

lindenpartners

lindenpartners / FRIEDRICHSTRASSE 95 / 10117 BERLIN

Bundesministerium der Finanzen (BMF)
und Bundesministeriums der Justiz und für
Verbraucherschutz (BMJV)

lindenpartners

FRIEDRICHSTRASSE 95
10117 BERLIN
TEL +49 (0)30 755 424 00
FAX +49 (0)30 755 424 99
INFO@LINDENPARTNERS.EU
WWW.LINDENPARTNERS.EU

per E-Mail an Referat
VII B 5@bmf.bund.de
III A 5@bmjv.bund.de
hagen.weiss@bmf.bund.de
barth-be@bmjv.bund.de.

BERLIN, 14. SEPTEMBER 2020

Seiten: 8

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

DOK: 2020/0779342

Stellungnahme zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen sowie des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz für ein Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

Sehr geehrte Frau Höhfeld,
sehr geehrter Herr Franke,
sehr geehrter Herr Weiß,
sehr geehrter Herr Barth,
sehr geehrte Damen und Herren,,

wir nutzen die Gelegenheit und nehmen nachfolgend Stellung zum Referentenentwurf für das im Betreff bezeichnete Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren.

LINDENPARTNERS PARTNERSCHAFT VON RECHTSANWÄLTEN mbB BIRKHOLOZ VARADINEK ASMUS IST EINE PARTNERSCHAFTSGESELLSCHAFT MIT BESCHRÄNKTER BERUFSHAFTUNG MIT SITZ IN BERLIN / AG BERLIN-CHARLOTTENBURG PR 446.

PARTNER SIND: DR. MATTHIAS BIRKHOLOZ, LL.M. / DR. BRIGITTA VARADINEK, MAÎTRE EN DROIT / DR. THOMAS ASMUS, AUCH STB / DR. BODO VON WOLFF, LL.M. / DR. ANNEKE FLATOW / DR. LARS RÖH / DR. FRANK ZINGEL / DR. FRANK EGGERS / DR. ALEXANDER FRHR. VON RUMMEL, LL.M. / DR. NILS IPSEN, LL.M. / ERIC ROMBA / DR. GUIDO WASSMUTH / DR. TOBIAS DE RAET / JAN SCHMIDT-SEIDL / THOMAS WISNIEWSKI / DR. ROBERT OPPENHEIM. ASSOCIATED PARTNER UND ASSOCIATES SIND KEINE MITGLIEDER DER PARTNERSCHAFT.

I. Grundsätzliche Anmerkungen

Die mit dem Gesetzentwurf vorgeschlagenen Änderungen am zivilrechtlichen Wertpapierbegriff sind richtig und wichtig. Deutschland schafft damit die Entmaterialisierung des Wertpapiers und damit die Grundlagen für eine rechtssichere Digitalisierung des Wertpapierhandels. Zudem wird die Gleichwertigkeit zu anderen ausländischen Rechtsordnungen geschaffen.

Gleichzeitig – aus Perspektive von Blockchain- und Distributed-Ledger-Technology (DLT) Unternehmen – reicht der Entwurf nicht soweit wie erhofft und hätte insbesondere für den seit 01. Januar 2020 erlaubnispflichtigen KWG-Kryptoverwahrer auch massive negative Auswirkungen. Obwohl der Tatbestand der Kryptoverwahrung explizit für solche Unternehmen, die die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten, die auch Anlagezwecken dienen, geschaffen wurde, soll die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren zukünftig eine Erlaubnis für das Depotgeschäft erfordern, während der nun regulierte Kryptoverwahrer diese Tätigkeit nicht erbringen darf. Die Depotbanken werden weiter dadurch bevorzugt, dass ihnen die Sicherung kryptographischer Schlüssel in Bezug auf Kryptowerte ohne eine zusätzliche Erlaubnis für die Kryptoverwahrung möglich wird, während den Kryptoverwahrern das Geschäft in Bezug auf Kryptowertpapiere verschlossen bleiben wird. Dem Kryptoverwahrer bleibt nur die Verwahrung von Kryptowerten wie Kryptowährungen oder auch Security Token (Wertpapiere im aufsichtsrechtlichen Sinne), soweit es sich nicht um Kryptowertpapiere (Wertpapiere im zivilrechtlichen Sinn) handelt. Dies kann in Zukunft zu einem Nebeneinander von elektronischen Wertpapieren auf Grundlage eines zivil- und aufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriffs und elektronischen Wertpapieren wie Security-Token, die ausschließlich aufsichtsrechtlich als solche einzuordnen sind und deren Übertragung nicht sachenrechtlichen Regelung unterliegt, sondern abtretungsrechtlichen Regelungen. Dass dem Kryptoverwahrer der zukünftig (zivilrechtlich) regulierte Markt elektronischer Wertpapiere verschlossen bleiben soll, ist gerade angesichts der erheblichen Aufwendungen dieser Unternehmen zur Beantragung der Lizenz im Vertrauen auf die Regulierung, nicht hinnehmbar.

Mit den nun angestrebten Regelungen wird letztlich ein bestehendes System perpetuiert und „digital“ fortgeschrieben. Ein „level-playing-field“ für alle Marktteilnehmer, auch junge Unternehmen der Blockchain-DLT-Branche wird nicht geschaffen. Die bisherigen Institute aus dem Wertpapiermarkt wie CSD, Depotbanken, Wertpapierhandelsbanken verfügen auch in der „neuen

entmaterialisierten Welt“ gegenüber den regulierten Kryptoverwahrern über deutlich bessere Startvoraussetzungen sowie Mittel.

Wenn sich Deutschland im Zusammenspiel mit den sich abzeichnenden europäischen Regelungen der „Markets in Crypto-assets“ (MiCA) und der fachlichen Expertise sowie Förderung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) weiter als wichtigster Krypto-Standard in Europa entwickeln möchte, sind Anpassungen an dem Referentenentwurf notwendig. Aus unserer Beratungspraxis können wir berichten, dass ausländische Marktteilnehmer bewusst Deutschland als Standort wählen, weil sie ein rechtssicheres stabiles Umfeld für eine neue Technologie vorfinden. Die Gesetzgebung ist daher auch immer Standortpolitik. In diesem Punkt wäre es über die nun vorgelegten Änderungen wünschenswert, auch im Rahmen des Kapitalanlagegesetzbuchs digitale und vor allem blockchainbasierte Anteile zu ermöglichen.

Im Folgenden gehen wir im Schwerpunkt auf Fragestellungen zum Thema registerführende Stelle sowie Kryptoverwahrung ein und regen konkrete Anpassungen an.

II. Vorläufige Erlaubnis für Kryptowertpapierregisterführung - Aufnahme von Übergangsfristen und Erweiterung auf erlaubte Kryptoverwahrstellen

Die rechtliche Gleichstellung von Kryptowertpapieren mit urkundlich verbrieften Wertpapieren wird ausdrücklich befürwortet.

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. Das Kryptoverwahrregister soll auf einem dezentralen, fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden (§ 16 Abs. 1 des eWpG-E). Fakt ist, dass im Rahmen von tokenbasierten Wertpapieremissionen (Security Token) heute schon von den Emittenten bzw. Dienstleistern entsprechende Register geführt werden. Für bereits regulierte Kryptoverwahrer, die die Verwahrung und Verwaltung z.B. von Security Token übernehmen, gehört das Führen eines Registers, aus denen sich die Inhaber der Token ergeben, zu einem

nicht unwesentlichen Leistungsangebot. Da der Kryptoverwahrer mit der Distributed Ledger Technology (DLT) aufgrund der von ihnen angebotenen Kryptoverwahrung bestens vertraut ist und zudem bereits von der BaFin beaufsichtigt wird, sollte es für solche mit der Technologie vertraute beaufsichtigte Institute möglich sein, Kryptoverwahrregister ohne zusätzliche Erlaubnis zu führen.

Wie bereits einleitend erläutert, haben Kryptoverwahrer in diesem Jahr einem intensiven und kostenträchtigen Erlaubnisverfahren gestellt, weshalb die Erweiterung der Erlaubnis auch auf die Registerführung gerechtfertigt erscheint. Gegen die Erweiterung der Erlaubnis dürfte aufsichtsrechtlich auch nichts sprechen. Denn die Kryptoverwahrer führen im Rahmen ihrer Tätigkeiten schon heute Register. Ferner sind ihrer Prozesse gegenüber der BaFin dargestellt und die Unternehmen werden organisatorisch, prozessual und IT-technisch beaufsichtigt.

Jedenfalls aber ist es – wie beim Kryptoverwahrungsgeschäft der Fall – sinnvoll, eine Regelung aufzunehmen, die eine vorläufige Erlaubniserteilung mit Einreichung einer Absichtsanzeige bis zur Einreichung eines vollständigen Erlaubnis-antrag vorsieht. Grund hierfür ist, dass es die ersten erlaubten Registerführer (außer eines Zentralverwahrers) andernfalls erst in ca. 24 Monaten von heute an gerechnet geben wird (Dauer des Gesetzgebungsverfahrens, Veröffentlichung Rechtsverordnungen, Verlautbarungen der BaFin zum Erlaubnistatbestand, Erlaubnisverfahren). Es sollte ein echtes Wettbewerbsumfeld geschaffen werden, so dass schon heute betriebene Tätigkeiten weitergeführt und unmittelbar auf die neuen elektronischen Kryptowertpapiere ausgedehnt werden können. Andernfalls könnte aufsichtsrechtlich nur der Zentralverwahrer entsprechende Register führen, was aufgrund des Alleinstellungsmerkmals zu einem immensen Wettbewerbsvorteil führen würde.

III. Hohe Eintrittsbarrieren für registerführende Stellen

Die vorstehenden Anregungen sind insbesondere deswegen auch schlüssig, weil die Eintrittsbarrieren für eine kryptowertpapierregisterführende Stelle, u.a. ein Mindestanfangskapital von EUR 730.000,- vergleichbar dem von Wertpapierhandelsbanken, zu hoch sind.

Die Folge ist, dass zum Inkrafttreten der neuen Regelungen kein Impuls für die Fortentwicklung der Blockchain- und DLT-Technologie im Wertpapierhandel ausgelöst wird, sondern sich ausschließlich etablierte Unternehmen im Zuge einer

Erweiterung ihrer Erlaubnisse die Tätigkeit aufgreifen werden. Aus der Erfahrung heraus bauen etablierte Unternehmen Prozesse und Strukturen erst dann auf, wenn die Nachfrage marktseitig vorhanden ist. Junge Unternehmen, Start-Ups agieren hier anders. Sie schaffen mit Wagniskapital ein Angebot und kreieren hierüber Nachfrage.

Es ist daher derzeit nicht zu erwarten, dass sich mehrere registerführende Stellen etablieren werden, zumal die Kryptowertpapierregisterführung allein nicht dazu führen wird, solche Kryptowertpapiere auf Handelsplätzen (insb. MTFs) handelbar zu machen.

IV. Eintragung von Änderungen des Registerinhalts

§ 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. 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 nicht selbst den entsprechenden Gas-Preis im Fall von Ethereum für die Bearbeitung einer Token-Übertragung beeinflussen kann. Auch dies spräche für eine unter II. vorgeschlagene Regelung.

V. Fortführung des bestehenden Systems aus Depotbanken und Zentralverwahrung auch bei Kryptowertpapieren

Der Gesetzentwurf schafft ein Regulierungsumfeld für Kryptowertpapiere, das sich nahtlos in das bestehende System aus Zentralverwahrung und Depotbanken einfügt. Die Potenziale für die Übertragung und den Handel von DLT-basierten Wertpapieren, insbesondere über öffentliche DLT-Infrastrukturen, werden damit nicht ausgeschöpft. Wertpapier-Emissionen über Kryptowertpapiere dürften gegenüber elektronischen Wertpapieren, die in einem zentralen Register eingebucht werden, deutlich unattraktiver werden.

Die Lizenz als Kryptoverwahrer wird damit ebenso deutlich unattraktiver, da eine Verwahrung von Kryptowertpapieren ohne Lizenz für das Depotgeschäft nicht

mehr erfolgen kann. Für Kryptoverwahrer, die erst kürzlich die Erlaubnis beantragt haben und hierfür massive Investitionen (Personal, Strukturen und Prozesse, Beraterkosten) vorgenommen haben, birgt der aktuelle Gesetzesentwurf damit eine große Gefahr. Nicht wenige Kryptoverwahrer haben die Lizenz gerade im Hinblick auf die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten zu Anlagezwecken (Security Token) beantragt. Wird der Markt zukünftig – statt bisheriger Security Token Offerings (STOs) – nur noch Kryptowertepapiere auf der Grundlage des eWpP-E emittieren, bricht diesen Unternehmen ein wichtiger Markt weg. Profitieren werden die etablierten Marktteilnehmer wie Depotbanken und Zentralverwahrer zu Lasten gerade der Unternehmen, die die Innovation von Blockchain und DLT vorangetrieben haben und sich erst kürzlich der Beaufsichtigung unterzogen haben.

Da es sich bei Kryptowertpapieren letztlich um Kryptowerte zu Anlagezwecken handelt, muss auch Kryptoverwahren zukünftig die Verwahrung und Verwaltung möglich sein. Kryptoverwahrer sollen nicht besser gestellt werden als Depotbanken, aber in Anbetracht der erst kürzlich erfolgten Regulierung auch nicht schlechter.

Notwendig wäre es daher, für die Kategorie der Kryptowertpapiere die Möglichkeit der Sammeleintragung auch auf den Namen eines Kryptoverwahrers in ein Kryptowertpapierregister zu ermöglichen, sodass auch Kryptoverwahrer solche Kryptowertpapiere verwahren und verwalten können.

VI. 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 öffentliche 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 Verwahrers 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."

Dadurch stellt sich die 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 stattfindet. Sofern im System des Zentralverwahrers eine Abwicklung überhaupt stattfinden kann, stellt sich die weitere Frage, ob das System des Effekten giros kompatibel mit der Führung eines Kryptowertpapierregisters ist. Die Führung eines zentralen Registers und die Einbuchung im Effekten giro 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 (Effekten giroverkehr) eines Zentralverwahrers faktisch ausgeschlossen wird, ist nicht eindeutig und sollte ausdrücklich klargestellt werden.

Das Erfordernis der Einbuchung von Wertpapieren im Effekten giro 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 MiCA wünschenswert, die Anbindung an einen Handelsplatz (MTF) auch ohne die Einbindung eines Zentralverwahrers in Betracht zu ziehen. Da zumindest nach dem DepotG auch eine Depotbank zur Sammelverwahrung berechtigt ist, wäre es wünschenswert eine Infrastruktur zu ermöglichen, die eine Handelsabwicklung über Depotbanken oder Kryptoverwahrer 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.

Gegen die Veröffentlichung unserer Stellungnahme bestehen keine Bedenken. Wir danken Dr. Anika Patz für ihren wertvollen Beitrag.

Mit freundlichen Grüßen



Eric Romba
Rechtsanwalt



Dr. Robert Oppenheim
Rechtsanwalt