

**blockLAB Stuttgart e.V.**  
**c/o PURE CLUB**  
**Friedrichstr. 13**  
**70174 Stuttgart**

### **Stellungnahme**

zum gemeinsamen Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz sowie des Bundesministeriums der Finanzen eines „Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren“

blockLAB Stuttgart e.V. begrüßt den der beiden Bundesministerien vorgelegten Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren.

Der vorliegende Entwurf stellt insbesondere mit Blick auf die Dematerialisierung von Wertpapieren, im ersten Schritt von Schuldverschreibungen, und die Anwendung des Sachenrechts auf elektronische Wertpapiere einen wegweisenden Schritt dar.

Als ein der Blockchain- bzw. der Distributed Ledger Technologie (DLT) verschriebener Verein begrüßt blockLAB Stuttgart e.V. ebenfalls die technologieneutrale Ausrichtung des Referentenentwurfs und die expliziten Regelungen für „DLT basierende“ Kryptowertpapiere, einer Unterform der elektronischen Wertpapiere.

Gleichzeitig sind aus Sicht unseres Vereins Konkretisierungen und Anpassungen mit Blick auf den Einsatz von DLT-/Blockchain-Technologie sowie die Handelbarkeit von Kryptowertpapieren an regulierten Märkten dringend notwendig.

Nach unserem Verständnis des vorliegenden Referentenentwurfs wird die technologieneutrale Ausgestaltung insbesondere bezüglich Blockchain-basierter Wertpapiere an elementaren Punkten eingeschränkt, so dass fraglich erscheint, ob entsprechende Kryptowertpapiere überhaupt begeben werden können.

Außerdem ergeben sich hohe regulatorische Hürden, die insbesondere für Startups und kleine Unternehmen ein kritisches Hindernis darstellen.

Des Weiteren birgt der Entwurf das Risiko, dass Kryptowertpapiere systematisch in einen neu entstehenden „Graumarkt“ emittiert werden, an denen Transparenz und Anlegerschutz nicht wie auf regulierten Handelsplätzen gewährleistet sind.

Ähnlich wie die Diskussion um den digitalen Euro wird das Thema digitale, Blockchain-basierte Wertpapiere global an Bedeutung gewinnen. Wir gehen davon aus, dass dabei die Akteure den zukünftigen Markt prägen werden, die frühzeitig Fakten schaffen. Europa steht dabei mit anderen Regionen im direkten Wettbewerb.

Wir als blockLAB Stuttgart e.V. sind überzeugt, dass Blockchain-basierte Anlageformen im regulierten Kapitalmarkt ein wichtiges zukünftiges Innovationsfeld werden. Neue Finanzierungökosysteme werden sich dort entwickeln, wo diese Anlageformen möglich sein werden. Dabei geht es für Deutschland einerseits um den Brückenschlag zwischen Industrie-

und Finanzunternehmen sowie zwischen jungen und etablierten Unternehmen, andererseits um die Integration digitaler Finanzinnovation in den Finanzmarkt. Die Handelbarkeit von Blockchain-Token im regulierten Sekundärmarkt sehen wir dabei als sehr wichtige Funktion einer solchen Branchen- und Technologiekonvergenz. Deutschland sollte unter allen Umständen in diesem Technologiefeld eine Führungsrolle einnehmen, um an den daraus resultierenden zukünftigen Wertschöpfungspotenzialen partizipieren zu können.

Im Folgenden führen wir unsere zentralen Kritikpunkte zum Referentenentwurf entlang der eingangs genannten Hauptaspekte weiter aus.

### **1. Anforderungen an Kryptowertpapierregister und deren Registerführung bleiben zu vage und stellen zu hohe Hindernisse dar**

Bereits in der Einleitung des Referentenentwurfs unter B. Lösung findet sich der begrüßenswerte An- bzw. Vorsatz, dass „(...) über Blockchain begebene Schuldverschreibungen (...) gegenüber anderen elektronischen Begebungsformen grundsätzlich nicht begünstigt werden“ sollen.

Leider beinhaltet der Entwurf diesbezüglich aber keine technologieneutrale Gleichstellung oder -behandlung, sondern nach unserer Interpretation vielmehr eine Benachteiligung von auf public permissionless DLT bzw. Blockchain-Systemen basierten Kryptowertpapieren.

Dies bezieht sich insbesondere auf das Thema der Finalität von Transaktionen, die bei public permissionless Blockchains wie dem Ethereum Mainnet derzeit Prinzip-bedingt nur probabilistisch ist.

Die Formulierung in §18 Absatz 4<sup>1</sup> des Referentenentwurfs lässt zu viel Spielraum für Interpretationen, was eine „angemessene Zeit“ ist. Weiter bleibt unklar auf welchen Zeitpunkt sich die Formulierung „nicht wieder ungültig werden“ genau bezieht. In der zugehörigen Begründung ist einmal von Sicherstellung, einmal von „hinreichender“ Sicherstellung der Finalität die Rede.

Diese Formulierungen sollten zur Vermeidung von Fehlinterpretationen präzisiert und konkretisiert werden. Die vorliegende Fassung des Referentenentwurfs lässt befürchten, dass permissionless Blockchains diese Bedingungen nicht erfüllen können, was die meisten derzeit verbreiteten öffentlichen Blockchain-Netzwerke ausschließen würde.

Damit ist die in der Begründung des Referentenentwurfs beschriebene Anwendbarkeit sowohl von public permissionless als auch von private permissioned Distributed Ledger Systemen für Kryptowertpapiere faktisch nicht gegeben.

Des Weiteren stellt sich die Frage, ob die Argumentation der mangelnden Finalität stichhaltig ist und an dieser Stelle eine ganzheitliche Betrachtung der Vor- und Nachteile verschiedener technischer Lösungsansätze (zentral, dezentral permissioned, dezentral

---

<sup>1</sup> „Die registerführende Stelle darf von einer Weisung des Inhabers ausgehen, wenn die Weisung mittels eines geeigneten Authentifizierungsinstruments erteilt wurde. Sie muss sicherstellen, dass Umtragungen eindeutig sind, innerhalb einer angemessenen Zeit erfolgen und die Transaktion auf dem Aufzeichnungssystem nicht wieder ungültig werden kann.“

permissionless) zu kurz kommt. Insofern ist unsere dringende Empfehlung, den Einsatz von permissionless Blockchain-Lösungen auf Basis klarer, realistisch auf die Charakteristika dieser Technologie zugeschnittener Vorgaben und Bedingungen zuzulassen. Dies könnte z.B. durch die konkrete Benennung von Zeiträumen und Wahrscheinlichkeiten für die Anforderung der Finalität von Transaktionen erreicht werden. Alternativ könnte auf technische Vorgaben im Gesetz ganz verzichtet und stattdessen eine entsprechende Aufklärung der Anleger und Emittenten zu den Vor- und Nachteilen sowie Risiken der eingesetzten Technologie vorgeschrieben werden, um dem Anspruch der Technologieneutralität tatsächlich gerecht zu werden.

Bei den Anforderungen an die Registerführung eines Kryptowertpapierregisters ist unklar, ob die genannte Finanzdienstleistungslizenz auch notwendig ist, wenn der Emittent selbst die Registerführung übernimmt. Im Sinne einer Vermeidung von Schlupflöchern wird angenommen, dass dies der Fall ist, was allerdings eine sehr hohe Hürde bedeuten und die Begebung von Kryptowertpapieren vor allem für kleine und mittelständische Unternehmen in Form einer Eigenemission eher unattraktiv machen würde. An dieser Stelle wäre aus unserer Sicht eine Abstufung der Lizenzanforderungen nach Emissionsvolumen, ggf. in Kombination mit Übergangsfristen für die Erlaubniserteilung für Kryptoregisterführer und vereinfachten Standardverfahren oder -lösungen sinnvoll. Diese könnten in einer öffentlichen, von verschiedenen Emittenten, Dienstleistern und Aufsichtsbehörden gemeinschaftlich genutzten „Sandbox“ Testumgebung erprobt und freigegeben werden.

## **2. Kryptowertpapiere dürfen nicht systematisch im „außerbörslichen“ Graumarkt landen**

Die erste „ICO Welle“ und der Wildwuchs an „Exchanges“ weltweit haben gezeigt bzw. zeigen, wie wichtig regulierte Sekundärmärkte sind. Transparenz, Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und Anlegerschutz sind zentrale Ziele nicht nur explizit dieses Referentenentwurfs, sondern ziehen sich durch die gesamte nationale wie europäische Gesetzgebung und Regulierung.

Gerade mit Blick hierauf erscheinen die im vorliegenden Referentenentwurf vorgesehenen Regelungen im Vergleich zum unter 1. genannten Punkt zwar klarer, die Umsetzbarkeit und der Erreichungsgrad der gesteckten Ziele ist jedoch fraglich.

Auch Kryptowertpapiere gehören nach unserem Verständnis an „einer Börse oder einem anderen Handelsplatz im Sinne der CSDR (neben dem „geregelten Markt“ werden sogenannte multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelssystem erfasst)“ gelistet und gehandelt.

Der Referentenentwurf lässt aber mindestens an zwei Stellen fraglich erscheinen, ob dies (jemals) der Fall sein wird. Dieser Punkt ist jedoch von zentraler Bedeutung, denn im Referentenentwurf werden (infra-)strukturelle Entscheidungen getroffen, die auch für künftig noch zu dematerialisierende Wertpapierarten wie Aktien oder Fonds gelten werden.

blockLAB Stuttgart e.V. Stellungnahme zum gemeinsamen Referentenentwurf eines  
„Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren“

Grundsätzlich ist zu begrüßen, dass Kryptowertpapiere mit ihrem grundlegenden Charakteristikum der Dezentralität auch in einem dezentralen Register geführt werden können sollen. Jedoch verweist der Referentenentwurf explizit darauf, dass für Kryptowertpapiere, die einem Handelsplatz im Sinne der CSDR handelbar sein sollen, „unionsrechtlich ohnehin eine Verwahrung beim Zentralverwahrer erforderlich“ sei.

Aus der technologiegetriebenen Sicht von blockLAB Stuttgart e.V. stellt sich jedoch die Frage, wie eine dezentrale Technologie in einem zentralistischen, quasi-monopolistischen System überhaupt funktionieren kann. Es besteht die Gefahr, dass einerseits Innovationsmöglichkeiten und andererseits potentielle Vorteile einer dezentralen Technologie hinsichtlich Prozesseffizienz und -geschwindigkeit verhindert werden.

Als weitere Konsequenz aus dieser Regelung ist zu erwarten, dass Kryptowertpapiere -sofern überhaupt genutzt- systematisch zu einem Graumarktprodukt werden.

Denn um die Zentralverwahrung zu umgehen, und die im Referentenentwurf sehr wohl vorgesehene Möglichkeit einer dezentralen Begebung von Wertpapieren zu nutzen<sup>2</sup>, besteht nach unserem Verständnis nur die Möglichkeit des OTC-Weges. Die Schaffung eines solchen Graumarktes kann sicherlich nicht im Sinne des Referentenentwurfs und des Gesetzgebers sein – zumal mit den heute in Deutschland emittierten „Security Token“ auf Basis tokenisierter Vermögensanlagen sich bereits ein solcher Graumarkt etabliert, der durch den vorliegenden Entwurf nicht erfasst und damit faktisch unterstützt wird.

Kryptowertpapiere werden sich nur durchsetzen, wenn Emission und Handel rechtssicher sind und gleichzeitig die Vorteile der DLT-/Blockchain Technologie auch zum Tragen kommen. Dies ist nach Ansicht des blockLAB Stuttgart e.V. in der aktuellen Fassung des Referentenentwurfs jedoch nicht gegeben.

Aus Sicht von blockLAB Stuttgart e.V. ist es daher wünschenswert und unabdingbar, dass eine offene Diskussion zwischen Technologie und Finanzmarkt geführt wird, wie dezentrale Kryptowertpapiere gemäß ihres Charakters emittiert und börslich gehandelt werden können - und dies in Übereinstimmung mit den in der Einleitung des Entwurfs genannten Zielen, die wir als blockLAB Stuttgart e.V. vollständig mittragen.

Stuttgart, 14.09.2020

Ansprechpartner

Jochen Kaßberger  
Vorsitzender blockLAB Stuttgart e.V.  
kassberger@blocklab.de  
+49 163 300 23 23

---

<sup>2</sup> Stichworte Kryptowertpapierregisterführer und Regelung zur Verwahrung von Kryptowertpapieren