer starken Abnahme an der Anzahl von innovativen Start-Ups führen. Mit Sicht auf die Zukunft sollte darauf geachtet werden, dass eben solche Unternehmen geschützt und gefördert werden. Durch die junge Entstehung der Blockchain und DLT ist Deutschland auf KMUs angewiesen, um ertragreiche und Arbeitsplatzschaffende Geschäftsmodelle aus dieser innovativen Technologie zu machen. Nur so kann auch in Zukunft wieder ein sichtbares Wachstum im Finanzsektor zu beobachten sein. Ein eklatantes Beispiel ist hier die Erwägung die kritische Infrastruktur, die man zum Betreiben der energieeffizienten Blockchains, den Proof of Stake Blockchains, zu besteuern. Wenn man Energiefresser wie Bitcoin vermeiden will, dann muss man diese Art von Blockchain eher fördern, als diesen neuen Industriezweig durch Besteuerung von Staking im Keim zu ersticken. Das bedeute horrenden Folgeschäden für die Industrieanwendungen der Blockchain. Damit ist autonomes Fahren, Industrie 4.0 und diese Hochtechnologien massiv gefährdet. Eine resiliente Infrastruktur kann damit hier nicht aufgebaut werden. Diese Technologie wird viel zu oft missverstanden und mit zäh hängenden Mythen belastet.

Stattdessen sollte man in Betracht ziehen, Steuern und Erfüllungsaufwand an Staking und DeFi zu minimieren, um so auch wieder Wachstum zu erzeugen.

Ein ähnlicher Treiber in Richtung Fortschritt sind die Stable coins, eine Kryptowährung, die in der Regel an eine staatliche Währung gebunden ist. Diese Form von Kryptowährung ist nicht nur profitabel für Deutschland aber auch für den ganzen europäischen Raum, nur fehlen europäische

Modelle und der Markt wird international von anderen dominiert. Da die Stable Coins vergleichsweise eine geringere Volatilität haben, würde ein volles Verbot - wie es die "Markets in Crypto Assets Verordnung" (MiCA) vorschlägt - Blockchain Benutzer unnötiger Volatilität aussetzen und auch die Einführung der Blockchain in den Markt stark verlangsamen, was auch gegen die eigentliche Blockchainstrategie der Bundesregierung geht. Dem bezüglich ist es ebenso wichtig, dass in Deutschland das "sprichwörtliche" Portfolio auch auf mehrere Kryptoassets erweitert wird. Die Erschaffung von genauen und regulatorischen Standards für Kryptoassets bietet Vorteile für deutsche Unternehmen aber auch auf einem europäischem Level. Wir begrüßen einen Regelungsrahmen, sofern er von der Prämisse ausgeht ein Level Playing Field zu bereiten und die Vorteile der Technologie für die gesamte Volkswirtschaft als Grundlage und kritische Infrastruktur zu verstehen.

Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren stellt einen kritischen Schritt zur Unterstützung der digitalen Transformation in Finanzmärkte dar. Vereinfachte und zeitsparende Übertragbarkeit von Wertpapieren wird unmittelbar zu Effizienzsteigerungen führen. Zudem ist die Einführung von Kryptowertpapierregistern zur Verfolgung von Geldwäsche und Terrorfinanzierung im Schuldverschreibungsmarkt besonders wichtig und soll aber auch dem Ausbau der Blockchain Infrastruktur in Deutschland helfen. Wir fordern dazu auch eindeutig eine souveräne digitale Identität, die die Transaktionssicherheit und -geschwindigkeit weiter erhöht. Anders als landläufig gerne behauptet, führt das zu MEHR Datenschutz und besserer Privatsphäre für die Bürger.

Kapilendo AG · Joachimsthaler Straße 30 · 10719 Berlin

Kapilendo AG
Joachimsthaler Str. 30
D-10719 Berlin

Telefon
+49 (0) 30 364 285 70
Fax
+49 (0) 30 364 285 798

Mail
info@kapilendo.de
Web
www.kapilendo.de

Stellungnahme

zur öffentlichen Anhörung am 22. März 2021

„Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren“ (BT-Drucks. 19/26925)

„Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen – Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen“ (BT-Drucks. 19/26025)

Kontakt: Jens Siebert
E-Mail: j.siebert@kapilendo.de

Berlin, den 21.03.2021

I. Umsetzung des Gesetzesentwurfs

Elektronische blockchainbasierte Wertpapiere stellen neben digitalen Währungen sicherlich den bedeutendsten und nachhaltigsten Anwendungsfall von Blockchaintechnologie im Finanzsektor dar. Dementsprechend bedeutend wirkt sich der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren auf die mögliche Stellung Deutschlands als attraktiver und Wettbewerbsfähiger Finanzstandort aus.

Sowohl die im August 2019 veröffentlichte Blockchainstrategie der Bundesregierung als auch das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren sind wichtige Schritte auf dem Weg zu einem – im europäischen und internationalen Vergleich dringend benötigten – zivil- und aufsichtsrechtlichen Rahmens für elektronische Wertpapiere. Es ist ein zentrales Ziel des Gesetzesentwurfs das deutsche Recht für innovative Technologien unter Wahrung der Erfordernisse der Rechtssicherheit, der Marktintegrität, des Anlegerschutzes sowie auch des Funktionierens und der Transparenz des zugrundeliegenden Finanzmarktes zu öffnen.

Die mit dem Gesetzesentwurf angestrebten Änderungen im zivilrechtlichen Wertpapierbegriff sind in Ihrer Tragweite und Relevanz für den Finanzmarktstandort Deutschland dabei nicht hoch genug zu bewerten.

Vorstand
Christopher Grätz (Vorsitz)
Jens Siebert
Aufsichtsrat
Andreas Leckelt (Vorsitz)

Registergericht
Berlin-Charlottenburg
HRB 165539 B
Steuer-Nr. 27/050/32357
USt-Id-Nr. DE299637885

Bankverbindung
Berliner Volksbank
IBAN DE 21 1009 0000 2551 3020 00
BIC BEVODE33XXX

Zugleich wird die durch den Gesetzesentwurf vorgeschlagene Abbildung von elektronischen Wertpapieren in zentralen Registern in der Praxis regelmäßig lediglich einen Verzicht auf die Verbriefung in Form von Globalurkunden bedeuten. Sämtliche Wertpapierfolgeprozesse werden auch weiterhin aus der etablierten und fragmentierten Marktinfrastuktur von Zentralverwahrern, Wertpapierhandelsbanken und Depotbanken angeboten und stehen deshalb nicht im Mittelpunkt unserer Stellungnahme.

Der Fokus liegt vielmehr auf der neu zu schaffenden Regelung, Wertpapiere in einem Kryptowertpapierregister abzubilden. Diese bildet im internationalen Wettbewerb der Jurisdiktionen und im Lichte der geplanten Regulierung von Kryptowerten auf europäischer Ebene (MiCA) eine bedeutende Chance für den heimischen Finanzstandort. Ferner bietet sie die Chance Deutschland als führende europäische Jurisdiktion für Blockchain-Anwendungen im Finanzsektor zu etablieren und damit eine Vorreiterrolle im EU-weiten Harmonisierungsprozess des Regelungsrahmens für Kryptowerte einzunehmen.

Bereits in unserer Stellungnahme zum Referentenentwurf war es uns ein wichtiges Anliegen, die Bedeutung und das Potential dieses Gesetzesentwurfs für die Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts zu unterstreichen. **Gegenüber dem Referentenentwurf begrüßen wir im Regierungsentwurf die Umsetzung zentraler Anregungen unserer ersten Stellungnahme. Hierbei sind insbesondere die risikoadäquate Herabsetzung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Kryptowertpapierregisterführung (siehe Seiten 72/73 der Begründung im eWpG-RegE) und die Schaffung angemessener Übergangsregelungen für diesen Erlaubnistatbestand (siehe Artikel 6 eWpG-RegE zur Änderung des KWG) zu erwähnen.**

Aus unserer Sicht besteht aber weiterhin Handlungsbedarf, um die vollen Potentiale des Gesetzesentwurfs bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung der übergeordneten Ziele der Finanzmarktregulierung (Anlegerschutz, Rechtssicherheit und Marktintegrität) zu erhalten. Dies betrifft insbesondere die

- klare Zurückweisung der nicht risikoadäquaten Forderungen nach einer Heraufsetzung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Kryptowertpapierregisterführung,
- die Perpetuierung des bestehenden Wertpapiersystems durch eine falsche Interpretation der technologieneutralen Ausgestaltung des Gesetzes
- und die fehlende Ausweitung des Anwendungsbereiches von Kryptowertpapieren auf weitere Wertpapierarten, insbesondere Kryptofondsanteile.

Darüber hinaus sehen wir die kurzfristige Notwendigkeit auf dem Wege der Rechtsverordnung Planungssicherheit für bestehende und neue Marktteilnehmer im Hinblick auf die konkreten technischen Anforderungen an ein Kryptowertpapierregister und dessen Führung zu formulieren. Nur eine ausreichende Rechtssicherheit wird umfassende Investitionen in die eingesetzte Technologie ermöglichen. Die einzelnen Punkte werden im Folgenden detailliert erläutert.

II. Konkrete Anregungen zum Regierungsentwurf

1. *Die Zugänglichkeit des Finanzmarktes zu innovativen Technologien ist ein festgelegtes Ziel des Regierungsentwurfes. Die im Regierungsentwurf formulierten Anforderungen an Kryptowertpapierregisterführer dürfen mit Blick auf dieses Ziel nicht revidiert werden.*

In der aktuellen Ausgestaltung des Erlaubnistatbestands zum Führen eines Kryptowertpapierregisters wurden hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit des Wirtschaftsstandorts Deutschland signifikante und begrüßenswerte Anpassungen vorgenommen, die sowohl im Hinblick auf die Attraktivität für junge Unternehmen zur Entwicklung derartiger Angebote („FinTechs“), als auch im Hinblick auf die Vielfalt eines sich entwickelnden Angebots von Finanzierungsalternativen für kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) eine bessere Zugänglichkeit des Marktes für elektronische Wertpapiere bedeuten. Besonders wird dies durch die Herabsenkung des benötigten Anfangskapitals auf 125.000 EUR und den geschaffenen Übergangszeitraum zum Erhalt der Erlaubnis erreicht.

Entsprechend ist von Überlegungen für eine erneute Erhöhung der regulatorischen Anforderungen an die Kryptowertpapierregisterführung unbedingt Abstand zunehmen. Diese ist aus den folgenden Gründen auch nicht sachgerecht und angemessen:

- a. Wertpapierregister, die auf einer Blockchain¹ umgesetzt werden, bieten gegenüber zentralen Registern ein hohes Maß an Integrität und Fälschungssicherheit. Diese Integrität und Fälschungssicherheit erwächst gerade aus der Transparenz (öffentlichen Einsehbarkeit), Nachvollziehbarkeit der Eintragungen und der technisch implementierten Unveränderbarkeit von Registereintragungen. Durch die technisch implementierte Integrität und Unveränderbarkeit von Kryptowertpapierregistern hat der Registerführer eine vornehmlich „informativische“ Funktion gegenüber Anlegern, Emittenten und Personen mit einem berechtigten oder generellen Interesse. Diese Funktion zeichnet sich durch einen geringen Risikogehalt aus. Zugleich verfügen die eingesetzten öffentlichen Blockchain-Netzwerke bereits heute über ein hohes Maß an Zuverlässigkeit und Sicherheit. Das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnologie hat in einer im April des letzten Jahres veröffentlichten Studie² zur Sicherheit von Blockchain-Anwendungen festgestellt, „dass Produkte und Technologien aus dem Blockchain-Ökosystem einen ungewöhnlich hohen Security-Reifegrad haben – insbesondere, wenn man das geringe Alter des Technologiefelds bedenkt.“
- b. Die vorgesehene Regulierung als Finanzdienstleistung im Sinne von § 1 Abs. 1a KWG bringt bereits hohe regulatorische und organisatorische Anforderungen mit sich, die neben dem Vertrauen in die technischen Gegebenheiten auch das Vertrauen in den Dienstleister selbst rechtfertigt. Dem gegenüber ist einem zentralen Registerbetreiber aufgrund der fehlenden vertrauensbildenden Wirkung der eingesetzten Technologie ein deutlich höheres Maß an Vertrauen entgegenzubringen, dass eine umfassendere Regulierung und Beaufsichtigung dieser Tätigkeit rechtfertigt. Die Gesetzesbegründung spricht hier

¹ Blockchain ist eine neue Technologie zur Datenhaltung, bei der durch die verteilte Datenspeicherung in Verbindung mit kryptografischen Verfahren und weiteren technischen Maßnahmen die Abhängigkeit von einer zentralen Stelle weitestgehend eliminiert wird.

² Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik - Projekt 374 (Studie Blockchain) – Abschlussbericht
https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Krypto/Blockchain_Studie-374.html

zurecht von „den inhärenten Sicherheitsaspekten der Distributed Ledger-Technologie“, die bei der Regulierung des Erlaubnistatbestands zu berücksichtigen sind (siehe Seite 72 eWpG-RegE).

- c. Der Gesetzentwurf muss berücksichtigen, dass gerade kleinere Startups die Nutzung der Blockchain-Technologie vorantreiben. Entsprechend ist die Proportionalität der regulatorischen Anforderungen besonders zu berücksichtigen.

Zusammenfassend verweisen wir auch nochmals auf die Gesetzesbegründung, die eine gute Richtschnur und Erläuterung für die getroffene Qualifizierung als Finanzdienstleistung bietet (siehe Seite 72 eWpG-RegE):

„Die Tätigkeit der registerführenden Stelle ist im Kern ebenso wie das Kryptoverwahrgeschäft eine innovative, digitale Dienstleistung, für die damit einhergehend aufgrund des vergleichbaren Risikoprofils und den inhärenten Sicherheitsaspekten der Distributed Ledger-Technologie die gleiche Höhe des Anfangskapitals gelten soll.“

Auch für den Fall, dass die Art und Weise der Registerführung im Zusammenspiel mit anderen Verwahr- und Verwaltungsdienstleistungen in einer faktischen Vergleichbarkeit mit dem Depotgeschäft mündet, bietet die Gesetzesbegründung eine klare Orientierung und stellt klar, dass in diesen Fällen eine Qualifizierung als Depotgeschäft möglich sein kann (siehe Seite 72 eWpG-RegE):

„Auch wenn die Registerführung als solche kein Depotgeschäft ist, kann nicht ausgeschlossen werden, dass bei Hinzutreten bestimmter Verwahr- und Verwaltungsleistungen darüber hinaus auch elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung im Sinne des Depotgesetzes verwahrt werden könnten.“

In diesem Punkt erfüllt der vorliegende Regierungsentwurf umfassend das Gleichheitsgebot des Art. 3 Abs. 1 GG. Der allgemeine Gleichheitssatz gebietet dem Gesetzgeber, wesentlich Gleiches gleich und wesentlich Ungleiches ungleich zu behandeln (ständige Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, siehe etwa BVerfGE 98, 365, 385; 116, 164, 180; 122, 210, 230). Die Kryptowertpapierregisterführung ist im Hinblick auf die eingesetzte Technologie, die auszuführenden Tätigkeiten und in Ihrem Risikogehalt grundsätzlich ungleich dem Depotgeschäft und anderen bestehenden Bankgeschäften. Eine Gleichbehandlung wäre somit nicht mit Art 3 Abs. 1 GG in Einklang zu bringen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass eine weitere Verschärfung der Kryptowertpapierregisterführung – insbesondere die Regulierung als Bankgeschäft – nicht sachgerecht wäre, die Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts Deutschland gefährden würde und insbesondere unvereinbar mit höherrangigem Recht wäre.

Genauso verhält es sich im Übrigen bei der Kryptoverwahrung und der Konkretisierung des Erlaubnistatbestandes im Hinblick auf „die Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen Kryptowertpapiere für andere [...] zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen“ (Artikel 6 eWpG-RegE). Auch hier differenziert der Gesetzentwurf richtigerweise zwischen der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren (Depotgeschäft) und der Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln (Kryptoverwahrgeschäft) und anerkennt damit die Andersartigkeit der Tätigkeit. Damit wird dem Gleichheitsgebot abermals Rechnung getragen. Verlässt man diesen Pfad der Ableitung der Erlaubnispflicht aus der faktischen Tätigkeit, müsste beispielsweise auch die Bereitstellung von Schließfächern, die grundsätzlich dazu geeignet sind urkundlich verbrieft Wertpapiere zu verwahren, zum Depotgeschäft erklärt werden. Das Ergebnis wäre eine ausufernde Interpretation des Erlaubnistatbestands des Depotgeschäfts und der klare Bruch mit dem höherrangigen Gleichheitsgebot des Art. 3 Abs. 1 GG.

2. Trotz dem wünschenswerten Ziel, Technologieneutralität erreichen zu wollen, sind die speziellen Merkmale verschiedener technischer Begebungsmodalitäten in der Regulierung zu berücksichtigen.

Das Gesetzesvorhaben hat die „disruptive“ Wirkung von Blockchain-Technologie für den elektronischen Wertpapierhandel anzuerkennen. Eine zukünftige Regulierung darf in ihrem Anspruch einer „Technologieneutralität“ nicht übersehen, dass ein durch den Einsatz qualifizierter dezentraler Register organisierter Wertpapiermarkt deutlich effizienter, kostengünstiger und weniger fehleranfällig ausgestaltet werden kann, als es im heutigen „Status Quo“ der Fall ist. Das bestehende System ist daher nicht zu perpetuieren.

Im Rahmen der angestrebten Technologieneutralität sollte nicht verkannt werden, dass auch bei der Schaffung gleicher Bedingungen des Zugangs für verschiedene technische Begebungsmodalitäten zum Markt, trotzdem unterschiedliche Regulierungsansätze angebracht sind, um auch eine faktische Technologieneutralität zu erreichen. In der Ausgestaltung der Erlaubnistatbestände für die Kryptoverwahrung und insbesondere die Kryptowertpapierregisterführung ist dies im Regierungsentwurf gelungen. Die vertrauensbildende Wirkung der eingesetzten Technologie wurde anerkannt und risikoadäquat in der Ausgestaltung und Qualifizierung der Erlaubnistatbestände als Finanzdienstleistungen berücksichtigt.

Diese Linie ist im Rahmen der Ausübung der Verordnungsermächtigung des § 23 eWpG-RegE konsequent weiterzuverfolgen. Auch in diesem Zusammenhang verweisen wir nochmals eindringlich auf das Gleichheitsgebot des Art. 3 Abs. 1 GG. Dieses Gebot ist vorliegend dadurch berührt, dass im entscheidenden Punkt der eingesetzten Technologie bei zentralen Registern und Kryptowertpapierregistern wesentlich unterschiedliche technische Sachverhalte nicht identisch behandelt werden dürfen. Soweit das in der Gesetzesbegründung in diesem Zusammenhang angeführte Konzept technologieneutraler Regulierung überhaupt als Rechtfertigung in Betracht kommt, wäre es an dieser Stelle jedenfalls nicht einschlägig: Als Ausprägung des Gleichheitsgedankens darf es nämlich nur dort zur Anwendung kommen, wo technologische Eigenheiten nicht zu einer unterschiedlichen Behandlung zwingen. Dies ist bei Kryptowertpapierregistern im Vergleich zu zentralen Registern aber gerade der Fall, da durch die eingesetzten technischen Verfahren die Infrastruktur tatsächlich dezentral und das Vertrauen durch kryptografische Beweise und nicht durch Vertrauen in die Anbieter erreicht wird.

Umso wichtiger ist es diese Vertrauensbildung durch kryptografische Beweise als elementare Anforderung an Kryptowertpapierregister im Rahmen der geplanten Rechtsverordnung zu formulieren. Nur so können die Effizienzvorteile der Blockchain voll genutzt werden.

Hierdurch zeigt sich sehr deutlich, dass die Konkretisierung der technischen Anforderungen an ein Kryptowertpapierregister unmittelbare Wechselwirkungen auf die (nicht technische) Regulierung von Kryptowertpapieren und insbesondere den Erlaubnistatbestand der Kryptowertpapierregisterführung hat. Da die Entwicklung von Produkt- und Plattformlösungen auf Grundlage von Blockchaintechnologie regelmäßig mit signifikanten Entwicklungs- und Investitionsaufwänden verbunden sind, sollte zusätzlich eine frühzeitige Klarstellung/ Konkretisierung der technischen und organisatorischen Anforderungen auf dem Wege der Rechtsverordnung erfolgen. Dies betrifft insbesondere die in §§ 16 Abs. 1, 23 Abs. 1 S. 6 eWpG-RegE genannten Anforderungen der:

- Dezentralität (Ab wie vielen beteiligten Knotenpunkten gilt ein Netzwerk als dezentral? Wie unabhängig müssen die Knotenpunkte voneinander sein? Kann ein zulassungsbeschränktes Netzwerk, dass durch einen Administrator verantwortet wird überhaupt eine ausreichende Dezentralität entwickeln?)

- Fälschungssicherheit (Welche Anforderungen an die Langlebigkeit werden gestellt? Welche kryptografischen Verfahren gelten als sicher?)
- Vertraulichkeit (Welche konkreten Anforderungen an die Pseudonymität werden gestellt?)
- Integrität (Welche Anforderungen bestehen an die Finalität von Übertragungen? Welche technischen Anforderungen an Hashfunktionen werden gestellt?)
- Authentizität (Sind signierte Transaktionen als Nachweis einer Weisung des Berechtigten ausreichend? Ist eine Public-Key-Infrastruktur vorgesehen?)

Die in § 23 Abs. 1 eWpG-E genannten Konkretisierungen der Anforderungen an Kryptowertpapierregister sind schnellstmöglich auf dem Wege der Verordnungsermächtigung vorzunehmen. Dabei hat die **Konkretisierung der Kryptowertpapierregisterführung im Lichte der systemimmanenten vertrauensbildenden Wirkung von Blockchain-Technologie risikoadäquat und wettbewerbsfördernd zu erfolgen. Nur so wird die wegweisende Öffnung des Zivilrechts für dematerialisierte Wertpapiere seine volle Wirkung entfalten.**

Im Sinne der Technologieneutralität ist zusätzlich klar herauszustellen, dass die Fortführung des bestehenden Systems aus Depotbanken und Zentralverwahrung zur Herstellung der Börsenfähigkeit bei Kryptowertpapieren nicht zielführend ist. Ein Kryptowertpapier, das nicht börsenfähig ist, erfährt eine fundamentale Benachteiligung gegenüber voll sekundärmarktfähigen Wertpapieren. Art. 3 CSDR fordert für die Zulassung zum Sekundärhandel die Einbuchung im Effktengiro bei einem Zentralverwahrer. Durch diese zentrale Sammelverwahrung verlöre das Kryptowertpapier seine wesentlichen Eigenschaften der Abbildung in einem Kryptowertpapierregister. Auch sämtliche Effizienzvorteile einer Ein- und Übertragung auf einer Blockchaininfrastruktur gingen verloren. Das Kryptowertpapier begäbe sich damit vollständig in die heutige fragmentierte Marktinfrastuktur aus Zentralverwahrer, Wertpapierhandelsbanken und Depotbanken. Uns ist bewusst, dass die Bundesregierung und der Bundestag nicht die Möglichkeit haben innerhalb der nationalen Gesetzgebung eine Abhilfe für diesen Umstand zu schaffen. Jedoch sollte Deutschland seine Möglichkeiten im Rahmen EU-Gesetzgebung zur Regulierung von Kryptowerten (MiCA) als Aufsattpunkt für eine Diskussion über notwendige Anpassungen der CSDR nutzen. Ein möglicher Ansatzpunkt könnte hierbei sein, dass nach dem DepotG und eWpG-RegE auch eine Depotbank zur Sammelverwahrung berechtigt ist. Es wäre wünschenswert eine Infrastruktur zu ermöglichen, die eine Handelsabwicklung über solche kryptoverwahren Depotbanken oder Private Keys-sichernden Kryptoverwahrer ermöglicht, sofern diese eine Blockchain-Infrastruktur nutzen, ohne das Erfordernis der Einbuchung bei einem Zentralverwahrer.

3. Der Anwendungsbereich für Kryptowertpapiere ist schnellstmöglich auszuweiten, um die Innovationskraft des Gesetzesvorhabens umfassend zu realisieren. Kryptofondsanteile können unmittelbar und problemlos in den Anwendungsbereich aufgenommen werden.

Der Anwendungsbereich des Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren sollte schnellstmöglich auf alle Arten von Wertpapieren ausgeweitet werden. Dies gilt insbesondere für die Begebungsform als Kryptowertpapier, um eine Benachteiligung dieser Begebungsform zu vermeiden und die Innovationskraft des Gesetzesvorhabens vollständig auszuschöpfen. In diesem Punkt unterstützen wir ausdrücklich den Antrag BT-Drucks. 19/26025.

Insbesondere ist die Öffnung für blockchainbasierte Inhaber-Anteilsscheine nach dem Kapitalanlagegesetzbuch kurzfristig möglich und umzusetzen. Andernfalls wird das Gesetzesvorhaben neben der verbesserten Kapitalmarktfinanzierung für kleine und mittelständische Unternehmen kaum Breitenwirkung entfalten.

Mit der Ausweitung auf Kryptofondsanteile sind weder technische, noch regulatorische bzw. aufsichtsrechtliche Risiken verbunden. Das Fondsgeschäft und die relevanten Akteure im sog. Investmentdreieck sind stark und umfassend reguliert und beaufsichtigt. Neben einschlägigen Zulassungs- und laufenden Aufsichtsprozessen, die vor allem auch die IT betreffen, gibt es durch das Investmentdreieck ein System der gegenseitigen Kontrolle³, wodurch auch ein besonderer Anlegerschutz erreicht wird.

Im Folgenden führen wir kurz aus, warum die Einführung von Kryptofondsanteilen sowohl (a) technisch, als auch (b) rechtlich problemlos möglich ist.⁴

- a. Der Einsatz der Blockchain- bzw. Distributed Ledger Technologie ist in der europäischen Fondsbranche bereits üblich. Deutschland kann es sich nicht leisten, hier weiterhin am Spielfeldrand zuzuschauen, während sich Technologie und Branche in anderen Jurisdiktionen weiter dynamisch entwickeln. Wir erwarten von einer Einbeziehung von Fondsanteilen in das eWpG erhebliche Effizienz- und Kostengewinne und beschleunigte Prozesse. Das Anteilscheingeschäft in der gegenwärtigen Form ist umständlich, ineffizient und teuer. Durch elektronische bzw. Kryptowertpapierregister können auch Fondsanteile mit geringeren Kosten sicher und irreversibel verbucht werden, sie könnten zudem auch unter berechtigten Personen schnell und automatisiert transferiert werden; gleichzeitig wird die Transparenz erhöht und in einem elektronischen bzw. Kryptoregister wären z.B. in Echtzeit Einsichtnahmen möglich. Einschlägige positive Erfahrungen liegen bereits aus Luxemburg vor. Dort werden diese Register von regulierten Transferagents bzw. Verwahrstellen überwacht. Diese Technologie erlaubt nicht nur die schnellere Abwicklung von Transaktionen, sondern sie erhöht auch die Transparenz in der Fondsbranche (Stichwort Reporting), verringert Kosten, etc. All dies sind Wettbewerbsvorteile, die in Deutschland nicht erzielt werden können; diesem Umstand sollte man sich sehr bewusst sein. Der gerade erst vorgestellte Entwurf eines Fondsstandortgesetzes wird sich als wenig erfolgreich erweisen, wenn gerade bei zentralen Technologiefragen der Anschluss verpasst wird.
- b. Zunächst ist bei Investmentvermögen nach dem KAGB zwischen solchen in der Vertragsform, also Sondervermögen (vgl. § 1 Abs. 10 KAGB), und solchen in der Gesellschaftsform, also Investmentgesellschaften (vgl. § 1 Abs. 11 KAGB), zu unterscheiden. Bei der traditionellen Organisationsform eines Investmentvermögens, dem Sondervermögen, handelt es sich um eine vertragliche Beziehung und keine gesellschaftsrechtliche Beziehung. Begründet wird das Sondervermögen durch Vertrag zwischen der KVG und den Anlegern. Ein Sondervermögen ist selbst nicht rechtsfähig.⁵ Besonders hervorzuheben, gerade im Kontext der Einführung elektronischer Wertpapiere, ist

³ Insbesondere um dem aufsichtsrechtlichen Rahmen gerecht zu werden, wird im Hinblick auf die Führung des Kryptowertpapierregisters vorgeschlagen, dass bei Fondsanteilen die Möglichkeit, dass der Emittent selbst das Kryptowertpapierregister führt, ausgeschlossen wird, eben um den investmentrechtlichen Besonderheiten und Zuständigkeiten gerecht zu werden. Alternativ könnte die Registerführung durch den Emittenten (also die KVG) dahingehend spezifiziert werden, dass in einem solchen Fall die Verwahrstelle die KVG auch im Hinblick auf die Registerführung kontrolliert.

⁴ Wir danken dem Bundesverband Alternative Investment e.V. für die Detailausarbeitung.

⁵ Weiterführend vgl. Verfürth/Emde in Emde/Dornseifer/Dreibus § 1 Rn. 169, KAGB 2. Auflage

dabei der Umstand, dass es für die Entstehung eines Sondervermögens gerade keiner Ausgabe der Anteile bedarf.⁶ Anders als bei der Inhaberschuldverschreibung ist das Urkundserfordernis bzw. die Registereintragung also nicht für die Entstehung konstitutiv. Und deshalb bietet es sich geradezu an, auch Anteile an Investmentvermögen in den Anwendungsbereich des eWpG einzubeziehen, zumal der Entwurf generisch aufgesetzt ist und derartige Sachverhalte miterfassen könnte. Richtig ist zwar, dass ein Fondsanteil einen eigenkapitalähnlichen Charakter hat. Sie verkörpern aber eine vermögensrechtliche Teilhabe am Sondervermögen ohne gesellschaftsrechtliche Beteiligung, so dass das im Gesetzesentwurf enthaltene Regelungssystem durchaus auf Fondsanteile übertragbar ist. Besonders hervorzuheben ist, dass durch die Nutzung der Blockchaintechnologie die Verantwortlichkeiten der KVG und der Verwahrstelle nicht verändert werden, vielmehr sich die Möglichkeit bietet diesen ihre Verantwortlichkeiten noch effizienter wahrzunehmen, z.B. indem die Verwahrstelle als Registerführer jeder Veränderung in Bezug auf Anteilscheine zustimmen muss, um eine Änderung des Registers zu ermöglichen. Bei gleichzeitigem Einsichtsrecht der KVG und des Anteilscheininhabers entfallen aufgrund der Transparenz der Blockchain fehleranfällige, zeitverzögernd durchgeführte und kostenintensive Reconciliation-Prozesse. Darüber hinaus ist an dieser Stelle auch auf die besonderen aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die IT von KVGen und Verwahrstellen, niedergelegt insbesondere in den Kapitalverwaltungsaufsichtlichen Anforderungen an die IT (KAIT) und den KaMaRisk, hinzuweisen, so dass auch sichergestellt ist, dass KVGen bzw. Investmentvermögen und Verwahrstellen den technischen Anforderungen für elektronische Wertpapiere entsprechen und dies auch für die BaFin einsehbar und überprüfbar ist. Eine Ausdehnung des Anwendungsbereichs auf Anteilscheine (an Investmentvermögen) ist daher unkritisch und erfuhr im Rahmen der Konsultation breite Unterstützung aus der Praxis, zumal auch der Anlegerschutz vollumfänglich gewährt bleibt.

Im Ergebnis würde also nicht nur ein weiterer Schritt zur Etablierung der Bundesrepublik Deutschland als ein Digitalisierungs- und FinTech-Standort gemacht, sondern gleichzeitig würde dadurch vor allem auch die Rolle Deutschlands als Fondsstandort gestärkt, was gemäß Begründung zum FondsstandortG ein wichtiges Anliegen der Bundesregierung darstellt.

Gegen die Veröffentlichung unserer Stellungnahme bestehen keine Bedenken.

Wir danken Madeline Annika Lange für Ihre hervorragende Unterstützung.

Jens Siebert
Vorstand Kapilendo AG

Andreas Knopf LL.M.
Head of Legal Kapilendo AG

⁶ Vgl. Nietsch in Emde/Dornseifer/Dreibus § 92 Rn. 5

Prof. Dr. Sebastian Omlor, LL.M. (NYU), LL.M. Eur. – FB 01 -Philipps-Universität – 35032 Marburg

**Deutscher Bundestag
Finanzausschuss**

Fachbereich

Rechtswissenschaften

Professur für Bürgerliches Recht,
Handels- und Wirtschaftsrecht,
Bankrecht sowie Rechtsvergleichung

Prof. Dr. Sebastian Omlor,
LL.M. (NYU) LL.M. Eur.

Tel.: +49 (0)6421 / 28-21723

Fax: +49 (0)6421 / 28-28911

E-Mail: omlor@jura.uni-marburg.de

Sek.: Frau Happel-Schäfer

Tel.: +49 (0)6421 / 28-21724

E-Mail: sekretariat.omlor@jura.uni-
marburg.de

Anschrift: Universitätsstraße 6
D-35032 Marburg

Marburg, den 15. März 2021

Stellungnahme

**zur öffentlichen Anhörung
am 22. März 2021**

**“Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für
Kryptoassets schaffen – Digitale Wertpapiere aller Art
ermöglichen“
(BT-Drucks. 19/26025)**

**„Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren“
(BT-Drucks. 19/26925)**

Prof. Dr. *Sebastian Omlor*, LL.M. (NYU), LL.M. Eur.
Direktor des Instituts für das Recht der Digitalisierung
Philipps-Universität Marburg



@the_omLAW

Ergebnisthesen

I. Konzeption des Gesetzentwurfs

1. Wertpapierrechtliche Fortentwicklung

Das eWpG kann nur ein – wenn auch begrüßenswerter – erster Schritt sein, der zu Beginn der kommenden Legislaturperiode durch eine überfällige Gesamtreform des Wertpapierrechts weitergeführt und durch die Schaffung eines Blockchain-Kapitalgesellschaftsrechts vervollständigt wird.

2. Privatrecht der Tokenisierung

Der eWpG-Entwurf unterstreicht nochmals das fast vollständige Fehlen privatrechtlicher Regeln für Token und tokenisierte Vermögenswerte. Das BGB muss dringend um entsprechende Regeln ergänzt werden.

II. Verweise in das BGB-Sachenrecht

1. Sachfiktion

Die pauschale und starre Sachfiktion sollte durch einen flexibleren Verweis nach dem Vorbild des § 90a BGB ersetzt werden.

2. Übergabe bei Sammeleintragung

Für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung sollte in § 9b Abs. 2 DepotG-E ergänzt werden, dass es zur Übertragung keiner Übergabe und keines Übergabesurrogats i.S.d. §§ 929 ff. BGB bedarf.

III. Verfügungen über elektronische Wertpapiere

1. Verhältnis zur Abtretung der verbrieften Forderung

Die Zulässigkeit (oder Unzulässigkeit) einer Abtretung der durch elektronische Wertpapiere verbrieften Forderung bei konstitutiver Registereintragung sollte gesetzlich klargestellt werden.

2. Verkehrsschutz bei unzureichender Verfügungsbefugnis über Kryptowertpapiere

Für die Übertragung von Kryptowertpapieren sollte in Anlehnung an den Referentenentwurf ein Schutz des guten Glaubens an die unbeschränkte Geschäftsfähigkeit und Verfügungsbefugnis des Veräußerers wieder aufgenommen werden.

Inhaltsübersicht

A. Konzeption des Gesetzentwurfs	1
I. Wertpapierrechtliche Fortentwicklung	1
II. Privatrecht der Tokenisierung	2
B. Vorschläge im Einzelnen	2
I. Verweise in das BGB-Sachenrecht	2
1. Sachfiktion	2
2. Übergabe bei Sammeleintragung	3
II. Verfügungen über elektronische Wertpapiere	4
1. Verhältnis zur Abtretung der verbrieften Forderung	4
2. Schutz bei unzureichender Verfügungsbefugnis über Kryptowertpapiere	4

A. Konzeption des Gesetzentwurfs

I. Wertpapierrechtliche Fortentwicklung

Das eWpG kann nur ein – wenn auch begrüßenswerter – erster Schritt sein, der zu Beginn der kommenden Legislaturperiode durch eine überfällige Gesamtreform des Wertpapierrechts weitergeführt und durch die Schaffung eines Blockchain-Kapitalgesellschaftsrechts vervollständigt wird.

Der Gesetzesentwurf beschränkt sich bewusst auf eine evolutionäre Fortentwicklung des bestehenden Systems, indem kein Übergang zu einem auch konzeptionell dematerialisierten Modell vollzogen wird. Als Vorbild könnte dabei namentlich das schweizerische Bucheffektengesetz zusammen mit der zum 1.2.2021 in Kraft getretenen „DLT-Vorlage“ dienen. Der eWpG-Entwurf versucht stattdessen einen gewagten Spagat zwischen dem klassisch-sachenrechtlichen und dem unkörperlich-registerrechtlichen Modell, indem das unverkörperte elektronische Wertpapier als Sache fingiert werden soll. Diese rechtliche Gleichstellung eines unkörperlichen mit einem körperlichen Gegenstand ruft jedoch erhebliche Rechtsanwendungsprobleme hervor, die durch einen weitreichenderen Systemwechsel hätten vermieden werden können.

Das Gesetzgebungsvorhaben ist trotz dieser konzeptionellen Mängel als erster Schritt nachdrücklich zu begrüßen. Der Wirtschafts- und Rechtsstandort Deutschland öffnet sich damit erstmals für die Emission von Inhaberschuldverschreibungen auf Basis der Distributed Ledger Technology (DLT), deren derzeit wichtigster Anwendungsfall die Blockchain-Technologie ist. Deutschland droht jedoch an Anschluss an andere Länder (insbesondere die Schweiz, aber auch China und die USA) zu verlieren, wenn nicht zeitnah weitere Öffnungsschritte folgen. Der eWpG-Entwurf reicht sowohl rechtsdogmatisch als auch rechtspraktisch nicht weit genug. Wir brauchen mehr Rechtssicherheit für Anwendungen auf DLT-Basis durch technologiekonforme und -spezifische Regelungskonzepte. Lücken bestehen gegenwärtig vor allem, aber nicht nur im Privatrecht.

In einem Folgeschritt sollte daher auch die Schaffung eines Blockchain-Kapitalgesellschaftsrechts in den Fokus gerückt werden (eingehend dazu *Möslein/Omlor/Urbach*, ZIP 2020, S. 2149 – 2164). Die deutsche Wirtschaft ist zur Kapitalbeschaffung nicht nur auf Anleihen, sondern auch auf die Ausgabe von gesellschaftsrechtlichen Unternehmensbeteiligungen am Kapitalmarkt angewiesen. Solche Beteiligungen in Gestalt von Aktien oder GmbH-Geschäftsanteilen können über die DLT effizienter als nach dem bisherigen System emittiert und verwaltet werden. Noch hat Deutschland die Chance, diesbezüglich eine internationale Führungsrolle einzunehmen.

II. Privatrecht der Tokenisierung

Der eWpG-Entwurf unterstreicht nochmals das fast vollständige Fehlen privatrechtlicher Regeln für Token und tokenisierte Vermögenswerte. Das BGB muss dringend um entsprechende Regeln ergänzt werden.

Für Token in einem DLT-System existiert im deutschen Privatrecht keine taugliche Kategorie (Einzelheiten bei *Omlor*, ZRP 2018, 85 ff.; *ders.*, ZHR 183 (2019) 294 ff.; *ders.*, in: *Omlor/Link* (Hrsg.), Handbuch Kryptowährungen und Token, 2021, Kap. 6 (im Erscheinen); rechtsvergleichend *Omlor*, ZVglRWiss 2020, 41 ff.). Nach geltendem Recht handelt es sich insbesondere um keine Sache, so dass das BGB-Sachenrecht nicht anwendbar ist. Gänzlich ungeregelt ist in der Folge, ob und wie ein absoluter Schutz von Token möglich ist; auch ihre Übertragung ist ungeregelt. Einzelne Token erfahren auch keinen immaterialgüterrechtlichen Schutz, so dass es sich bestenfalls um ein nicht geschütztes Immaterialgut handelt. Das Deliktsrecht greift nur fragmentarisch durch einen Bezug auf das Strafrecht ein (§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 202a, 303a StGB).

Daher sollte das BGB dringend um Token-Sonderregeln erweitert werden. Es bieten sich abstrahiert drei Lösungswege an. Erstens kann - partiell vergleichbar mit § 2 Abs. 3 eWpG-E – minimalinvasiv lediglich ein Verweis auf das BGB-Sachenrecht eingefügt werden. In einem § 90b BGB n.F. könnte in Anlehnung an § 90a BGB eine entsprechende Anwendung des Sachenrechts auf körperlose Token angeordnet werden. Dabei könnte zwischen sog. aufgeladenen und autonomen Token mit und ohne extrinsischen Wert unterschieden werden. Zweitens kann ein eigenständiges BGB-Tokenrecht geschaffen werden, das alternativ drittens auch Teil eines umfassenden BGB-Datenrechts sein könnte. In allen Fällen gilt, dass jeglicher Spezialkodifikation – sei sie nationalen oder unionalen Ursprungs – die Grundlage fehlt, sofern kein privatrechtlicher Regelungsrahmen existiert.

B. Vorschläge im Einzelnen

Nachfolgend wird nur auf die bedeutendsten Bereiche des eWpG-Gesetzesentwurfs eingegangen, um Überlängen zu vermeiden.

I. Verweise in das BGB-Sachenrecht

1. Sachfiktion

Die pauschale und starre Sachfiktion sollte durch einen flexibleren Verweis nach dem Vorbild des § 90a BGB ersetzt werden.

Die in § 2 III eWpG-E vorgesehene Sachfiktion soll der konzeptionellen Spannung zwischen der Dematerialisierung durch das eWpG und der Beschränkung des BGB-Sachenrechts auf körperliche Gegenstände Rechnung tragen. Allerdings ruft die pauschale und starre Fiktionsanordnung erhebliche Rechtsunsicherheiten hervor. Erstens gibt es nicht nur ein einheitliches Regelungsregime für sämtliche Sachen,

sondern das BGB-Sachenrecht differenziert grundlegend zwischen beweglichen und unbeweglichen Sachen mit entsprechend teilweise sehr abweichenden Vorschriften. Mit der Installation des elektronischen Wertpapierregisters als zentrales Publizitätsmedium auch für den gutgläubigen Erwerb (§§ 24-27 eWpG) besteht beispielsweise eine deutliche Wertungsnähe zum Grundbuch des Immobiliarsachenrechts. Andererseits handelt es sich bei nicht-elektronischen Wertpapieren um bewegliche Sachen, deren Übertragung am Besitz bzw. der Besitzverschaffungsmacht anknüpft. Es zeigt sich, dass der konzeptionelle Halbschritt zwischen klassisch-sachenrechtlichem und dem dematerialisiert-eigenständigen Modell auf instabilem Fundament errichtet ist. Vorzugswürdig wäre insofern eine weitgehend abschließende Spezialkodifikation, die ohne einen Verweis auf das BGB-Sachenrecht auskommt.

Sofern dennoch angesichts des nahenden Endes der Legislaturperiode an der gewählten Ausrichtung festgehalten werden soll, empfiehlt es sich, die Sachfiktion durch einen Verweis nach dem Vorbild von § 90a BGB zu ersetzen. Durch die Anordnung einer entsprechenden Anwendung wird zumindest ein höheres Maß an Rechtsklarheit erlangt, da zahlreiche Vorschriften des BGB-Sachenrechts mehr oder weniger ersichtlich nicht auf elektronische Wertpapiere passen. Auch bedürfte es nicht serienmäßig einer teleologischen Reduktion, um entsprechende Unstimmigkeiten im Einzelfall auszuräumen.

Konkret könnte § 2 Abs. 3 eWpG-E formuliert werden: „Elektronische Wertpapiere sind keine Sachen. Auf sie sind die für Sachen geltenden Vorschriften entsprechend anzuwenden, soweit nicht etwas anderes bestimmt ist.“

2. Übergabe bei Sammeleintragung

Für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung sollte in § 9b Abs. 2 DepotG-E ergänzt werden, dass es zur Übertragung keiner Übergabe und keines Übergabesurrogats i.S.d. §§ 929 ff. BGB bedarf.

Über den Verweis in § 9 Abs. 1 Satz 1 eWpG-E und die Miterfassung elektronischer Wertpapiere in § 1 Abs. 1 Satz 3 DepotG-E sollen die depotrechtlichen Regelungen zur Sammelverwahrung entsprechend auf elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung anzuwenden sein (§ 9b Abs. 1 Satz 1 DepotG). Damit werden zugleich die rechtlichen Probleme zur Übertragung von sammelverwahrten Wertpapieren in das eWpG-E inkorporiert und durch die Sachfiktion noch weiter verstärkt. Die traditionelle und herrschende Ansicht (stellvertretend BGHZ 160, 121, 124; BGHZ 161, 189, 191 ff.; BGH BKR 2013, 334 Rn. 14; *Segna*, Bucheffekten, 2018, S. 203 ff. m.w.N.; a.A. *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, 1995, S. 64 ff.; *Habersack/Meyer*, WM 2000, 1678, 1682) wendet §§ 929 ff. BGB an und konstruiert eine Übergabe bzw. ein Übergabesurrogat. Angesichts der fehlenden Körperlichkeit von elektronischen Wertpapieren erscheinen solche Besitzkonstruktionen in diesem Sonderbereich noch fragiler als bei nicht-elektronischen (Papier-)Wertpapieren.

Zur Lösung stehen zwei Optionen offen: Erstens könnte in § 9b Abs. 2 DepotG-E ergänzt werden, dass es zur Übertragung von elektronischen Wertpapieren in

Sammeleintragung keiner Übergabe und keines Übergabesurrogats bedarf. Zweitens könnte weitergehend eine Anpassung an elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung vorgenommen werden, so dass entsprechend §§ 24, 25 eWpG die Übergabe durch die Registereintragung ersetzt würde.

II. Verfügungen über elektronische Wertpapiere

1. Verhältnis zur Abtretung der verbrieften Forderung

Die Zulässigkeit (oder Unzulässigkeit) einer Abtretung der durch elektronische Wertpapiere verbrieften Forderung bei konstitutiver Registereintragung sollte gesetzlich klargestellt werden.

Der gegenwärtige Entwurf führt zu Rechtsunsicherheiten, ob und unter welchen Bedingungen eine Abtretung des im elektronischen Wertpapier verbrieften Anspruchs zulässig ist. Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum sind gegenläufige Interpretationen vorzufinden (bejahend *Bialluch-von Allwörden* RDi 2021, 13 Rn. 16; ablehnend *J. Meier*, RDi 2021, 1 Rn. 37; *Casper*, in: Möslin/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, 2. Auflage 2021, § 28 Rn. 42; rechtspolitisch ebenso *Linardatos*, ZBB 2020, 329, 333). Die Gesetzesbegründung (BT-Drucks. 19/26925, S. 64) dürfte eine Abtretung als zulässig ansehen, jedoch eine Eintragung in das elektronische Wertpapierregister als konstitutives Wirksamkeitserfordernis ansehen. Andererseits äußert sich der Gesetzesentwurf an keiner Stelle spezifisch zur Abtretungskonstruktion. Insofern ist aus Gründen der Rechtssicherheit eine Klarstellung geboten. Um unabhängig von der Eintragungsform (§ 8 eWpG-E) eine Regelung vorsehen zu können, könnte eine Ergänzung in § 2 Abs. 2 eWpG-E einer solchen in § 24 eWpG-E vorgezogen werden. Hierzu könnte § 2 Abs. 2 eWpG-E wie folgt ergänzt werden: „Für eine Abtretung des im elektronischen Wertpapier verbrieften Anspruchs gilt § 24 entsprechend.“

2. Schutz bei unzureichender Verfügungsbefugnis über Kryptowertpapiere

Für die Übertragung von Kryptowertpapieren sollte in Anlehnung an den Referentenentwurf ein Schutz des guten Glaubens an die unbeschränkte Geschäftsfähigkeit und Verfügungsbefugnis des Veräußerers wieder aufgenommen werden.

Der Regierungsentwurf hat ohne ersichtliche Begründung die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs von elektronischen Wertpapiers bei unzureichender Geschäftsfähigkeit oder Verfügungsbefugnis entfallen lassen. Dabei handelte es sich durchaus um einen erheblichen Bruch mit dem tradierten System der deutschen Rechtsgeschäftslehre, wonach insbesondere ein guter Glaube an die unbeschränkte Geschäftsfähigkeit bewusst nicht geschützt wird. Allerdings missachtet die derzeitige Fassung des Gesetzesentwurfs die technologischen Besonderheiten der DLT und namentlich der Blockchain, die ungeachtet aller Technologieneutralität für das Kryptowertpapierregister als Leitbild diene. In diesen dezentralen Netzwerken ersetzt das Vertrauen in das System mit seinen kryptografischen Sicherheitsmechanismen das

aus interpersonale Vertrauen der analogen Welt. Entsprechend sind Transaktionen nach ihrem technischen Vollzug z.B. auf der Blockchain als solche final und unumkehrbar. Haben der Erwerber und das gesamte Netzwerk jedoch zu befürchten, dass unerkannte und im anonymen Massenverkehr typischerweise unerkennbare Defizite in Geschäftsfähigkeit/Verfügungsbefugnis des Veräußerers den Registerinhalt in einer signifikanten Zahl von Fällen unrichtig machen können, schwindet exakt das angestrebte Systemvertrauen. Daher sollte ein rechtsgeschäftlich bedingtes Auseinanderfallen von Registerinhalt und materieller Rechtslage gerade im Kryptowertpapierregister auf ein absolutes Minimum reduziert oder idealiter vollständig beseitigt werden. Um den gebotenen Ausgleich mit dem Minderjährigenschutz zu bewerkstelligen, könnte ein gutläubiger Erwerb generell ausgeschlossen werden, wenn entsprechende Verfügungshindernisse nach § 17 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 eWpG-E im Kryptowertpapierregister eingetragen sind.

Entsprechend könnte § 26 eWpG-E um einen zweiten Absatz ergänzt werden: „Zugunsten desjenigen, der aufgrund eines Rechtsgeschäfts in ein Kryptowertpapierregister eingetragen wird, gilt der Inhaber als Verfügungsbefugter und geschäftsfähig, es sei denn, dass dem Erwerber zum Zeitpunkt seiner Eintragung etwas anderes bekannt oder infolge grober Fahrlässigkeit unbekannt ist oder die Verfügungsbeschränkung in das Kryptowertpapierregister eingetragen ist.“

COT Legal // Steinfeld Recht

Claudia Otto
Rechtsanwältin
Bockenheimer Landstraße 2-4
60306 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 667 748 360
Telefax: +49 69 667 748 450
Mail: claudia.otto@cot.legal
Web: <https://cot.legal>

Mirjam Hannah Steinfeld, Mag. iur., CFE
Rechtsanwältin und
Fachanwältin für Strafrecht
Voelckerstraße 21
60322 Frankfurt am Main
Telefon: 069 24 74 199 30
Telefax: 069 24 74 199 32
Mail: kanzlei@steinfeld-recht.de
Web: www.steinfeld-recht.de

Gemeinsame Stellungnahme vom 18. März 2021

in Vorbereitung der

Sachverständigenanhörung zum

- 1) Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren“ (BT-Drucksache 19/26925)

sowie
- 2) Antrag der Fraktion der FDP „Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen – Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen“ (BT-Drucksache 19/26025)

am 22. März 2021



A. Zum Regierungsentwurf

Diese Stellungnahme ergänzt die Stellungnahme zum Referentenentwurf vom 13. September 2020. Die Stellungnahme zum Referentenentwurf ist als **Anlage** beigelegt. Ihr Schwerpunkt liegt auf der Darstellung und Begegnung von Gefahren, die aus der besonderen Machtstellung des registerführenden Emittenten herrühren können. Die Verlagerung der Problematik in eine Rechtsverordnung¹ schafft nicht den erforderlichen Schutz vor Missbrauch. Insbesondere gilt es weiterhin, die auf Seite 7 der Stellungnahme zum Referentenentwurf aufgezeigte Regelungslücke in § 7 eWpG-E zu schließen.

Folgende weitere Vorschläge erscheinen sinnvoll und diskussionswürdig:

I. Entsprechende Anwendung der sachenrechtlichen Vorschriften

Nach § 2 Abs. 3 eWpG-E gilt ein elektronisches Wertpapier, eine unkörperliche, digital gespeicherte Information, als körperlicher Gegenstand. Diese Regelung wirkt unnatürlich im Gesamtgefüge einer einheitlichen Rechtsordnung, auch wenn der Sinn und Zweck gut nachvollziehbar ist. Möglicherweise kann der Widerspruch aufgelöst werden durch eine Verfeinerung des Wortlauts in Orientierung an § 90a BGB, etwa:

Ein elektronisches Wertpapier ist keine Sache. Auf das elektronische Wertpapier sind die für Sachen geltenden Vorschriften entsprechend anzuwenden, soweit nicht etwas anderes bestimmt ist.

II. Der Registerbegriff dürfte mehr Erläuterung brauchen

Der Begriff „Register“ im Sinne des Gesetzesentwurfs ist nicht legaldefiniert. Der Gesetzesentwurf unterscheidet lediglich nach zentralem Register und Kryptowertpapierregister (vgl. § 4 Abs. 1 eWpG-E). Beim Studium anderer Stellungnahmen entsteht der Eindruck, dass hier möglicherweise unterschiedliche Vorstellungen vor allem im Hinblick auf das Kryptowertpapierregister vorherrschen und diese Divergenzen auch in Zukunft die Rechtsanwendung maßgeblich beeinflussen können. Die Begründung zu § 7 Abs. 1 (S. 46) verwirrt zusätzlich mit dem Verweis auf „branchenübliche ‚best practices‘“. Eine Kryptowertpapierregisterführung ist sogar im Blockchain-Netzwerk Bitcoin denkbar. Die §§ 17, 18 eWpG-E stehen dem nicht entgegen.

Grundsätzlich wird eine Legaldefinition für nicht erforderlich und nur bedingt möglich gehalten, weil ein digitales Register viele verschiedene Formen und Gestaltungen annehmen kann. Insofern besteht kein Änderungsbedarf am Gesetzesentwurf selbst. Sinnvolle Hinweise, z.B. welche technischen Implementierungen derzeit möglich sind, könnten in die Gesetzesbegründung aufgenommen werden. Praktikabler erscheint jedoch eine praxis- und risikoorientierte Konkretisierung nach dem Vorbild der MaRisk durch die BaFin auf Grundlage des § 25a KWG.

Eine konkrete Ausgestaltung dieser Anforderungen bedürfte einer tiefergehenden Prüfung.

¹ Vgl. Begründung des Regierungsentwurfs, S. 46.

III. Anforderungen an das Kryptowertpapierregister an den Gesetzgeberwillen anpassen

§ 16 Abs. 1 eWpG-E verlangt ein fälschungssicheres Aufzeichnungssystem, in dem Daten gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden. Das gibt es jedoch nicht in dieser Absolutheit. Das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) hat in seinem Abschlussbericht zum Projekt 374 vom 29. April 2020 festgehalten:

*Es existieren so gut wie keine Angebote mit formalen Sicherheitsnachweisen, die wesentliche Teile des Angebots betreffen. Formale Sicherheitsnachweise existieren zwar für die eingesetzten kryptographischen Bausteine wie Verschlüsselungsverfahren oder Signaturfunktionen, viele Blockchain-Angebote versprechen jedoch weit darüber hinausgehende Sicherheitseigenschaften, wie **Unveränderlichkeit** oder Resistenz gegen Sybil-Angriffe. Für diese Aussagen bestehen in der Regel keine formalen Nachweise oder wissenschaftliche Untersuchungen.*²

Das Problem sind aber weniger die gesetzlichen Anforderungen als der verbreitete Irrglaube, die Blockchain als bekanntester Unterfall der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) sei unveränderlich und damit fälschungssicher sowie gegen Löschung und nachträgliche Änderung geschützt. Der Fall von „The DAO“ in 2016 hat bewiesen, dass unter bestimmten Umständen unerwünschte Blockchain-Eintragungen rückgängig gemacht werden können („Rollback“).³ Nachvollziehbar ist daher die relativierende Gesetzesbegründung⁴, „fälschungssicher“ soll verstanden werden als „vor dem Hintergrund des Stands der Technik gegen Fälschungen gesichert“. Der Wortlaut des § 16 Abs. 1 eWpG-E sollte diesem Gesetzgeberwillen angepasst werden:

Ein Kryptowertpapierregister muss auf einem ~~fälschungssicheren~~ gegen Fälschungen gesicherten Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden.

Damit können die Mindestanforderung gehalten und Bezug zur Realität hergestellt werden. Denn die „Sicherung gegen Fälschungen“ kann nun ein realistisches Niveau haben und ist daher relativ im Gegensatz zum absoluten „fälschungssicher“.

Hilfreich wäre noch eine Erläuterung in der Gesetzesbegründung, welchen Fälschungsbegriff der Gesetzgeber hier zugrunde legt. Denn eine Urkundenfälschung nach § 267 Abs. 1 StGB umfasst auch die Herstellung einer unechten Urkunde. Vor der Herstellung eines „unechten elektronischen Wertpapiers“, also eines solchen, bei dem der angegebene Emittent nicht der Emittent ist, schützt eine Blockchain oder vergleichbare Technologie gerade nicht.

² https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Krypto/Blockchain_Studie-374.html, S. 35 f.

³ Erläuterung des „Rollbacks“ in einfachen Worten: „to roll back the transactions miners adopt new rules invalidating some valid blocks thus the belonging transactions are also invalid so we cancel these transactions and we go back to the past the previous state. to do so we need a fork. what's happend in the hardfork in case of the Dao is : we forked the chain at the block 1920000 invalidating all the blocks coming after look at the picture below.“,

<https://ethereum.stackexchange.com/questions/9535/how-does-a-hard-fork-rollback-transactions>.

⁴ S. 58.

IV. § 4 Abs. 11 eWpG-E: Der Begriff „Aufzeichnungssystem“ ist wenig verständlich

Der Begriff des Aufzeichnungssystems wird im Regierungsentwurf unter § 4 Abs. 11 eWpG-E bestimmt. Hiernach handelt es sich um

ein[en] dezentrale[n] Zusammenschluss, in dem die Kontrollrechte zwischen den das jeweilige System betreibenden Einheiten nach einem im Vorhinein festgelegten Muster verteilt sind.

Erkennbar ist, dass sowohl technische als auch organisatorische Aspekte von Relevanz sein sollen. Das ist grundsätzlich richtig. Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Begriffsdefinition nicht klarer und damit besser verständlich gefasst werden kann. Ein Vorschlag wäre:

Ein Aufzeichnungssystem ist ein auf Grundlage eines Protokolls zusammenwirkendes Rechnernetzwerk, in dem die Netzwerkteilnehmer gemeinsam Daten verarbeiten.

B. Zum Antrag (Drucksache 19/26025)

Der Antrag ist missverständlich und verliert sich dem Anschein nach zwischen den im Rahmen des Digital Finance Package vorgeschlagenen Regelungen der Europäischen Kommission.

So ist anzumerken, dass der noch in einem frühen Entwicklungsstadium befindliche Entwurf einer „Markets in Crypto-assets“-Verordnung (MiCAR) ausweislich ihres Art. 2 Abs. 2 lit. a) gerade keine Finanzinstrumente und damit in Verbindung stehende Geschäfte und Personen behandelt. Die MiCAR soll, gleich einem Auffangregelwerk, diejenigen „Kryptowerte“ erfassen, die nicht anderweitig geregelt sind oder werden.⁵ Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II („Finanzinstrument“) soll um die Klarstellung ergänzt werden,⁶ dass Finanzinstrumente auch „mithilfe“ der DLT emittiert werden können. So sollen bestehende Regelungslücken geschlossen werden.

Es fehlen Anhaltspunkte, dass die schrittweise Schließung von Regelungslücken eine lähmende Überregulierung darstellt. Wie daneben die unter Bedingungen stehende Ermöglichung der Begebung von Wertpapieren in elektronischer Form „Blockchain-Projekte“ in der Realwirtschaft unwirtschaftlich machen soll, bleibt unklar.

I. Zum Beschlussantrag I

1. Zusammenfassung

Die Antragsteller:innen begrüßen den sich noch im frühen Entwicklungsstadium befindlichen Entwurf der MiCAR, halten ihn aber für ebenso hinderlich für die Etablierung von Blockchain-Projekten in der Realwirtschaft. Technologieneutralität im Kontrast zum DLT-Bezug der MiCAR

⁵ So bspw. von der Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie 2014/65/EU, MiFID II).

⁶ Gemäß Art. 6 des Vorschlags einer Änderungsrichtlinie (2020/0268 (COD)).

schreiben die Antragsteller:innen groß. Dennoch brauche es dringend eine Blockchain-fördernde Gesetzgebung.

Die Antragsteller:innen vermuten, dass es an Deutschland liegt, dass „*bisher kaum Initiativen aus der Blockchain-Strategie in tatsächliche Gesetzgebung umgesetzt*“ wurden. So brauche der deutsche Gesetzgeber zu lange, um elektronische Wertpapiere einzuführen, deren Zulassungserfordernisse nicht über denen der MiCAR-Vorgaben liegen sollen. Die Bundesregierung soll daher (auch) dafür sorgen, dass die MiCAR-Verordnung mehr im Sinne der Dienstleister ausfällt. Die Antragsteller:innen sehen in der Wartezeit einen Rückschritt für die Nutzung der Blockchain-Technologie. Die Möglichkeiten der Digitalisierung würden vor allem deshalb beschnitten, weil der Entwurf des eWpG keine elektronischen Aktien vorsieht. Seine Regelungen zum sog. Kryptowertpapierregister würden zu der Dezentralität und Kernidee der meisten Blockchain-Anwendungen in Widerspruch stehen. Startups würden nicht zuletzt durch hohe Bürokratie- und Kostenhürden am Markteintritt gehindert werden.

Im Hinblick auf sog. Stablecoins würden hohe Hindernisse geschaffen werden, sogar ein Verbot wird seitens der Antragsteller:innen gefürchtet. Stablecoins seien schließlich an staatliche Währungen oder andere Vermögenswerte gebunden und hätten dadurch voraussichtlich eine geringere Volatilität, wobei sie v.a. Ländern mit instabilen Währungen oder weniger entwickeltem Bankenmarkt potentiell Zugang zu sicherem Zahlungsverkehr via die Blockchain-Technologie geben würden. Milliarden Menschen würden Stablecoins einen Zugang zu einem günstigeren und schnelleren internationalen Zahlungsverkehr bieten – die MiCAR stünde dem nach Ansicht der Antragsteller:innen entgegen.

2. Stellungnahme

Der Beschlussantrag zu I verwirrt durch seine Widersprüchlichkeit. Er überrascht im Hinblick auf die Annahme, dass der technische Fortschritt und seine Nutzung ihre Grenzen in technologie-neutralen Gesetzen finden. Im Antrag vom 11. September 2018 (Drucksache 19/4217) wurde z.B. eine „*rasante Wachstumsphase*“ bei sog. ICO (Initial Coin Offerings), einer DLT-basierten Finanzierungsform, festgestellt. Hier wurde allerdings die BaFin als wenig kompetent und innovationshinderlich bezeichnet. Der Antrag fand keine Zustimmung (Drucksache 19/10013).

Mit Verwunderung nimmt man die Heraushebung der Bedeutung von sog. Stablecoins wahr. Der Antrag scheint festzustellen, dass es sich bei dem Euro um eine instabile Währung handelt und Deutschland sowie europäische Länder einen nur wenig entwickelten Bankenmarkt und wenig bis keinen Zugang zu sicherem Zahlungsverkehr vorweisen können, weshalb der Stablecoin die vermeintliche Rettung sei. Allerdings wird dieser erkennbar missverstanden. Selbst infrastrukturärmere afrikanische Länder wie Kenia brauchen keine Blockchain-Stablecoins, weil sie ein wesentlich effizienteres Geldtransfersystem (M-PESA) etabliert und über Ländergrenzen hinaus ausgedehnt haben.⁷ M-PESA ist sogar ein taugliches Vorbild für den digitalen Euro.

⁷ Muchoki, M-PESA's Impact on the Kenyan Economy, Ri-nova 2018, frei abrufbar unter: <https://rechtinnovativ.online/ri-nova-01-2018-muchoki-mpesas-impact-on-kenyan-economy>. Siehe dazu auch die weiterführenden Beiträge von Gitiri und Bruckhuisen im Sonderheft Ri-nova 2018 (<https://rechtinnovativ.online/ri-nova-01-2018>).

Die Grundlagen der Forderungen im Antrag stehen nicht im Einklang mit der Realität. Die Antragsteller:innen schreiben der deutschen und europäischen „Krypto-Branche“ größere Bedeutung und Marktrelevanz zu als ihr tatsächlich zukommt. Das BSI hat in seinem Abschlussbericht zum Projekt 374 vom 29. April 2020⁸ folgende Feststellungen getroffen:

*Auffallend ist hier insbesondere, dass über ein Viertel aller Blockchain-Angebote aus den USA stammt, während Deutschland nur mit knapp 3% vertreten ist.[...] Auffallend ist außerdem, dass ein signifikanter Teil der Produkte nicht von einer Firma hergestellt und vertrieben wird, sondern von Privatpersonen oder einer Community.*⁹

Die Antragsteller:innen – wie auch die Europäische Kommission – berücksichtigen nicht, dass deutsche und europäische Startups, i.e. Firmen, offenbar eine geringere Rolle spielen, als etwa Privatpersonen oder über Ländergrenzen hinweg zusammenwirkende Privatpersonen in einer Community¹⁰. Startups werden häufig als relevant wahrgenommen, weil sie sich als relevant darstellen oder (von sog. Experten) darstellen lassen. Das BSI hat dazu festgestellt:

*[...] über ein Drittel aller Anwendungen sind bisher nicht über das Stadium einer Marketingwebseite hinausgekommen. Mit einem durchschnittlichen Reifegrad von 2,38 sind Blockchain-Anwendungen die am wenigsten entwickelte Art von Blockchain-Angeboten auf dem Markt. Es entsteht insgesamt der Eindruck, dass es bisher noch so gut wie keine im Einsatz befindlichen Anwendungen für die Blockchain-Technologie gibt.*¹¹

Das BSI fasst in seinem Abschlussbericht in deutlichen Worten u.a. zusammen:¹²

- ***Es existieren so gut wie keine Angebote mit formalen Sicherheitsnachweisen, die wesentliche Teile des Angebots betreffen.*** Formale Sicherheitsnachweise existieren zwar für die eingesetzten kryptographischen Bausteine wie Verschlüsselungsverfahren oder Signaturfunktionen, viele Blockchain-Angebote versprechen jedoch weit darüber hinausgehende Sicherheitseigenschaften, wie Unveränderlichkeit oder Resistenz gegen Sybil-Angriffe. Für diese Aussagen bestehen in der Regel keine formalen Nachweise oder wissenschaftliche Untersuchungen.
- ***Blockchain-Anwendungen spielen auf dem Markt kaum eine Rolle.*** Fast 80% aller untersuchten Anwendungen haben eine kleine oder sehr kleine Marktrelevanz.
- ***Existierende Angebote wurden bisher kaum öffentlichen Sicherheitsanalysen oder „Penetration Tests“ unterzogen.*** Obwohl das Hauptverkaufsargument der meisten Blockchain-Angebote die Sicherheit ist, wurden nur in wenigen Einzelfällen von den Herstellern der Produkte unabhängige Sicherheitsuntersuchungen in Auftrag gegeben und deren Ergebnisse veröffentlicht.

⁸ https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Krypto/Blockchain_Studie-374.html.

⁹ https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Krypto/Blockchain_Studie-374.html, S. 19 f.

¹⁰ ISv vier oder mehr Personen, welche sich zur Bearbeitung eines DLT-Projektes zusammengeschlossen haben, https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Krypto/Blockchain_Studie-374.html, S. 12.

¹¹ https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Krypto/Blockchain_Studie-374.html, S. 35.

¹² https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Krypto/Blockchain_Studie-374.html, S. 35 f.

- **Zahlungsverkehr und Spiele sind die Hauptanwendungsfelder von existierenden Blockchain-Anwendungen.** Der größte Teil der untersuchten Blockchain-Anwendungen (ca. 20%) ist für den Einsatz im Finanzsektor gedacht, bei dem zweitgrößten Teil handelt es sich um Spiele, die ihre Spieldaten in der Blockchain verwalten. Insbesondere die Anwendungsfelder Verwaltung, IoT, Identitätsmanagement, Gesundheit und Energie, welche häufig als Hauptverkaufsargument für Blockchain-Technologie genannt werden, werden bisher kaum von existierenden Blockchain-Anwendungen abgedeckt. Ein signifikanter Teil der Anwendungen (ca. 22%) ist keinem der klassischen Anwendungsfelder zuzuordnen.

Der Antrag beinhaltet im Ergebnis Vor- und Darstellungen, die entzaubert sind. Spezialgesetze sowie ihre Chancen und Risiken bedürfen daher einer eingehenden Prüfung.

II. Zum Beschlussantrag zu II

Die angeführten Maßgaben sind nicht zielführend.

1. Handwerkliche Mängel der vorgeschlagenen MiCAR

Ungeachtet des Umstands, dass das vorgeschlagene Auffangregelwerk MiCAR ausdrücklich keine Finanzinstrumente regeln soll und die gewünschten Begriffsschärfungen in die Beratungen zur Änderung der MiFID II gehören, sei auf Folgendes hingewiesen:

Das größte Problem der vorgeschlagenen MiCAR und Begleitregelwerke im Rahmen der Digital Finance Strategy ist die sie durchziehende Begriffsungenauigkeit. Insoweit ist den Antragsteller:innen ausdrücklich beizupflichten. Exemplarisch kann man dies am Begriff der „Distributed-Ledger-Technologie“ aufzeigen, „legaldefiniert“ z.B. in Art. 3 Nr. 1 MiCAR-E:

„Distributed-Ledger-Technologie“ oder „DLT“ [ist] eine Technologie, die die verteilte Aufzeichnung verschlüsselter Daten unterstützt;

Dem durchschnittlichen Richter dürfte der Unterschied zu einer Rundmail¹³ an passwortgeschützte E-Mailpostfächer nicht wirklich klar sein. Die Definition ist auch technisch gesehen viel zu eng, denn Daten in „einer Blockchain“ als bekanntester Fall von DLT sind in der Regel nicht verschlüsselt. So sind z.B. die Daten in der Bitcoin- bzw. Ethereum-Blockchain mangels Verschlüsselung für jedermann leicht einsehbar. Beliebte, Ethereum-basierte Kryptowerte würden daher von der MiCAR nicht erfasst. Das Auffangregelwerk ist im Ergebnis keines, weil die wichtigsten DLT-Netzwerke durch das Raster fallen.

Der auf Vorstehendem basierende Begriff „Kryptowert“ in Art. 3 Nr. 2 MiCAR-E ist nicht schärfer gefasst:

¹³ Gemeint ist eine E-Mail an eine Vielzahl von Empfängern.

„Kryptowert“ [ist] eine digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können;

Damit wird auch die fotografierte und per Rundmail versandte Fotografie einer Euro-Münze zum Kryptowert.

Die Bundesregierung sollte darauf hinweisen, dass der Entwurf der MiCAR sowie sämtliche Begleitregelwerke mit denselben Legaldefinitionen gravierende Mängel aufweisen und das Ziel hoher Regelungsdichte nicht zu erfüllen vermögen.

2. „Markteintrittsbarriere“ oder notwendige Gefahrenkontrolle?

Deutsche und Europäische „Blockchain-Startups“ haben nur wenig Marktrelevanz, wie das BSI in seinem Abschlussbericht eindrucksvoll festgestellt hat. Zu oft liegen Worte und Fakten weit auseinander. Keine der von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen Maßnahmen berücksichtigt den vom BSI bestätigten Umstand, dass vor allem Privatpersonen und aus Privatpersonen bestehende, über diverse Länder dieser Welt ausgedehnte, Communities die „Crypto-Szene“ bestimmen. Sie schaffen statistisch gesehen (quantitativ) mehr Gefahren als Unternehmen mit Erlaubnis der BaFin.

Der hohe Anteil von Privatpersonen ist aber kein Grund, an Blockchain-Startups geringe Anforderungen zu stellen. Die allein dem Einsatz von DLT immanente Schaffung (qualitativ) hoher (Verlust-)Gefahren¹⁴ ist mit niedrigen Marktzugangsschwellen nicht zu vereinbaren.

3. Stablecoins begründen die finanzielle Abhängigkeit des Nutzers

In Bezug auf sog. Stablecoins ist richtigzustellen, dass diese nicht nur Vorteile, sondern auch Nachteile haben. Diese werden u.a. auf der Website der Stablecoin-Plattform Ethereum klar benannt:

- *Centralized – someone must issue the tokens.*
- *Requires auditing to ensure company has sufficient reserves.*¹⁵

Das bedeutet, dass es einen Emittenten gibt, welcher die Kontrolle inne hat und diese über die Existenz und Benutzbarkeit „seiner“ Stablecoins behält. Eine Transaktion in Verbindung mit Stablecoins kann, ausweislich des realen Fallbeispiels des USD Coin (USDC) aus dem Sommer 2020,¹⁶ vom Emittenten unterbunden und damit beeinflusst werden.

Die Missbrauchsgefahr ist hoch. In totalitären Staaten kann ein Stablecoin dazu dienen, die Bürger dem Herrscherwillen zu unterwerfen – schließlich kann er die Liquidität des Einzelnen oder von Personengruppen unmittelbar oder mittelbar beeinflussen. Eine vergleichbare Einflussnahme-

¹⁴ Siehe dazu die Stellungnahme vom 13. September 2020, Anlage.

¹⁵ <https://ethereum.org/de/stablecoins/>.

¹⁶ Mehr dazu unter: <https://cot.legal/stablecoins-gefahren-des-programmierbaren-geldes>.

möglichkeit kommt nicht einmal der Europäischen Zentralbank und Bundesbank, geschweige denn den sonstigen Banken zu.

Doch auch die Verlustgefahr ist extrem hoch, weil Existenz und Benutzbarkeit eines Stablecoins von der Existenz und den Mitteln des Emittenten abhängen. Nicht zuletzt ist die Verwendung von Stablecoins in einem Netzwerk wie Ethereum abhängig von Transaktionsgebühren in einer anderen sog. Kryptowährung, die erheblichen Schwankungen unterliegen kann. Dies hat die jüngere Vergangenheit gezeigt. Ein Grund: Das hohe Aufkommen von Transaktionen im Zusammenhang mit sog. DeFi (Decentralized Finance) Angeboten.

Ein Stablecoin ist aufgrund der Abhängigkeit des Nutzers vom Emittenten mehr Gefahr als Chance. Daher sind Schwellenwerte und die Möglichkeit des Verbots sogar notwendige Instrumente der Regulierung und des Schutzes von Demokratie, Frieden, Finanzstabilität, Finanzmärkten und natürlich Verbrauchern.

4. Innovationsoffene Regulierung von Kryptoassets

Die bestehende, weitgehend technologieneutrale Rechtslage vermag viele technologische Neuerungen zu erfassen. Insbesondere erfasst sie auch sog. Blockchain-Angebote. Das Problem ist jedoch die Begriffsunscharfe und die Verbreitung von Mythen, die Anbieter noch heute für sich nutzbar machen. Sie schaffen Verwirrung und legen den Grundstein für falsche Subsumtion oder neue, unscharfe Rechtsbegriffe. Es ist insofern begrüßenswert, klar(stellend)e Regelungen zu formulieren, um die Rechtsanwendung zu erleichtern. Die neuen Regelungen sollen dabei nicht im Widerspruch zur Rechtslage stehen, sondern v.a. spezifischen Gefahren begegnen.

Es braucht daher keine besondere Förderung der sog. Blockchain-Technologie. Die Antragsteller:innen widersprechen sich hier im Hinblick auf die Forderung von Technologieneutralität (vgl. Beschlussantrag zu I, S. 2, 1. Absatz). Wie das BSI herausgearbeitet hat, ist der Glaube an ihre Bedeutung größer als ihre (ggf. zu erwartende) Bedeutung selbst.

Den Antragsteller:innen ist jedoch zu danken, weil sie (wenn auch nicht unbedingt intendiert) die unzureichende Regelungsdichte in der geplanten MiCAR und Begleitregelwerken aufgezeigt haben. Denn tatsächlich sind diese ungewollt „innovationsoffener“ als gedacht.

III. Zum Beschlussantrag zu III

Die Anregungen sind nicht zielführend.

1. Elektronische Aktien passen nicht in das eWpG und zur Corporate Governance

a) Systemwidrigkeit des eWpG im Verhältnis zum AktG

Der Sinn und Zweck des eWpG-E ist mit dem Wunsch der Antragsteller:innen, die elektronische Aktie mitzuregeln, nicht vereinbar:

Im Gegensatz zur ausweislich § 1 eWpG-E einzig erfassten Inhaberschuldverschreibung nach § 793 BGB, einem sog. konstitutiven Wertpapier, hat die Verbriefung (d.h. Erstellung einer Urkunde) im Aktienrecht rein deklaratorische, mithin keine konstitutive Bedeutung. Das heißt, die Entstehung der Mitgliedschaft in einer Aktiengesellschaft (AG) hat nur zwei zwingende Voraussetzungen:

1. die Übernahmeerklärung des Aktienzeichners und
2. die Eintragung der Gründung oder Kapitalerhöhung in das Handelsregister.

Die Verbriefung der Mitgliedschaft mit ihren Rechten und Pflichten erfolgt hiernach als dritter, aber rein fakultativer Akt. Eine gesetzliche Vorgabe zur Ausgabe einer Aktienurkunde gibt es nicht. Sie ist für die Entstehung der Mitgliedschaft nicht wesentlich, sondern dient v.a. einer erhöhten Verkehrsfähigkeit der Aktie.

Die (verzichtbare) Aktienurkunde hat nicht nur im Gesetz, sondern auch praktisch längst an Funktion verloren: Die Übertragung von Aktien erfolgt heute v.a. auf dem elektronischen Weg im Rahmen der Abwicklung des Effektenhandels (Effektengiroverkehr). Die „Tokenisierung“ der Aktie ist vor dem Hintergrund der geringen Reife, Sicherheit, Verbreitung und hohen Kosten sowie Risiken von DLT mehr Bürde als Nutzen.

Gewissermaßen ist genau dies ein Fall der Blockchain, die ein zu lösendes Problem noch sucht. Die elektronische Aktie auf Blockchain-Basis ist keine Lösung, sie schafft Probleme.

b) Eine elektronische Aktie iSd eWpG-E ist überflüssig und war nie gewollt

Ein Vorteil elektronischer Inhaberaktien ist nicht erkennbar, v.a. weil die Ausgabe von Inhaberaktien nach § 10 Abs. 1 S. 2 AktG aus Transparenzgründen per se beschränkt ist. Ein Register zur Führung elektronischer Namensaktien erscheint unter Verweis auf das Aktienregister in § 67 AktG überflüssig. Für die Registerführung braucht es offenkundig keine Distributed-Ledger-Technologie.

Vielmehr dürfte in einer elektronischen Inhaberaktie nach dem Vorbild des eWpG-E ein sog. Wertrecht (vgl. „Kryptowert“) liegen. Der (deutsche) Gesetzgeber hat sich im Zuge der Novellierung des Aktiengesetzes bewusst gegen reine Wertrechte entschieden:

Der geänderte § 10 Abs. 5 AktG geht darüber hinaus, indem er die Möglichkeit eröffnet, auch den Anspruch der einzelnen Aktionäre auf Ausstellung einer Mehrfachurkunde über ihren jeweiligen Anteil auszuschliessen.

Damit wird nicht der Schritt zum Wertrecht unter Abkehr vom Wertpapier vollzogen, denn der Ausschluß der Verbriefung betrifft lediglich den jeweiligen Anteil der einzelnen Aktionäre. Von einer etwaigen einschränkenden Satzungsbestimmung unberührt bleibt dagegen die Ausstellung und Hinterlegung einer die Gesamtheit der Mitgliedschaftsrechte verkörpernden Globalurkunde.¹⁷

¹⁷ BT-Drucksache 13/10038, S. 25.

c) Elektronische Aktien auf DLT-Basis sind schwer vereinbar mit allgemeinen Grundsätzen

DLT-Netzwerke wie Bitcoin oder Ethereum sind nicht gerade bekannt für einen moderaten Energieverbrauch.¹⁸ Vor dem Hintergrund der sog. Corporate Social Responsibility (CSR) wirkt sich die Nutzung solcher Technologien wahrscheinlich sogar nachteilig auf eine Aktiengesellschaft aus:

Nach dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 11. April 2017, basierend auf der Richtlinie 2014/95/EU vom 22. Oktober 2014, haben Kapitalgesellschaften im Sinne des § 289b HGB ihren Lagebericht um eine nichtfinanzielle Erklärung zu erweitern. Diese nichtfinanzielle Erklärung beinhaltet nach § 289c Abs. 2 Nr. 1 HGB mindestens Aspekte der Umweltbelange, wobei sich die Angaben beispielsweise auf Treibhausgasemissionen, (...), die Nutzung von erneuerbaren und nicht erneuerbaren Energien (...) beziehen können. Die Nutzung einer energieintensiven Technologie zwecks Verbriefung von Aktien, die keiner Verbriefung bedürfen, dürfte schwer erklärbar sein.

Daneben sind nach § 289c Abs. 2 Nr. 3 HGB Aspekte der Achtung der Menschenrechte in die nichtfinanzielle Erklärung aufzunehmen, wobei sich die Angaben beispielsweise auf die Vermeidung von Menschenrechtsverletzungen beziehen können. Zudem trifft jedes Leitungsorgan die Legalitätspflicht,¹⁹ wonach es dafür Sorge zu tragen hat, dass das „Unternehmen so organisiert und beaufsichtigt wird, dass keine Gesetzesverstöße erfolgen. Eine entsprechende Kontrolle ist bei gemeinsam mit zahlreichen Dritten genutzten DLT-Netzwerken unmöglich. So wurden in der Bitcoin-Blockchain bereits Links auf Seiten mit KiPo-Material sowie Nacktbilder gespeichert.²⁰ Wer eine vollständige Kopie der Bitcoin-Blockchain vorhält, hält Kopien hiervon auf eigenen Rechnern vor. Und wird dies kaum erklären können.

Auch der weitere Aspekt der Vermeidung und Bekämpfung von Korruption sowie Bestechung (§ 289c Abs. 2 Nr. 5 HGB) lässt sich nur schwer mit der gemeinsam mit zahlreichen Dritten erfolgenden DLT-Nutzung vereinbaren. Es ist einer Aktiengesellschaft mangels umfassender Kontrolle und Überschaubarkeit kaum möglich, brauchbare oder gar wahrheitsgemäße Angaben über fremde DLT-Inhalte zu machen. Entsprechendes gilt für Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung, wofür sog. Kryptowährungen auf Basis von DLT ebenfalls genutzt werden.²¹ Der europäische Gesetzgeber hat sich deshalb zu einer Erweiterung des Anwendungsbereiches der Geldwäschevorschriften veranlasst gesehen.²²

Vor diesem Hintergrund dürfte Aktienzeichnern kaum vermittelbar sein, dass sie Zugang zu einem nicht umweltfreundlichen, nicht kontrollierbaren und möglicherweise illegal genutzten DLT-Netzwerk benötigen, um ihre Legitimation und die Verkehrsfähigkeit ihrer Aktie(n) zu erhalten. Wenig sinnvoll erscheint daneben die Schaffung und Unterhaltung eines eigenen DLT-

¹⁸ Sedlmeir et al.: The Energy Consumption of Blockchain Technology, Bus Inf Syst Eng 599 (603 f.) (2020), <https://link.springer.com/article/10.1007/s12599-020-00656-x>.

¹⁹ LG München I, Urt. v. 10.12.2013 – 5 HK O 1387/10 („Neubürger-Urteil“).

²⁰ Matzutt et al., A Quantitative Analysis of the Impact of Arbitrary Blockchain Content on Bitcoin, S. 2, https://www.comsys.rwth-aachen.de/fileadmin/papers/2018/2018_matzutt_bitcoin-contents_preproceedings-version.pdf.

²¹ Erwägungsgrund 8 der Richtlinie (EU) 2018/843.

²² Steinfeld, A Legislator's (Hyper)Activity The EU and the case of money laundering, Ri-nova, 2019, 27 (27f.).

Netzwerks. Die Kosten dürften den Nutzen erheblich übersteigen. Die Attraktivität und praktische Bedeutung der elektronischen Aktie dürfte also sehr gering sein.

2. Der registerführende Emittent darf nur mit Erlaubnis operieren

Die dem registerführenden Emittenten zukommende Machtstellung und die ihr immanente hohe Missbrauchsgefahr wurden bereits in der Stellungnahme vom 13. September 2020²³ dargestellt. Gerade diese Machtstellung bedarf eines qualifizierten Gegengewichts wie der BaFin, weshalb die Erlaubnispflicht notwendig und richtig ist. Anstatt wie von den Antragsteller:innen gefordert, gehören die Anforderungen an den registerführenden Emittenten erhöht.

3. Relevante Startups sollen die hohen Anforderungen finanzieren können

Wie bereits ausgeführt, stellen Startups per se keine bemerkenswerte Größe im Bereich der Blockchain-Anwendungen dar. Der Ansatz, hohe Risiken schaffenden Startups einen leichteren Marktzugang durch geringere regulatorische Anforderungen zu gewähren, geht fehl. Vielmehr sollte überlegt werden, ob und wie man ggf. bessere Rahmenbedingungen für die finanzielle Ausstattung und Ausbildung der wenigen relevanten Startups sowie ihrer Verantwortlichen schaffen kann, damit sie die hohen regulatorischen Anforderungen erfüllen können.

4. Das Verhältnis von eWpG und MiCAR entspricht dem von Äpfeln und Birnen

Den Antragsteller:innen ist insoweit beizupflichten, dass das geplante eWpG und die geplante MiCAR nicht in Konflikt geraten sollten. Da das eWpG-E übertragbare Wertpapiere behandelt, mithin Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II, steht es per se nicht im Konflikt mit der vorgeschlagenen MiCAR. Denn diese soll nach ihrem Art. 2 Abs. 2 lit. a) gerade keine solchen Kryptowerte regeln, die Finanzinstrumente im Sinne der (geänderten) MiFID II sind.

Insofern können die Zulassungserfordernisse des eWpG-E nicht über die der geplanten MiCAR hinausgehen. Zumindest lässt der Antrag nicht erkennen, wo genau ein kritischer Konflikt aufzutreten droht.



²³ Anlage.

Anlage

COT Legal // Steinfeld Recht

Claudia Otto
Rechtsanwältin
Bockenheimer Landstraße 2-4
60306 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 667 748 360
Telefax: +49 69 667 748 450
Mail: claudia.otto@cot.legal
Web: <https://cot.legal>

Mirjam Hannah Steinfeld, Mag. iur., CFE
Rechtsanwältin und
Fachanwältin für Strafrecht
Voelckerstraße 21
60322 Frankfurt am Main
Telefon: 069 24 74 199 30
Telefax: 069 24 74 199 32
Mail: kanzlei@steinfeld-recht.de
Web: www.steinfeld-recht.de

Gemeinsame Stellungnahme

zum

Entwurf eines Gesetzes für ein Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren
im Rahmen der Anhörung der Verbände und interessierten Kreise

GZ: VII B 5 - WK 6100/20/10001 :004

DOK: 2020/0779342

vom 13. September 2020



I. Einleitung

Wir begrüßen den Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen sowie des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz für ein Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren. Er ist gut durchdacht und begegnet bekannten Gefahren für Anlegerinnen und Anleger¹ sowie Finanzmarkt mit den richtigen Schutzmaßnahmen.

Wir gehen aufgrund öffentlicher Informationen davon aus, dass z.B. die Grundfragen zur Sachfiktion in § 2 Abs. 3 eWpG-E, zum Begriff der Inhaberschaft sowie zu Übergangs- und Kollisionsregelungen von anderen versierten Kommentatoren umfassend adressiert werden. Wir möchten uns daher in dieser Stellungnahme auf die Gefahren herrührend aus der Doppelrolle des registerführenden Emittenten in § 16 Abs. 2 S. 3 eWpG-E beschränken. Diese lassen bei genauerer Betrachtung erkennen, dass der Referentenentwurf keinesfalls von innovations- und wettbewerbsbeschränkendem Charakter ist. Allerdings erscheint uns der Hinweis wichtig, die im Folgenden dargestellten Gefahren zum Anlass zu nehmen, die Doppelrolle in der für angemessen erachteten Art und Weise konkret und angemessen zu regulieren.

II. Fokus dieser Stellungnahme: die Doppelrolle Emittent/registerführende Stelle

Die Doppelrolle des registerführenden Emittenten, also des Emittenten zugleich in der Rolle der registerführenden Stelle, ist ausschließlich in § 16 Abs. 2 S. 3 eWpG-E geregelt. Auch ohne weitere klarstellende Bezugnahme auf die Pflichten der registerführenden Stelle im eWpG-E sowie das Erlaubniserfordernis nach dem neuen KWG ist klar, dass den Emittenten diese Vorschriften betreffen. Nicht erfasst ist jedoch die in der Doppelrolle angelegte, erhöhte Einflussnahmemöglichkeit des Emittenten. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der sich etablierenden DeFi-Systeme. DeFi ist eine Kurzform von Decentralized Finance, in dem klassische Finanzdienstleistungen und Bankgeschäfte unter Verwendung sog. Smart Contracts (teil-)automatisiert erfolgen. Smart Contracts sind Computerprogramme, die Register mit bestimmten Funktionen darstellen. Smart Contracts können in verschachtelter oder kaskadenförmiger Art und Weise interagieren.

1. Der Fall „Sushi“

a. Was ist passiert?

Ende August 2020 gab es Bewegung im Bereich DeFi. Basierend auf der bekannten Blockchain-Plattform *Ethereum* tauchte das sog. *SushiSwap*-Projekt auf. Es umfasste allerdings kein essbares, aber ein für viele Menschen finanziell sehr schmackhaftes Angebot: das sinngemäße Geldverdienen im Schlaf. Binnen weniger Tage wurden mehrere Millionen US-Dollar „elektronisch gebunden“. Die *SushiSwap*-Community kritisierte, dass fast 50 Prozent der Anteile an *SushiSwap* in einer Hand lagen; nämlich in der Hand des Schöpfers, des unbekannten „Chef Nomi“. Am 5. September 2020 tauschte „Chef Nomi“ sämtliche seiner SUSHI-Token gegen Ether (ETH) ein – im Wert von 10 Millionen US-Dollar. Der Preis des SUSHI-Token halbierte sich und sinkt seitdem

¹ Nachstehende Personenbezeichnungen sollen, soweit sich Abweichendes nicht aus dem Text ergibt, alle Geschlechter meinen.

weiter ab. Binnen zwei Wochen verloren also Involvierte ihr Vermögen in nicht unwesentlichem Umfang. Zwei Wochen, in denen einflussreiche Kryptobörsen wie *Binance* erheblich zu den Verlusten beitrugen und Verantwortlichkeit durch ihre Geschäftsführung von sich wiesen:



Quelle: Twitter

Auf den erkennbar ausgelösten Aufruhr in der Community hin wies „Chef Nomi“ einen Betrug, einen sog. Exit-Scam, von sich. Er hätte den ETH „verdient“ für seine Leistungen:²



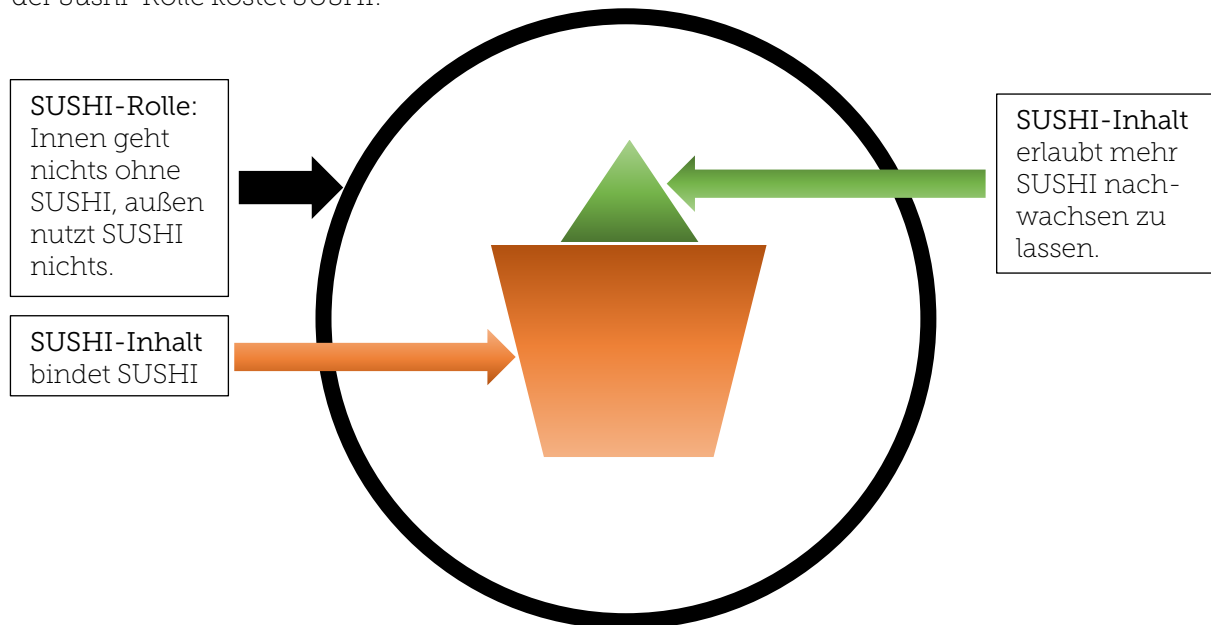
Quelle: Twitter

Hiernach übertrug er – angeblich – seine Kontrollbefugnisse über *SushiSwap* auf einen anderen Unbekannten. Es ist nicht zu erwarten, dass der Verlust des SUSHI-Token durch Kursänderungen rückgängig gemacht wird.

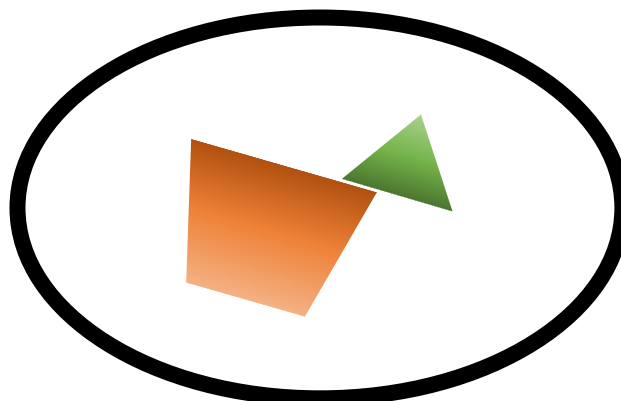
² Näheres im Artikel „Something fishy“ vom 6. September 2020 unter <https://cot.legal/something-fishy>.

b. SUSHI-Token und *SushiSwap* leicht erklärt

Der SUSHI-Token erfüllt viele Zwecke, ist jedoch dem Ether (ETH) als sog. Kryptowährung ähnlicher als einem Wertpapier. Der SUSHI-Token kann als Registerwährung verstanden werden, die in mehreren Unterregistern zur Anwendung kommt. Gewissermaßen kann man sagen: alles in der Sushi-Rolle kostet SUSHI:



Die Sushi-Rolle ist die grafische Darstellung von *SushiSwap* und kann als Hauptregister verstanden werden. *SushiSwap*-Rolleninhalte brauchen SUSHI und stellen deshalb jeweils für sich zweckspezifische (Unter-)Register dar. Die einen (Unter-)Register dienen dem Binden von SUSHI, etwa zum Zwecke der Beteiligung an einem Unterprojekt. Andere (Unter-)Register dienen z.B. dazu, SUSHI samenähnlich einzusetzen und wie eine Pflanze „anzubauen“. Im Falle *SushiSwap* hat, vereinfacht dargestellt, „Chef Nomi“ durch Abstoßen von knapp 50% Inhalt der Außenrolle die Konsistenz der Rolle insgesamt beeinträchtigt:



Verständlich also, dass der Wert des SUSHI um gut 50% gefallen ist. *SushiSwap* ist durch den Ausstieg des Entwicklers insgesamt „aus der Form“ geraten. Daher steht der Vorwurf des Exit-Scam im Raum.

c. Wie passt *SushiSwap* in das Gefüge des Referentenentwurfs?

SushiSwap mitsamt seinen (Unter-)Registern wurde von „Chef Nomi“ erschaffen. Er erschuf den SUSHI-Token. Auch die in den einzelnen (Unter-)Registern zum Tragen kommenden Spezial-Token wurden von „Chef Nomi“ kreiert. Die Spezial-Token dürften ihrem Sinn und Zweck nach entweder Schuldverschreibungen im Sinne des eWpG-E oder auch zukünftig zu regelnde elektronische Aktien bzw. Investmentanteile darstellen. „Chef Nomi“ allein war in der Lage, das ganze System *SushiSwap* und die Anleger-Community mit einer egoistischen Entscheidung ins Chaos zu stürzen. Aus diesem Grund ist der Fall „Sushi“ von großer Bedeutung für die Gesetzgebung zum elektronischen Wertpapier.

SushiSwap ist ein „Abkömmling“ von *Uniswap*, einer *Ethereum*-basierten sog. Decentralized Swap Exchange. *Uniswap* ist, weniger spektakulär formuliert, ein Protokoll, welches es erlaubt, ERC-20-Token tauschen zu können. Dabei kann jeder ERC-20-Token tauschbar gemacht werden – hierfür muss lediglich ein Smart Contract, ein sog. (Liquidity) Pool angelegt werden. Jeder dieser Smart Contracts ist dann eine xToken-Tauschbörse für sich. Der Wert der jeweiligen xToken bestimmt sich dann anhand einer einfachen Gleichung: xToken und daneben ETH müssen mit demselben US-Dollar-Wert „hinterlegt“ werden. Will ein Dritter xToken erwerben, „zahlt“ er ihren Gegenwert in ETH ein. Das Verhältnis von xToken zu ETH verändert sich: weniger xToken stehen mehr ETH gegenüber – der Wert der xToken, die knapper geworden sind, steigt also. Statt Tauschens kann dem xToken auch nur Liquidität beigesteuert werden, mit denen die Beitragenden dann sog. Liquidity Provider Fees verdienen können. Der Beitragende erhält im Gegenzug xPool-Token, die ebenso ERC-20-Token sind. Diese Pool-Token sind wiederum tausch- und einsetzbar in anderen Smart Contracts. Gleichzeitig stellen sie einen Anteil an den gepoolten xToken und den anfallenden Tauschgebühren dar.

SushiSwap ist allerdings kein *Uniswap*-Smart Contract, sondern ein sog. Fork, eine *Ethereum*-basierte Abspaltung von *UniSwap*. Dabei interagiert eine Mehrheit von Smart Contracts: miteinander, nebeneinander, nacheinander. Die einzelnen Smart Contracts und auch ihre Spezial-Token – neben dem SUSHI-Token – erfüllen verschiedene (Pool-)Zwecke. Sie eint das gemeinsame *SushiSwap*-Protokoll (des „Hauptregisters“), welches die zweckgerichtete Registrierung der Token in den jeweiligen Smart Contracts („Unterregistern“) reglementiert. Zwecke können hier sein:³

- Stimmrechtszuweisung und -ausübung,
- Einnahmen generieren und umwandeln,
- Finanzierung,
- Dividenden verdienen.

Viele, wenn nicht gar sämtliche Geschäfte im Rahmen *SushiSwaps* dürften bekannte und bereits geregelte Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen darstellen. „Chef Nomi“ wäre, nach unserer Auffassung, als „registerführender Emittent“ im Sinne des eWpG-E anzusehen.

³ The *SushiSwap*-Project, 26. August 2020, <https://medium.com/sushiswap/the-sushiswap-project-c4049ea9941e>; Erläuterungen unter <https://cot.legal/something-fishy>.

d. Kryptowährungen als Mittel automatisierter, algorithmenbasierter Registerführung

Der Fall „Sushi“ ist nicht nur ein Beispiel für die Manipulierbarkeit der Preise sog. Kryptowährungen: Er ist vor allem auch ein warnendes Beispiel für die Einflussmöglichkeiten des registerführenden Emittenten auf die von ihm begebenen und registrierten Wertpapiere. Denn all seine (Unter-)Register setzen auf der von ihm geschaffenen Kryptowährung (des Hauptregisters) auf, um „die Verwaltung und Fortschreibung des Registers automatisiert und algorithmenbasiert erfolgen“⁴ zu lassen. Sie bilden also eine wirtschaftliche Einheit.

Der Fall „Sushi“ zeigt zudem, welche Gefahren sich ergeben können, wenn diese Einflussmöglichkeiten bei einer Einzelperson liegen, die technisch versiert ist. Wenn eine Einzelperson in der Lage ist, umfassende Schäden zulasten der Anleger und des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte auszulösen, darf die Rechtsform, Größe oder Neuheit des registerführenden Emittenten keinen Einfluss auf die regulatorischen Anforderungen haben.

2. Sich aus dem Beispielsfall ergebender Anpassungsbedarf

Der Referentenentwurf geht davon aus, dass durch die Dezentralität des Kryptowertpapierregisters ein Machtmissbrauch ausgeschlossen ist. Tatsächlich sagt das Merkmal der Dezentralität nichts über die tatsächlichen Machtverhältnisse im Einzelfall aus. Diese können auf der „untern“ (Register-)Ebene wie *Ethereum* andere sein als auf einer der höheren, individuell ausgestaltbaren (Unterregister-)Ebenen. Dort kann die absolute Mehrheit, wie im Fall „Sushi“, in der Hand einer einzigen Person liegen. „Chef Nomis“ (Entscheidungs-)Macht lag nicht nur in einer sondern auch auf der Hand: Er hat *SushiSwap* programmiert. Er hat *SushiSwap* zu seinem eigenen Vorteil programmiert. Wer wie er versteht, mehrere Register miteinander zu verknüpfen, um hieraus persönlichen Vorteil zu ziehen, sollte nicht nur eine Nebenbemerkung im Gesetz bleiben.

Ein registerführender Emittent sollte seine ausnutzbare zentrale Machtstellung nicht durch Untätigkeit erlangen, sondern erst auf Nachweis des Erfüllens und Prüfung spezifischer Zuverlässigkeitsvoraussetzungen durch die Aufsichtsbehörde im Rahmen der §§ 32 ff. KWG. Interessenkonflikte müssen von vornherein hindernd sein: Wer seine eigenen oder fremden Interesse über die ihm anvertrauten Interessen anderer stellen könnte, darf gar nicht erst in diese Vertrauensposition gelangen. Zwar erfolgt die Registerführung automatisiert und dezentral, jedoch bleibt die Entscheidungsmacht über das Wie stets beim programmierenden Erschaffer – in diesem Fall dem registerführenden Emittenten. Er ist in der Lage, sich sämtliche Kontrollbefugnisse vorzubehalten und diese bei Bedarf *automatisiert und algorithmenbasiert* auszuüben.

Eine derartige einseitige Machtverteilung, zumal in Kombination mit einem einseitigen Wissensvorsprung und diametralen pekuniären Interessen vieler Personen, ist dem deutschen Recht unbekannt. So ist es die Maxime des deutschen (Zivil)Rechts, für ein „level playing field“ zu sorgen, wo denjenigen, der über mehr Macht und/oder mehr Wissen verfügt, auch mehr Verantwortung und mehr Pflichten treffen. Genau dieses „level playing field“ wird durch den bisherigen Referentenentwurf in Bezug auf den registerführenden Emittenten noch nicht umfassend geschaffen.

⁴ Referentenentwurf, Seite 57.

III. Umsetzungsvorschläge

Nachstehende Vorschläge könnten als Grundlage für die weiteren gesetzgeberischen Entscheidungen dienen. Sie sind nicht abschließend und dienen der Veranschaulichung des Vorstehenden. Die Vorschläge wurden im partiell übernommenen, einschlägigen Entwurfstext farblich hervorgehoben.

1. eWpG

Nach dem Referentenentwurf hat *„die registerführende Stelle den Schutz der Datenintegrität vor einer Manipulation durch Dritte zu gewährleisten (Hacking, Angriff auf die Integrität des Wertpapierregisters). Hierzu hat sie ein dem Stand der Technik entsprechendes IT-Sicherheitssystem zu nutzen. Sämtliche Anforderungen an die IT-Sicherheit werden durch Einzelbestimmungen im Verordnungswege konkretisiert.“*⁵

Nachfolgende Ergänzungen sollen diejenigen Fälle erfassen, in denen kein technisch bedingter Datenverlust und keine unbefugte Datenveränderung, i.e. Manipulation Dritter, zum Tragen kommt. Weil das Kryptowertpapierregister in den hier adressierten Fällen technisch einwandfrei und wie vom registerführenden Emittenten vorbestimmt funktioniert, greifen § 7 Abs. 2 und 3 eWpG-E nicht. Hinzu kommt, dass emittentenseitig technisch vorbehaltbare Einwirkungsmöglichkeiten auf den Wert von Kryptowertpapieren nicht zwingend zu einer falschen Rechtslage im Sinne des § 7 Abs. 2 eWpG-E führen, sondern lediglich zu für Berechtigte nicht zu erwartenden Wertverlusten. Der Emittent soll im Ergebnis nicht in der Lage sein, sich ohne Weiteres von seiner Schuld zu befreien bzw. sich auf Kosten anderer zu bereichern.

Wir schlagen vor

- a) in § 4 eWpG-E die Begriffe „registerführender Emittent“ und „sonstiges Register“ zu ergänzen;
- b) in § 7 eWpG-E einen Haftungstatbestand zu ergänzen, der die missbräuchliche Ausnutzung der automatisierten, algorithmenbasierten Registerführung durch den registerführenden Emittenten selbst erfasst. Weil Dritte unter Umständen zu einem solchen „exploit“ fähig sein können, soll der registerführende Emittent sich exkulpieren dürfen. Frei von Haftung soll er jedoch nicht sein. Seine Haftung richtet sich nur nach § 7 Abs. 3 eWpG-E;
- c) in § 16 eWpG-E den Begriff des Kryptowertpapierregisters an die Entwicklungen im Bereich sog. Decentralized Finance (DeFi) anzupassen, v.a. ihre Register-in-Register-Gestaltung zu erfassen sowie von Interessenkonflikten betroffene Personen von der Registerführung auszuschließen;
- d) in § 17 eWpG-E weitere Registerangaben zur Transparenz von technischen sowie personellen Interdependenzen vorzusehen;
- e) in § 21 eWpG-E den Emittenten in die Missbrauchsprävention einzubinden und den registerführenden Emittenten für die aktive Vermeidung von schadensauslösenden Kaskadeneffekten in die Verantwortung zu nehmen.

⁵ Referentenentwurf, Seite 48.

Vorstehende Regelungsvorschläge könnten wie folgt umgesetzt werden:

§ 4 Begriffsbestimmungen

(8) Registerführender Emittent ist der Emittent, der nach § 16 Absatz 2 Satz 3 zugleich registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregisters nach § 16 ist.

(9) Sonstiges Register ist ein Register, das nach § 16 Absatz 1 Satz 2 und 3 der Führung eines Kryptowertpapierregister dienen kann, ohne selbst für die Eintragung von Kryptowertpapieren bestimmt zu sein.

§ 7 Registerführung; Schadenersatz

(5) Der registerführende Emittent ist zum Ersatz des Schadens verpflichtet, der Berechtigten infolge einer missbräuchlichen Ausnutzung der automatisierten, algorithmenbasierten Registerführung entsteht, es sei denn, er hat den Schaden nicht zu vertreten. Seine Haftung bestimmt sich in diesem Fall nach Absatz 3.

§ 16 Kryptowertpapierregister

(1) Ein Kryptowertpapierregister muss auf einem dezentralen, fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden. Ein Kryptowertpapierregister kann Teil eines weiteren Kryptowertpapierregisters sein. Ist das übergeordnete Register ein Sonstiges Register, so gilt es ebenfalls als Kryptowertpapierregister, wenn es mit dem Kryptowertpapierregister eine wirtschaftliche Einheit bildet.

(2) Registerführende Stelle ist, wer vom Emittenten gegenüber dem Inhaber als solche benannt wird. Ein Wechsel der registerführenden Stelle durch den Emittenten ist ohne Zustimmung des Inhabers oder des Berechtigten zulässig, es sei denn, in den Emissionsbedingungen ist etwas Abweichendes geregelt. Unterbleibt eine Benennung nach Satz 1, gilt der Emittent als registerführende Stelle („registerführender Emittent“). Im Falle verbundener Kryptowertpapierregister nach Absatz 1 und Vorliegen eines Ausschlussgrundes nach Absatz 3 muss der Emittent eine andere registerführende Stelle benennen.

(3) Registerführender Emittent kann nicht sein, wer

1. bereits ein übergeordnetes Kryptowertpapierregister im Sinne des Absatzes 1 führt,
2. gesetzlicher Vertreter der registerführenden Stelle eines übergeordneten Kryptowertpapierregisters im Sinne des Absatzes 1 ist,

3. gesetzlicher Vertreter einer anderen Kapitalgesellschaft ist, deren Aufsichtsrat ein Vorstandsmitglied der registerführenden Stelle eines übergeordneten Kryptowertpapierregisters im Sinne des Absatz 1 angehört, oder
4. in den letzten zwei Jahren Vorstandsmitglied derselben börsennotierten registerführenden Stelle des übergeordneten Kryptowertpapierregisters im Sinne des Absatz 1 war, es sei denn, seine Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären, die mehr als 25 Prozent der Stimmrechte an der Gesellschaft halten.

§ 17 Registerangaben

(1) Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass das Kryptowertpapierregister folgende Angaben über das eingetragene Wertpapier enthält:

1. den wesentlichen Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Kennnummer und der Kennzeichnung als Wertpapier,
2. eine Kennzeichnung, ob es sich um eine Einzel- oder Sammeleintragung handelt,
3. eine Kennzeichnung, ob ein übergeordnetes Kryptowertpapierregister nach § 16 Absatz 1 besteht,
4. die registerführende Stelle des übergeordneten Kryptowertpapierregisters nach § 16 Absatz 2 Satz 3,
5. den Emittenten,
6. den Hinweis auf die abrufbare Darstellung der technischen Berechtigungen des registerführenden Emittenten,
7. den Inhaber,
8. Verfügungshindernisse,
9. Rechte Dritter und
10. Angaben zum Mischbestand nach § 9 Absatz 3.

Die Bezeichnung des Inhabers muss durch Zuordnung einer eindeutigen Kennung erfolgen.

(2) Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass die Angaben nach Absatz 1 Satz 1 in einer Weise verknüpft sind, dass sie nur zusammen abgerufen werden können.

§ 21 Pflichten des Emittenten

(3) Der registerführende Emittent trifft die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen, um missbräuchlicher Ausnutzung der automatisierten, algorithmenbasierten Führung eines Kryptowertpapierregisters nach § 16 Absatz 1 vorzubeugen. Er hat insbesondere sicherzustellen, dass Änderungen an einem anderen Kryptowertpapierregister nach § 16 Absatz 1 Satz 3 nicht automatisiert und algorithmenbasiert zu Änderungen an dem Kryptowertpapierregister oder den Kryptowertpapieren führen.

2. KWG

„Aus Gründen des Anlegerschutzes, der Marktintegrität, der Transaktionssicherheit sowie der Funktionsfähigkeit der Märkte sollen die Stellen, die ein Kryptowertpapierregister führen, unter die Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gestellt werden. Hierzu wird die Kryptowertpapier-Registerführung als Finanzdienstleistung ausgestaltet. Die registerführenden Stellen für Kryptowertpapierregister unterliegen daher im Grundsatz der für Finanzdienstleistungsinstitute geltenden Vorgaben nach dem KWG. Allerdings sieht § 2 Absatz 7b KWG für Kryptowertpapierregisterführer weitreichende Ausnahmen vom Anwendungsbereich des KWG vor.“⁶

Ausnahmen sollten nur dann Geltung finden, wenn keine Kryptowertpapierregisterführung in der Rolle des registerführenden Emittenten erfolgt. Erst recht dürfen die strengen Anforderungen des KWG nicht abgeschwächt werden, wenn der Kryptowertpapierregisterführung ein von einer natürlichen oder juristischen Person kontrolliertes DeFi-System zugrunde liegt, also eine von ihm kontrollierte Verknüpfung und Verschachtelung mehrerer (Kryptowertpapier-)Register.

„Zu berücksichtigen sind außerdem Haftungsfragen“, erkennt der Referentenentwurf zutreffend.⁷ Im Fall „Sushi“ beträgt der Verlust aktuell 98,5%, legt man den Allzeithöchstwert von 168,91 US-Dollar am Starttag, den 28. August 2020 an. Bei 101.423.735 Token im Umlauf betrug der Gesamthöchstwert damit 17.131.483.078,85 US-Dollar. Der Gesamtverlust beträgt bei dieser vereinfachten Rechnung 16.874.510.823,67 US-Dollar. 730.000,00 EUR Anfangskapital braucht man nicht in US-Dollar umzurechnen, um zu wissen, dass dieser Betrag selbst in einem kurzen Zeitraum von zwei Wochen nicht mehr als einen Tropfen auf den heißen Stein darstellt. Hier sollte überlegt werden, wie den hohen Risiken und binnen weniger Tage möglicherweise eintretenden Verlusten Rechnung getragen werden kann.

Nicht zuletzt bedarf es unserer Ansicht nach der Einführung weiterer aufsichtsrechtlicher Sicherungsmechanismen, die am besten bereits im Vorfeld der Erlaubnisprüfung durch die BaFin greifen:

⁶ Referentenentwurf, Seite 48.

⁷ Referentenentwurf, Seite 77.

- a) So ist an die erforderliche Vorlage eines technischen, für jedermann verständlich geschriebenen Gutachtens zu denken, in der eine unabhängige Stelle Missbrauchsmöglichkeiten „im Code“ ausschließt (siehe unseren Vorschlag zum möglicherweise neuen § 17 Nr. 6 eWpG-E).
- b) Transparenz sollte geschaffen werden, gegenüber der Aufsichtsbehörde und den (potentiellen) Inhabern von Kryptowertpapieren, inwiefern der registerführende Emittent theoretische und tatsächliche Eingriffsmöglichkeiten innehat (siehe vorstehenden Buchstaben a und auch unseren Vorschlag zum möglicherweise neuen § 17 Nr. 6 eWpG-E).
- c) Die vorstehend dargestellte enge Verzahnung von Kryptowerten i.S.d. § 1 Abs. 11 S. 4 KWG und Wertpapieren sollte sich im KWG und Begleitvorschriften widerspiegeln. Technische und wirtschaftliche Zusammenhänge müssen dargelegt bzw. von der Aufsichtsbehörde ermittelt werden. Interessenkonflikte müssen ausgeschlossen sein.
- d) Es muss sichergestellt werden, dass registerführende Stellen und insbesondere registerführende Emittenten keine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG erhalten, wenn eine Erlaubnis in Bezug auf die Führung eines übergeordneten Kryptowertpapierregisters nicht erteilt wurde.
- e) Diese Sicherungsmechanismen müssen nicht zuletzt über den Tellerrand gedacht werden, wie das obige Beispiel der Kryptobörse *Binance* zeigt. Ein Vertrauen in Kryptofinanzmärkte kann nicht entstehen, wenn anerkannte Kryptobörsen sinngemäß Schrotttoken anbieten können.



SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

An den
Deutschen Bundestag
Finanzausschuss
Frau Vorsitzende Katja Hessel, MdB
Platz der Republik 1
11011 Berlin

Nur per E-Mail: finanzausschuss@bundestag.de

Berlin, den 21.03.2021

Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 22.3.2021

Gesetzentwurf der Bundesregierung über die Einführung von elektronischen Wertpapieren (BT-Drucks. 19/26925)

Antrag der Fraktion der FDP „Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen – Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen“ (BT- Drucksache 19/26025)

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Hessel,

wir sind eingeladen worden, anlässlich der Öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 22. März 2021 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung über die Einführung von elektronischen Wertpapieren (nachfolgend „eWP-RegE“) und über den Antrag der Fraktion der FDP „Einen innovationsfreundlichen Rechtsrahmen für Kryptoassets schaffen – Digitale Wertpapiere aller Art ermöglichen“ (nachfolgend „FDP-Antrag“) Stellung zu nehmen.

Dafür bedanken wir uns herzlich.

1. Über die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK)

Die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (nachfolgend „SdK“) ist eine Anlegerschutzorganisation mit ca. 8.000 Mitgliedern und nimmt jährlich für rund 190.000 Kapitalanleger die spezifischen Interessen über die gesamte Bandbreite der Finanzmarktprodukte und Kapitalanlagen mit den unterschiedlichsten

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Daniel Bauer
Dipl.-Volkswirt

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:
COBADEFFXXX

Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

Instrumenten von der Anlegerbildung über die Produktbeurteilung und die Erteilung kapitalmarktbezogener Informationen bis hin zur auch anlassbezogenen Interessenvertretungen in unterschiedlichen Formen (HV-Besuche, Mitgliedschaft in Gremien, Funktionsübernahmen, Spruchstellenverfahren, Anhörungen zu Gesetzesvorhaben etc.) wahr.

1. FDP-Antrag

Wir begrüßen den FDP-Antrag, da er deutlich macht, dass zum einen in der Bundesrepublik Deutschland noch erhebliche legislative Anstrengungen notwendig sind, um die Digitalisierung der Finanzdienstleistungen voranzubringen. Zum anderen zeigt der FDP-Antrag, dass insbesondere die Einnahme einer europäischen Perspektive erforderlich ist, um die dringend benötigten Modernisierungsschritte zu gehen. Es ist ein Verdienst des FDP-Antrags, den Fokus hierauf zu lenken.

Im Nachfolgenden nehmen wir aus Perspektive des Anlegerschutzes aber vor allem Stellung zum eWP-RegE. Unsere Anmerkungen sind dessen ungeachtet im grundsätzlichen Ansatz jedoch auf den FDP-Antrag übertragbar.

2. Inhalt und Zweck des Gesetzentwurfes der Bundesregierung

Mit dem eWP-RegE (auch „Gesetzesentwurf“) öffnet sich der Wirtschafts-Technologie-, und Rechtsstandort Deutschland erstmals für die Emission von Inhaberschuldverschreibungen auf Basis der Distributed Ledger Technology (DLT), deren derzeit wichtigstes Anwendungsfall die Blockchain-Technologie ist. Dieser Schritt erfolgt spät und wird für sich genommen nicht ausreichen, den Rückstand gegenüber anderen Jurisdiktionen (insbesondere Schweiz) aufzuholen. Hier sind weitere Anstrengungen notwendig.

So ist festzuhalten, dass der Gesetzentwurf das fast vollständige Fehlen privatrechtlicher Regeln für Token und tokenisierte Vermögenswerte unterstreicht. Das BGB sollte unseres Erachtens schnellstmöglich um entsprechende Regeln ergänzt werden, um diese klaffende Lücke privatrechtlicher Regeln für Token und tokenisierte Vermögenswerte zu schließen.

Letztlich begrüßen wir aber die mit dem Gesetzentwurf verbundene Einführung elektronischer Wertpapiere und damit die Möglichkeit, Wertpapiere künftig auch urkundslos zu begeben.

Das geltende Wertpapierrecht wird durch den eWP-RegE modernisiert und bietet einen Aufsetzpunkt für zeitnahe, weitere technische und regulatorische Innovationen.

Sinnvoll ist aus unserer Sicht, dass die bestehenden Wertpapierabwicklungssysteme für eine Übergangsphase weitergenutzt werden können und endlich eine Öffnung für neue Abläufe erfolgt. Allerdings sollte die Zielsetzung des Gesetzgebers klar dahin gehen, eine Ablösung der bestehenden Wertpapierabwicklung herbeizuführen.

Ausdrücklich begrüßt wird in diesem Zusammenhang das Bemühen um Technikneutralität. Eine schnellstmögliche Dematerialisierung von Aktien und GmbH-Anteilen ist aber unbedingt wünschenswert. Die deutsche Wirtschaft ist zur Kapitalbeschaffung nicht nur auf Anleihen, sondern auch auf die Ausgabe von gesellschaftsrechtlichen Unternehmensbeteiligungen am Kapitalmarkt angewiesen.

Verbesserungsbedarf sehen wir aus Gründen des Anlegerschutzes allerdings bei der aufsichtsrechtlichen Einordnung und Behandlung von Dienstleistungen bei den neuen Kryptowertpapieren (Registerführung, Kryptoverwahrgeschäft). Dies gilt insbesondere für Bereiche in denen der Zugriff auf fremdes Vermögen möglich ist. Aus Anlegerschutzgründen ist die Sicherung privater kryptografischer Schlüssel, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, ein kritischer Punkt. Wir haben Zweifel, ob der Gesetzentwurf hier dem Anlegerschutz gerecht wird.

Außerdem bedauern wir es, dass der Gesetzentwurf die Möglichkeit ungenutzt lässt, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) gänzlich neu aufzustellen und eine „Aufsicht mit Biss“ zu etablieren. Aus Anlegerschutzgründen ist bedauerlich, dass der Gesetzentwurf die aufsichtsbezogenen Erkenntnisse aus dem Wirecard-Skandal nicht adressiert. Hier wird vom Gesetzgeber wiederum eine Chance vertan.

2. Informationspflicht bei Veränderungen des Registerinhalts

Registerführende Stellen werden nach § 19 Abs. 2 Nr. 2 eWpG-RegE verpflichtet, einem Verbraucher – als Inhaber eines Kryptowertpapiers in Einzeleintragung – „bei jeder Veränderung des Registerinhalts“ einen Registerauszug in Textform zur Verfügung zu stellen.

Wir begrüßen den Ansatz dieser Regulierung, bei jeder Änderung des Registerinhalts einen Registerauszug zur Verfügung zu stellen. Dies ist aus Gründen der Transparenz unseres Erachtens unbedingt notwendig. Nach dem Wortlaut der Vorschrift soll dies aber nur für „Verbraucher“ gelten. Da aber Änderungen des Registerinhalts auch für „Nichtverbraucher“ maßgeblich und von Interesse sind, sollte die Begrenzung auf „Verbraucher“ aufgehoben werden. Stattdessen sollte es in der Vorschrift lauten „Anleger“.

Festzuhalten bleibt aber: Jede Änderung des Registerinhalts ist für einen Verbraucher maßgeblich und von Interesse.

3. Beaufsichtigung von Kryptoverwahrungsgeschäft als „Finanzdienstleistung“

Nach unserem Verständnis benötigt nach den Vorschriften des KWG und des eWP-RegE derjenige, der das Kryptoverwahrungsgeschäft betreibt, eine Erlaubnis als Finanzdienstleister (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG). Darunter fallen nach dem eWP-RegE auch "die Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen Kryptowertpapiere für andere nach § 4 Abs. 3 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen. Damit wäre diese Geschäftstätigkeit eine erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung.

Hier sehen wir Probleme beim Anlegerschutz im Hinblick auf die Beaufsichtigung.

So heißt es in der Gesetzesbegründung (Bundesrats-Drucksache 8/21, zu § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG, Seite 81), es bestehe keine Notwendigkeit für eine gesonderte aufsichtsrechtliche Regelung zur Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren. Deren Verwahrung und Verwaltung unterfalle wie auch die Verwahrung und Verwaltung von verbrieften Wertpapieren dem Depotgeschäft; „die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren wird daher ebenso vom Depotgeschäft konsumiert“.

Die Gesetzesbegründung geht also wohl davon aus, dass die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren aufsichtsrechtlich gleich einem Depotgeschäft zu behandeln ist. Es steht aber fest, dass der Verwahrer von Wertpapieren einer besonderen Aufsicht unterliegt (Depotgeschäft), weil er rein faktisch über die ihm von den Anlegern anvertrauten Wertpapiere verfügen kann. Genauso kann aber auch derjenige, dem kryptografische Schlüssel zur Sicherung anvertraut werden, über diese Schlüssel und damit über die zugehörigen Kryptowertpapiere verfügen.

Uns erschließt sich daher nicht, warum ein Anleger im Falle eines Kryptowertpapieres weniger schutzwürdig sein soll als zum Beispiel im Falle eines girosammelverwahrten Wertpapieres. Diese Lücke im Anlegerschutz ist nach unserer Einschätzung zu schließen.

Dies könnte z.B. dadurch erfolgen, dass die Sicherung von kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, als Bankgeschäft und nicht als Finanzdienstleistung reguliert wird. Entsprechend müsste dann der Katalog der Bankdienstleistungen in § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG um die Sicherung von kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, ergänzt werden.

Problematisch bei der von uns vorgeschlagenen Lösung erscheint uns allein die Gefahr, dass dann die Innovationskraft von Unternehmen nicht genutzt zu werden droht, die die Voraussetzungen zum Betreiben des Bankgeschäfts nicht erfüllen und aus personellen oder finanziellen Gründen auch nicht erfüllen können. Dies müsste über die Ermöglichung von Kooperationsmodellen gelöst werden. Wir können jedenfalls weder bestätigen noch widersprechen, dass eine solche Regelung in Deutschland nur eine „Handvoll“ von Startups betreffen würde. Der FDP-Antrag gibt dazu an, dass nach ersten Schätzungen der Europäischen Kommission eine europäische Regelung in Form der MiCA-Verordnung derzeit etwa rd. 150 Dienstleister EU-weit betreffen könnte. Aber: Die MiCA-Verordnung hätte nicht nur einen territorial sondern auch inhaltlich wesentlich weiter gezogenen Anwendungsbereich als das eWP-GesE, sodass die Zahl der von unserer vorgeschlagenen Lösung betroffenen Unternehmen in Deutschland erheblich geringer sein wird.

Im Interesse des Anlegerschutzes sollten bei der Kryptoschlüsselverwahrung jedenfalls nur aus unbedingt zwingenden Gründen geringere Anforderungen als beim Depotgeschäft gelten. Der Gesetzgeber sollte nicht den Ansatz verfolgen, risikoaffinen Startups einen übermäßig leichten Marktzugang durch geringe regulatorische Anforderungen zu gewähren.

Dies gilt auch und v.a. deshalb, da gem. Art. 6 Nr. 2 Buchst. a (dazu S. Seite 72 der Gesetzesbegründung) Kryptowertpapierregisterführer nur ein Anfangskapital von 125.000 EUR vorhalten müssen. Für das vergleichbare Kryptoverwahrgeschäft gilt gleichfalls nur ein Anfangskapital von 125.000 EUR gem. § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 b) KWG.

Angesichts der hohen Bereitschaft des Kapitalmarkts, erhebliche Gelder für Startups im Bereich des Kryptowertpapiergeschäfts nahezu ohne Einschränkung zur Verfügung zu stellen, ist dieses Anfangskapital schnell eingesammelt und bietet keinerlei Professionalitätsgewähr und ist angesichts der Anlagesummen in Kryptowährungen kein ausreichendes Haftkapital. Umso wichtiger ist dann eine starke Aufsicht.

4. Verlagerung der Ausgestaltung von Schutzprinzipien in Verordnungen

Wie ausgeführt sehen wir einen Gefahrenschwerpunkt für Anleger in der besonderen Machtstellung des registerführenden Emittenten. Der eWP-RegE verlagert die Begegnung dieser Gefahr mittels einer Verordnungsermächtigung in eine noch zu erlassende Rechtsverordnung (v.a. § 26 Nr. 6 eWP- RegE). Die Ermächtigung enthält keinerlei gesetzgeberische Leitplanken. Dies schafft keinen ausreichenden Anlegerschutz.

Zwar wird insbesondere in § 26 Abs. 1 Nr. 6 eWP- RegE eine Bindung an die Schutzprinzipien „Vertraulichkeit, Integrität, Verfügbarkeit und Authentizität der Daten“ gezogen. Diese Prinzipien sind aber nach unserer Einschätzung zu allgemein und wenig aussagekräftig formuliert. Allein die Herstellung eines Konnexes ohne gesetzgeberisch ausformulierte Tatbestände reicht für die erforderliche Rechtssicherheit im Anlegerschutz nicht aus. Es obliegt nach unserem Dafürhalten dem Gesetzgeber, genaue Bestimmungen über die Anforderungen an die Vertraulichkeit, Integrität, Verfügbarkeit und Authentizität der Daten aufzustellen.

5. Einbindung Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI)

Bedenken in diesem Zusammenhang erweckt auch die schwache Rolle des Bundesamts für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) im eWP-RegE bei Erlass der erforderlichen Rechtsverordnungen. Nach § 23 Abs. 1 a. E. eWP-RegE ist das BSI nur „anzuhören“, soweit die Sicherheit informationstechnischer Systeme betroffen ist.

Hier wären eine Pflicht des Ordnungsgebers zur Koordinierung mit dem BSI sowie eine Pflicht zur Einholung und Veröffentlichung schriftlicher Stellungnahmen des BSI unbedingt erforderlich. Überlegenswert erscheint uns darüber hinaus auch, den Erlass von Bestimmungen in Rechtsverordnungen von einer zustimmenden Stellungnahme des BSI abhängig zu machen, soweit die Sicherheit

informationstechnischer Systeme bei anlegerschutzrelevanten Sachverhalten wie z.B. § 23 Abs. 1 Nr. 6eWP-RegE betroffen ist.

Durch eine derartige Einbindung des BSI kann nach unserem Dafürhalten ein angemessenes Anlegerschutzniveau erreicht werden.

6. Doppelrolle Emittent und Registerführer

Eine systemimmanente Gefahr sehen wir in der Doppelrolle des registerführenden Emittenten, also des Emittenten, der zugleich die Rolle der registerführenden Stelle übernimmt. In diesem Zusammenhang verweisen wir auf die Stellungnahme von COT Legal-Steinfeld Recht, insbesondere auf die angeführten Praxisbeispiele.

Aus Anlegersicht bergen die Einflussmöglichkeiten des registerführenden Emittenten auf die von ihm begebenen und registrierten Wertpapiere das meiste Manipulationspotenzial. Denn dessen (Unter-) Register setzen auf der von ihm geschaffenen Kryptowährung (des Hauptregisters) auf, um so „die Verwaltung und Fortschreibung des Registers automatisiert und algorithmenbasiert erfolgen“ zu lassen.

Wegen der zentralen Machtstellung des Emittenten, des erheblichen Informationsdefizits beim Anleger und der völlig gegenläufigen finanziellen Interessen bedarf es unbedingt einer starken Aufsichtsbehörde. Diese fehlt, und ein „level playing field“ ist nicht ersichtlich.

Als Anlegerschützer machen wir uns Sorgen, dass hier der Kern für die Finanzskandale der „Generation e-Wertpapiere“ gelegt und vom Gesetzgeber und der Aufsicht nicht erkannt ist.

7. Keine Neuaufstellung der BaFin

Die Machtstellung der registerführenden Emittentin bedarf eines qualifizierten Gegengewichts in Gestalt einer Aufsichtsbehörde. Die BaFin hat bewiesen, dass sie dieses Gegengewicht nicht sein kann.

Angesichts des über mehrere Jahre dauernden, aufsichtsrechtlichen Versagens der BaFin im Zuge des Wirecard-Skandals und den damit zusammenhängenden Erkenntnissen und Stellungnahmen aller Beteiligten (eingeschlossen Bundesministerien, Gesetzgeber, Parlamentarischer Untersuchungsausschuss)

sind wir zu der Überzeugung gelangt, dass es einer Auflösung der BaFin und sodann einer völligen Neuaufstellung der notwendigen Aufsichtsbehörde bedarf.

Wir können nicht erkennen, wie anders die notwendige Kulturänderung bei der BaFin eingeleitet werden kann. Insbesondere die Hoffnung, ausländische Führungskräfte für die Einleitung dieser Kulturänderung bei einer deutschen Behörde in Bonn zu interessieren, halten wir für realitätsfern. Bei der Neuschaffung der Aufsichtsbehörde sollte sich der Gesetzgeber ein Vorbild an den sehr effektiven und durchschlagstarken deutschen Steuerbehörden nehmen.

Kritisch ist beim eWP-RegE daher zu sehen, dass der Gesetzentwurf keine Anstrengungen für eine Neuaufstellung der Aufsicht unternimmt. Die Aufsicht wird auch nach Umsetzung geplanter anderer Gesetzesreformen (z.B. FISG) nicht ausreichend aufgestellt bzgl. Kultur, Personal und Mitteln. Es fehlt weiterhin an einer Aufsichtskultur mit Biss. Der Entwurf wäre eine Gelegenheit gewesen, hier voranzukommen.

Zusammengefasst lautet unsere Kritik an der Aufsicht bzw. BaFin (die in manchen Bereichen inzwischen auf die Deutsche Bundesbank übertragbar ist):

Es ist erforderlich, dass die BaFin ausreichend eigenes und vor allem auch qualitativ geeignetes Personal bereitstellt. Die Bezahlung der Mitarbeiter ist dem Marktniveau anzupassen. Eine Behörde, die um die besten Köpfe aus dem Finanzwesen und der Informationstechnologie kämpft, muss auch die entsprechende Bezahlung ermöglichen. Es kann nicht sein, dass man in Zukunft eventuell auf fachkundige Dritte, namentlich die Big-4 der Wirtschaftsprüfung, angewiesen ist. Der system- und europarechtswidrige Haftungsausschluss der BaFin gegenüber Dritten in § 4 Abs. 4 FinDAG, das wegen Art. 34 GG auch erheblichen verfassungsrechtlichen Bedenken begegnet, muss abgeschafft werden. Die BaFin und die Deutsche Bundesbank müssen ihre Aufgaben nicht nur im öffentlichen Interesse, sondern auch drittschützend, im subjektiven Interesse der Kapitalmarktteilnehmer wahrnehmen.

Es mangelt an Transparenz. BaFin und Bundesbank müssen künftig umgehend via DGAP-Meldung darüber informieren, wenn eine Prüfung im Hinblick auf elektronische Wertpapiere und deren Register eingeleitet wird sowie welche Aspekte Gegenstand der Prüfung sind. Die bisherigen Veröffentlichungspflichten sind unzureichend. Denn auch über einzelne Verfahrensschritte sollte der Kapitalmarkt von den Aufsichtsbehörden im Sinne eines transparenten Anlegerschutzes umfassend und unverzüglich informiert werden.

Die Aufsicht muss ihre Rolle mit Biss, Ambition, Ressourcen und Verstand ausführen. Dazu bedarf es einer völligen Kulturänderung und wir können nicht erkennen, wie bei der BaFin in ihrer jetzigen Gestalt überhaupt nur der Nukleus dafür gelegt werden kann.

8. Aufsicht als Individual-Verbraucherschutz

Bislang ist der Verbraucherschutz nur als kollektive Querschnittsaufgabe der Aufsicht (BaFin) gesetzgeberisch niedergelegt, § 4 Abs. 1a FinDAG. Diese (im Übrigen uE auch unionsrechtswidrige) nicht-individualschützende Regelung wird von Anlegerschützern vielfach kritisiert. Leider enthält auch das eWP-RegE keinerlei Vorschriften dahingehend, dass die Aufsicht dem Individual-Verbraucherschutz dient mit der Möglichkeit, dass Verbraucher individualschützende Klage gegen das Aufsichtsorgan bei Pflichtverletzungen erheben können.

Der eWP-RegE sollte daher Änderungen von § 4 Abs. 1a und Abs. 4 FinDAG vorsehen, wonach die Aufsichtsbehörden (BaFin) ihre Kompetenzen auch im Sinne einer individualschützenden Funktion für die Verbraucher bzw. Anleger ausüben. Die Funktion der Aufsicht muss dezidiert als Individual-Verbraucherschutz reguliert werden.

Wir bedanken uns erneut für die Möglichkeit, in der öffentlichen Anhörung am 22.03.2021 Stellung nehmen zu dürfen und stehen gerne für Rückfragen zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Rechtsanwalt Dr. Marc Liebscher, LL.M.

Leiter Hauptstadt-Büro Berlin
SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.