

Stellungnahme

zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische
Behandlung von elektronischen Wertpapieren
und Krypto-Token“ vom 7. März 2019

Kontakt:

Miye Kohlhase

Direktorin

Telefon: +49 30 1663-3310

E-Mail: miye.kohlhase@bdb.de

Berlin, 12. April 2019

Federführer:

Bundesverband deutscher Banken e. V.

Burgstraße 28 | 10178 Berlin

Telefon: +49 30 1663-0

Telefax: +49 30 1663-1399

www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

A. Allgemeine Anmerkungen

Wir begrüßen die mit dem Eckpunkt Papier als erste Konkretisierung der Blockchain-Strategie angestrebte Diskussion zu zivil- und aufsichtsrechtlichen Aspekten elektronischer Schuldverschreibungen und „Krypto-Token“. Im Hinblick auf die Ausführungen zu elektronischen Schuldverschreibungen im Eckpunkt Papier halten wir die vorgesehene Gleichstellung von den von privaten Emittenten begebenen elektronischen Schuldverschreibungen mit solchen nach dem Bundesschuldenwesengesetz (BSchWG) und in der Folge den Wegfall einer papierhaften Urkunde für einen grundsätzlich geeigneten Weg der Umsetzung. Mit der beschriebenen Eintragung einer elektronischen Schuldverschreibung in ein Wertpapierregister wird dabei eine pragmatische Implementierung aufgezeigt.

Hieran sollten sich jedoch in jedem Fall Überlegungen zu Übertragungstatbeständen anschließen, also wie Anleger die auf solche Weise entstehenden Schuldverschreibungen erwerben können, welche Rechtsstellung sie haben und auf welcher rechtlichen Grundlage sie über diese weiterverfügen können. Denn bei elektronisch begebenen Schuldverschreibungen fehlt es an einer „Sache“, die Anknüpfungspunkt für die sachenrechtlichen Übertragungsregeln wäre.

Bei der regulatorischen Behandlung von elektronischen Wertpapieren und „Krypto-Token“ sollte beachtet werden, dass für den Finanzmarkt, insbesondere auch in Bezug auf Finanzinstrumente (unabhängig von ihrer rechtlichen Einordnung und technischen Form), aufsichtsrechtliche Vorgaben existieren, die im öffentlichen Interesse Schutzmechanismen etabliert haben. Diese Schutzmechanismen, die unter anderem die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und den Anlegerschutz sicherstellen und damit einem volkswirtschaftlichen Nutzen dienen, müssen auch für elektronische Wertpapiere und „Krypto-Token“ gelten.

So sehr wir begrüßen, dass die Bundesregierung einem architektonischen Wandel auch im Finanzsektor offen gegenübersteht, so sehr sind wir davon überzeugt, dass der Einsatz neuer Technologien nur dann erfolgreich sein kann, wenn diese Schutzmechanismen auch künftig fortgelten. Dabei sollten die Aufgaben und Funktionen, die von regulierten Intermediären wie zum Beispiel Kreditinstituten wahrgenommen werden, ausreichend Berücksichtigung finden. Der Einsatz neuer Technik führt zwar zu Änderungen von Verfahrensabläufen, nicht aber zur Änderung schutzbedürftiger Sachverhalte.

Auch erscheint uns noch unklar, welches Konzept die Bundesregierung mit den vorgelegten Eckpunkten verfolgen möchte. Klärungsbedürftig wäre aus unserer Sicht insbesondere, ob die Überlegungen zu einem kompletten Systemwechsel führen sollen, also ob künftig alle bestehenden Wertpapiere dematerialisiert sein sollen und sodann bestimmte dieser dematerialisierten Wertpapiere mittels Blockchain-Technologie begeben werden können (sogenannte „große Reform“). Demgegenüber wäre auch möglich, zusätzlich zu konventionellen Wertpapieren optional die Begebung von Wertpapieren in elektronischer Form zu ermöglichen und hierbei schrittweise nach einzelnen Wertpapierarten (Schuldverschreibungen, Aktien, Fondsanteile) vorzugehen (sogenannte „kleine Reform“). Ob und inwiefern dabei die Blockchain-Technologie oder andere technische Mittel zum Einsatz kommen können, wäre im Rahmen der Reformüberlegungen zu erörtern. Eine kleine Reform scheint uns vor allem mit Blick auf Geschwindigkeit und Umfang der anzupassenden Vorschriften vorzugswürdig, da auf ein bestehendes, bewährtes Regelungskonzept aufgebaut werden kann. Je nach Art der Reform stellt sich eine Fülle weiterer Detailfragen, insbesondere auch hinsichtlich eines etwaigen Anpassungsbedarfs aufsichtsrechtlicher Vorgaben.

Unsere Anmerkungen führen wir in den folgenden Abschnitten weiter im Detail aus.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.

12. April 2019

B. Zusammenfassung

- Die Deutsche Kreditwirtschaft (DK) begrüßt die mit dem Eckpunktepapier angestoßene Diskussion zu zivil- und aufsichtsrechtlichen Aspekten elektronischer Wertpapiere und Krypto-Token.
- Die DK würde ein harmonisiertes Regelwerk für die Begebung von Wertpapieren begrüßen, bei dem urkundenbasierte Emissionen **gleichberechtigt** neben urkundenlosen Emissionen stehen. Hierbei wäre auch der mögliche Einsatz neuer Technologien (wie z.B. „Blockchain“, aber auch andere) zu diskutieren.
- Hinsichtlich der aufsichtsrechtlichen Behandlung müssen elektronische Wertpapiere ebenfalls wie konventionelle Wertpapiere behandelt werden („**substance over form**“). Das heißt, dass bestehende Vorschriften für Wertpapiere uneingeschränkt zur Anwendung kommen („**same risk, same rules**“). Anderenfalls bestünde die Gefahr regulatorischer Arbitrage, die in missbräuchlichem Verhalten, der Schädigung von Anlegern und letztlich in der Störung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes resultieren könnte.
- Die Wertpapierurkunde ist nicht lediglich unerwünschtes Formerfordernis, sondern **Anknüpfungspunkt für sachenrechtliche Übertragungstatbestände**. Beispiel: Eine Inhaberschuldverschreibung ohne Urkunde ist kein Wertpapier, sondern eine Kreditforderung. Sollten elektronische Wertpapiere als Wertpapiere anzusehen sein, müsste auch geregelt werden, nach welchen **zivilrechtlichen Grundsätzen sie übertragen werden** können: §§ 398 ff., §§ 929 ff. BGB oder neue Regelungen.
- Zudem wäre zu regeln, welche Voraussetzungen **Forderungen** erfüllen müssen, um durch Eintragung in ein Register **als Wertpapiere zu gelten**, da nicht jede Geldforderung zwangsläufig als Wertpapier angesehen werden muss.
- Je nach zivilrechtlicher Einordnung könnte Anpassungsbedarf auch in bilanz- und/oder steuerrechtlicher Hinsicht entstehen.
- Soll das Register einen öffentlichen Glauben entfalten, kommen als Registerführer **nur staatlich zugelassene und beaufsichtigte Stellen** in Frage.
- Wenn die Blockchain-Technologie zur Registerführung zum Einsatz kommen soll, bedarf es aus Sicht der DK weitergehender Überlegungen in verschiedener Hinsicht. Neben der zivilrechtlichen Einordnung wäre zu klären, wer bzw. wie die heute **von Intermediären ausgeübten Funktionen** künftig sicherstellt bzw. sichergestellt werden (z.B. Kapitalertragsteuerabzug, Ausstellen von Steuerbescheinigungen, Identitätsprüfung von Anlegern und Ausübung verschiedener Schutzfunktionen – zum Beispiel hinsichtlich Anlegerschutz, Marktintegrität, Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorfinanzierung, Risikoaufklärung sowie Anlageberatung), und zum Umgang mit der **Unumkehrbarkeit** bestimmter digitalisierter Prozesse.
- Denn die Funktionsweise von auf Blockchain-Technologie basierenden, **verteilten Registern** ist grundlegend anders als die konventioneller Abwicklungssysteme oder **zentral geführter Register**, was sowohl für die zivilrechtliche Einordnung (zum Beispiel für das Konzept Verwahrung und für die **Aufgaben, Rollen und Verantwortlichkeiten von Beteiligten**) als auch für die Beurteilung eines etwaigen Anpassungsbedarfs von aufsichtsrechtlichen Vorgaben bedeutsam ist. Eine Befassung allein im Rahmen einer Rechtsverordnung erscheint uns nicht ausreichend.
- Zentral erscheint uns auch die Frage, wie und in welcher Form Geld in einem Wertpapiersystem nach neuer Konzeption eingebunden wäre. Für die Abwicklung von Wertpapiergeschäften bedürfte es grundsätzlich der Möglichkeit, **Zentralbankgeld**, zumindest jedoch **Geschäftsbankgeld**, zu verwenden.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.

12. April 2019

- Auch hinsichtlich Utility-Token sollten die Grundsätze „substance over form“ und „same risk, same rules“ Anwendung finden, d.h. soweit sie Finanzinstrumente darstellen, müssen bestehende aufsichtsrechtliche Vorgaben Anwendung finden. Auch eine Klarstellung in steuerlicher Hinsicht wäre wünschenswert.

C. Elektronische Wertpapiere

I. Technologieneutralität der angestrebten Regelung

Wir unterstützen nachdrücklich den im Eckpunktepapier zum Ausdruck kommenden Ansatz einer technologieneutralen Regelung. Dieser Ansatz ist nicht nur deshalb geboten, da die elektronische Entstehung von Wertpapieren – richtigerweise – auch außerhalb der Blockchain-Technologie ermöglicht werden sollte. Vielmehr gibt es bekanntlich auch nicht die „eine“ Blockchain-Technologie. Es handelt sich dabei lediglich um einen Sammelbegriff, unter dem unterschiedliche Betreibermodelle (public versus private) und verschiedene Varianten sowie Konzepte (vgl. hierzu näher unter C.IV.1.) zusammengefasst werden. Da einerseits vor dem Hintergrund des frühen Entwicklungsstadiums und der dynamischen Entwicklung der Technologie eine rechtsverbindliche Definition von „Blockchain“ kaum möglich ist, andererseits derzeit nicht verlässlich vorhergesagt werden kann, ob sich diese Technologie bzw. welche Varianten sich dauerhaft durchsetzen werden oder ob andere Technologien Blockchainsysteme ablösen werden, sollte eine Regulierung Neutralität gegenüber allen in diesem Zusammenhang potentiell einsetzbaren Technologien aufweisen. Insbesondere sollte **vermieden werden, dass anstelle der** als nicht technikneutral empfundenen **Wertpapierurkunde künftig andere fest vorgegebene (technische) Formen** treten. Auch darf der Einsatz neuer Verfahren oder technischer Möglichkeiten nicht dazu führen, dass der Anleger-schutz, die Marktintegrität, das Funktionieren des Kapitalmarktes oder andere öffentliche Interessen ausgehebelt werden.

In diesem Zusammenhang machen wir jedoch darauf aufmerksam, dass das Erfordernis einer Wertpapierurkunde **nicht lediglich ein Formerfordernis** darstellt, sondern die Urkunde wesentlicher Anknüpfungspunkt ist, wodurch schuldrechtliche Forderungen der Anwendung sachenrechtlicher Regelungen zugänglich gemacht werden. Das Eckpunktepapier verweist daher in II.2 (Seite 3) völlig zurecht neben der Dokumentationsfunktion auch auf die weiteren Kernfunktionen des Wertpapiers. Ein elektronisches Wertpapier muss auch diese Kernfunktionen erfüllen können.

Vor dem Hintergrund der Technologieneutralität sollten daher auch die im Eckpunktepapier (wohl lediglich zur besseren Abgrenzung und Verständlichkeit) benutzten Begrifflichkeiten wie „Blockchain-Wertpapierregister“ oder „Blockchain-Schuldverschreibungen“ in der noch erfolgenden gesetzlichen Regelung vermieden und auch insoweit technologieneutrale Begriffe verwendet werden.

Technisch denkbar und möglich wäre, dass alle Arten von Forderungen künftig durch Eintragung in ein Wertpapierregister als Wertpapiere anzusehen sind, was vermutlich nicht erwünscht ist. So sollte erörtert werden, unter welchen Voraussetzungen welche Forderungen „wertpapierregisterfähig“ sein können und damit zu Wertpapieren werden. Dies mag auf den ersten Blick nicht technologieneutral erscheinen. Jedoch illustriert die Aufzählung „allgemeine Geldforderungen, Kreditforderungen, Schuldscheindarlehen, Namensschuldverschreibungen, Inhaberschuldverschreibungen“ die potentiellen Abgrenzungsschwierigkeiten bei der Zuordnung zu verschiedenen Rechtsgebieten, die auch heute schon nicht allein anhand des Vorhandenseins einer „Urkunde“ vorgenommen wird.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Eine Anwendung schuldrechtlicher oder sachenrechtlicher Grundsätze könnte zudem auch Folgen für die bilanzielle Einordnung haben und Anpassungsbedarf bei steuerrechtlichen Vorschriften hervorrufen.

II. Zivilrechtliche Aspekte

1. Elektronische Entstehung von Wertpapieren

a. Eintragung in ein Wertpapierregister

In dem Eckpunktepapier wird vorgeschlagen, dass elektronische Wertpapiere „nach dem Vorbild des Bundesschuldenwesengesetzes“ durch Eintragung in ein Register entstehen können sollen (Nr. II 2 des Eckpunktepapieres). Diesen Vorschlag begrüßt die Deutsche Kreditwirtschaft.

Nach dem BSchWG können der Bund und seine Sondervermögen Schuldverschreibungen dadurch begeben, dass Schuldbuchforderungen auf den Namen einer Wertpapiersammelbank in das Bundesschuldbuch eingetragen werden. Dadurch entsteht eine Sammelschuldbuchforderung (§ 6 Abs. 1 BSchWG). Das BSchWG bestimmt weiter, dass die Sammelschuldbuchforderung als **Wertpapiersammelbestand** gilt (§ 6 Abs. 2 Satz 1 BSchWG). Die Begründung eines Wertpapiers und die Begründung eines Wertpapiersammelbestandes fallen also **in einem Akt zusammen**, wenn die Schuldbuchforderung als Sammelschuldbuchforderung auf den Namen einer Wertpapiersammelbank in das Bundesschuldbuch eingetragen wird. Durch die Eintragung auf den Namen einer Wertpapiersammelbank ist zum einen die Ausfertigung einer Wertpapierurkunde entbehrlich und zum anderen wird die so entstehende Emission automatisch ins Depotrecht überführt, d.h. mit der Eintragung der Schuldbuchforderung wird gleichzeitig die Übergabe einer Sammelurkunde zur Verwahrung an die Wertpapiersammelbank fingiert. Folglich wird auch die Anwendung der Vorschriften des Depotgesetzes (DepotG) angeordnet.

Die Eintragung im Bundesschuldbuch auf andere Gläubiger als die Wertpapiersammelbank lässt demgegenüber jedoch kein Wertpapier entstehen. Vielmehr bestimmt § 7 Abs. 1 BSchWG, dass einzelne Anleger während der Laufzeit einer Sammelschuldbuchforderung unter näher bestimmten Umständen verlangen können, dass ihr Anteil daran durch Eintragung in das Einzelschuldbuch in eine auf ihren Namen lautende Buchforderung (Einzelschuldbuchforderung) **umgewandelt** wird. Die Übermittlung des Antrags erfolgt durch die eingetragene Wertpapiersammelbank. Durch die Eintragung wird eine Einzelschuldbuchforderung in Höhe des Anteils begründet, die jedoch **Forderung und kein Wertpapier** ist.

Auch die Begründung einer Einzelschuldbuchforderung unmittelbar durch den Ersterwerb vom Emittenten gemäß § 7 Abs. 2 Nr. 1 BSchWG führt nicht zur Entstehung eines Wertpapiers, auch nicht fiktiv. Besonders deutlich wird die Einordnung als Forderung und nicht als Wertpapier im Falle der Begründung einer Einzelschuldbuchforderung im Falle des § 7 Abs. 2 Nr. 2 BSchWG, wonach bestehende Wertpapiere durch Einlieferung in eine Buchforderung umgewandelt werden und zum Zeitpunkt der Eintragung der Einzelschuldbuchforderung die Rechte des Anlegers an den eingelieferten Wertpapieren erlöschen.

b. Entstehen von Wertpapieren und Wertpapiersammelbestand

Wenn wir die Ausführungen in dem Eckpunktepapier richtig verstehen, soll künftig jedoch bereits durch die Eintragung in ein Register ein Wertpapier entstehen (Nr. II 2 des Eckpunktepapieres), aber noch kein (depotrechtlicher) Wertpapiersammelbestand begründet werden. Mithin bezieht sich der Vorschlag aus dem Eckpunktepapier offenbar nicht auf Regelungen zur Sammelschuldbuchforderung (§ 6 BSchWG), was jedoch durchaus denkbar wäre. Gerade für konventionelle Wertpapersysteme wäre eine Lösung,

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

nach der die Eintragung einer Emission in ein Register auch einen depotrechtlichen Wertpapiersammelbestand begründen würde, sehr gut geeignet.

Die Entstehung eines Wertpapiers durch elektronische Erfassung und Eintragung in einem näher bestimmten Wertpapierregister (durch gesetzliche Fiktion) ohne gleichzeitige Begründung eines Wertpapiersammelbestandes erscheint uns grundsätzlich ebenfalls denkbar und möglich.

Wir schlagen jedoch insgesamt vor, auf den Begriff „elektronisches Wertpapier“ zu verzichten und insofern allenfalls vom „elektronischen Entstehen eines Wertpapiers“ oder von der „elektronischen Begebung eines Wertpapiers“ zu sprechen.

Soweit allein ein Wertpapier, aber nicht auch gleichzeitig ein Wertpapiersammelbestand entstehen soll, wäre zunächst lediglich die im Diskussionspapier angesprochene Dokumentationsfunktion der Wertpapierurkunde durch Erfassung der Rechte in einem Wertpapierregister ersetzt. Wesentliche rechtliche Entscheidungen über die Übertragungstatbestände (und die weiteren Kernfunktionen der Urkunde) stünden weiterhin aus.

Damit dürften sich entscheidende Überlegungen anschließen, nämlich wie der Anleger an die Rechte aus der elektronischen Begebung (privater Emittenten) gelangt und ob und wie er diese Rechte später an andere Personen übertragen kann. Wenn das BSchuWG als Vorbild genommen wird, wäre zu entscheiden, ob Verfügungen über die Wertpapiere nach dem Gedanken des § 6 BSchuWG oder nach §§ 7, 8 BSchuWG oder konstitutiv durch Einigung und Eintragung (sui generis) stattfinden sollen.

2. Übertragung elektronischer Wertpapiere

Zwar scheint eine gesetzliche Fiktion, nach der in einem elektronischen Register eingetragene Forderungen als Wertpapiere zu behandeln sind, zunächst auch die Frage zu erübrigen, ob „ein elektronisches Wertpapier“ eine Sache ist oder ein Recht sui generis. Es wäre im rechtlichen Sinne ein Wertpapier wie jedes andere Wertpapier auch. Die im Eckpunktepapier angedeuteten alternativen Überlegungen zur Einführung eines neuen Rechts sui generis (nach dem Vorbild des schweizerischen Bucheffektengesetzes) zeigen jedoch ganz richtig auf, dass die Entstehung eines Wertpapiers ohne Wertpapierurkunde allein nicht zielführend wäre.

Denn trotz gesetzlicher Anordnung, eine in einem näher zu bestimmenden Wertpapierregister eingetragene Forderung sei als Wertpapier anzusehen, würde die Verkörperung in einer Sache – anders eben als bei der Urkunde – bei einer bloßen Eintragung im Register fehlen. Das wirft zwangsläufig die Frage nach den Übertragungstatbeständen auf, also wie das Eigentum an der Forderung, die als Wertpapier anzusehen ist, erworben bzw. übertragen werden kann.

Üblicherweise werden Wertpapiere - wie andere Sachen - nach deutschem Recht gemäß §§ 929 ff. BGB durch Einigung und Übergabe (bzw. Übergabesurrogat) übertragen. Eine Übergabe würde jedoch mangels körperlichem Gegenstand ausscheiden. Auch die im konventionellen Wertpapiergeschäft üblichen Übergabesurrogate (Weisung an den Besitzmittler/Umstellung des Besitzmittlungswillens, Besitzkonstitut, Abtretung des Herausgabeanspruchs, vgl. hierzu Hellner/Steuer/Kreße, Bankrecht und Bankpraxis, Depotgeschäft, Rn 8/103ff.) scheiden damit aus.

Die Rechtsnatur von nicht-verbrieften Wertrechten ist bekanntlich umstritten. § 6 Abs. 2 Satz 2 BSchuWG bestimmt daher ausdrücklich, dass die **Gläubiger** der Sammelschuldbuchforderung **als Miteigentümer nach Bruchteilen** gelten. Konsequenterweise ordnet die Rechtsfolgenverweisung des § 6 Abs. 2 Satz 6

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.

12. April 2019

BSchuWG an, dass die **Vorschriften des Depotgesetzes** (und somit auch die einschlägigen sachenrechtlichen Grundsätze) entsprechend anzuwenden sind. Es stellt sich daher die entscheidende Frage, ob „elektronische Schuldverschreibungen“ künftig ebenfalls als Sammelschuldbuchforderung begeben und die Gläubiger als Miteigentümer nach Bruchteilen angesehen werden sollen. Daran würde sich die Frage anknüpfen, ob und inwieweit die Emission auf den Namen der Wertpapiersammelbank oder gegebenenfalls auf andere geeignete Treuhänder einzutragen wäre und die depotrechtlichen Vorschriften zur Anwendung kommen sollen.

Eine analoge Anwendung von § 892 BGB dürfte jedenfalls ausscheiden, da die „elektronische Schuldverschreibung“ kein Grundstück sein soll.

Sollten die Überlegungen des Eckpunktepapiers dahin gehen, dass eine wie gemäß § 7 BSchuWG auf den Anleger eingetragene Einzelschuldbuchforderung als Wertpapier anzusehen wäre, wäre zu bedenken, dass zumindest nach dem BSchuWG zwar eine Anleiheverpflichtung des Bundes erst durch die Eintragung im Schuldbuch begründet wird, jedoch die Eintragungen zugunsten des Erwerbers einer Schuldbuchforderung gerade nicht rechtsbegründend sind, sondern sich Änderungen an dem materiellen Bestand der Schuldbuchforderungen außerhalb des Schuldbuches nach materiellem Recht vollziehen (vgl. Scherer/Löber, DepotG, § 42 Nr. 5 m.w.N.). Einzelschuldbuchforderungen werden nicht nach sachenrechtlichen Grundsätzen übertragen, sondern nach §§ 398 ff. BGB. Gegenüber dem Schuldner (Emittenten) werden die Verfügungen gemäß § 8 Abs. 1 BSchuWG erst mit der Eintragung im Bundesschuldbuch wirksam.

Wir regen daher die weitergehende Erörterung an, ob für konventionelle Wertpapiere sowie für Wertpapiere, die auf elektronische Art begeben werden, künftig neue Übertragungstatbestände sui generis zu schaffen wären, oder ob eine Übertragung von Wertpapieren, die auf elektronische Art begeben worden sind, nach sachenrechtlichen Grundsätzen vollzogen werden soll. Im letztgenannten Fall müsste insbesondere eine Lösung aufgezeigt werden, wie die Übergabe in Ermangelung eines körperlichen Gegenstandes zu bewerkstelligen wäre.

Dabei dürfte auch zu erörtern sein, wie das „Wertpapierregister“, das die „elektronischen Schuldverschreibungen“ erfasst, funktioniert und welche Voraussetzungen es aufweisen muss. Diese Überlegungen dürften nicht nur technische Spezifikationen betreffen, die gemäß Eckpunktepapier Gegenstand einer Rechtsverordnung sein sollen, sondern auch konzeptionelle Überlegungen, wer Registerführer sein kann, welche Aufgaben und Dienstleistungen er übernimmt und welche Wirkungen Veränderungen der Eintragungen haben sollen. Wir stimmen den Ausführungen im Eckpunktepapier zu, dass an die Verlässlichkeit der Registerführung und die Richtigkeit des Registerinhalts hohe Anforderungen zu stellen sind, ganz besonders dann, wenn das Wertpapierregister einen öffentlichen Glauben an seine Richtigkeit begründen können soll. In diesem Zusammenhang dürften auch die Ausführungen im Eckpunktepapier zu verstehen sein, wonach die Registerführung durch eine staatliche oder unter staatlicher Aufsicht stehende Stelle erfolgen soll. Wertpapierverwahrer wie Banken, Sparkassen und Zentralverwahrer, die bereits heute Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Begebung, Verwahrung und Abwicklung von Wertpapieren erbringen, kommen als Registerführer in Betracht, weil die Registerführung die heutigen Dienstleistungen ersetzen würde und sie bereits staatlich beaufsichtigt sind.

Daneben bedarf es zusätzlich der rechtssicheren Einordnung, durch welche Aspekte des Wertpapierregisters die Legitimationsfunktion, die Liberationswirkung und die Übertragungsfunktion adressiert werden und wie diese Funktionen umgesetzt werden.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Speziell zu Fragestellungen im Zusammenhang mit verteilten Registern unter Einsatz neuer Technologien verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt C.IV. weiter unten. Diese berücksichtigen auch Aspekte zur Bewertung von Emittenten, Zentralverwahrern und anderen Personen als Betreiber von verteilten Registern.

3. Gutgläubensschutz

Fraglich ist auch, ob sich die Öffentlichkeit auf einen guten Glauben in Bezug auf die Eintragungen im Wertpapierregister berufen können soll. Wir verstehen die Ausführungen im Eckpunktepapier in diese Richtung. Somit kommen als Wertpapierregisterführer (neben staatlichen Stellen) nur staatlich überwachte Stellen in Betracht.

4. Verwahrung elektronischer Wertpapiere

Ausweislich des Eckpunktepapiers (Nr. II. 3) soll die bloße „Erfassung elektronischer Wertpapiere in einem Wertpapierregister“ keine Verwahrung dieser Wertpapiere darstellen. Gemeint ist wohl, dass die Begründung eines Wertpapiers durch Eintragung in ein elektronisches Register noch keine Verwahrung darstellen und ein Registerführer damit offenbar kein Depotgeschäft betreiben soll.

Keine Ausführungen erhält das Eckpunktepapier jedoch dazu, ob und wie ein elektronisch begebenes Wertpapier in die Girosammelverwahrung aufgenommen werden kann und nach welchen Grundsätzen eine Übertragung überhaupt stattfinden kann (vgl. hierzu auch unsere Anregung zu diesbezüglichen Überlegungen oben in C.II.2). Es führt lediglich aus, dass unkörperliche Gegenstände verwahrt werden könnten. Gemäß § 688 BGB hat der Verwahrer die Verpflichtung, eine ihm übergebene bewegliche Sache aufzubewahren. Nach unserer Einschätzung müsste der Gesetzgeber daher neben der Frage, wie elektronisch begebene Wertpapiere übertragen werden, auch überlegen, ob und wie eine Verwahrung dieser Wertpapiere stattfinden soll und ob die Eintragung im Register nicht auch die Verwahrung erfordert und somit den entsprechenden rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Vorgaben zu genügen hat. Denn wenn durch die Registrierung die Urkunde ersetzt wird, und daher die Funktion der Urkunde substituiert, liegt nahe, dass die Registerführung die Verwahrfunktion ersetzt und damit der Registerführer künftig die Anforderungen eines Verwahrers erfüllen muss, insbesondere wenn durch die Registereintragungen Übertragungen des Wertpapiers bewerkstelligt werden. Für den Fall, dass ein Treuhänder für die Emission eingetragen wird (analog § 6 BSchWG), käme als Verwahrer hingegen der Treuhänder in Betracht.

Nach dem Eckpunktepapier soll auch die Verbuchung auf Depotkonten möglich sein. Für diesen Fall sollen die Vorschriften über die Verwahrung von Wertpapieren gelten. Damit sind offenbar die depotrechtlichen Vorschriften gemeint. Dies würde dafür sprechen, dass der Gesetzgeber in Anlehnung an das BSchWG eine Begründung eines Sammelbestandes vorsehen und wie in § 6 BSchWG eine Eintragung auf den Namen eines Treuhänders mit sachenrechtlicher Einordnung der Wertpapiere in Erwägung ziehen soll. Hiernach würde der Registerführer in der Tat kein Depotgeschäft betreiben, also die Wertpapiere nicht verwahren, sondern nur der für die Emission im Wertpapierregister eingetragene Treuhänder. Dieser würde die nicht-körperlichen Wertpapiere auch nach den Vorschriften des DepotG verwahren, wie bereits heute im Fall des § 6 BSchWG. Mit Ausnahme des Wegfalls der Wertpapierurkunde würde sich nach unserer Einschätzung dadurch nichts gegenüber der heutigen Praxis im Wertpapiergeschäft ändern. Zudem wäre auch der Einsatz neuer Technologien nicht erforderlich.

Ob das elektronische Register ein Depotkonto ersetzen oder ihm gleichgestellt sein soll, oder ob das depotführende Kreditinstitut in das Wertpapierregister eingetragen wird, bleibt nach dem Eckpunktepapier

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.

12. April 2019

offen. Wenn allerdings der Registerführer nach den Überlegungen im Eckpunktepapier keine Verwahrung der Wertpapiere durchführen soll, kann das Register allein dem Zweck dienen, den Treuhänder für die Gesamtemission einzutragen anstelle ihm die (Global-) Urkunde zur physischen Verwahrung anzuvertrauen.

Zu ergänzen wäre noch, dass die Verwahrung in der heutigen Wertpapierpraxis nicht isoliert stattfindet, sondern der Verwahrer regelmäßig auch die Verwaltung von Wertpapieren übernimmt, zum Beispiel die Unterrichtung der Anleger über Kapitalmaßnahmen oder die Durchführung dieser Kapitalmaßnahmen. Das Eckpunktepapier lässt offen, wie sich die Bundesregierung die Wertpapierverwaltung in einem künftigen Reformkonzept vorstellt. Dies bedarf vor allem bei solchen Verwaltungsmaßnahmen weiterer Diskussion, die nicht automatisiert (zum Beispiel bei Anwendung der Blockchain-Technologie mittels sogenanntem Smart Contract) durchgeführt werden oder werden können.

Allerdings ist dem Eckpunktepapier nach unserer Einschätzung nicht zu entnehmen, welche Ziele oder Zwecksetzung die Bundesregierung mit der Nutzung der Blockchain-Technologie in Bezug auf Wertpapierregister verfolgt und welche bislang durch Intermediäre durchgeführten Aufgaben künftig durch die Technik oder von den am Register Beteiligten zu übernehmen wären.

5. Internationales Privatrecht

Der international-privatrechtliche Anknüpfungspunkt an das auf das Wertpapierregister anwendbare Aufsichtsrecht wäre im Zusammenhang mit einem verteilten Register sicherlich ungewöhnlich. Jedenfalls erscheint eine solche Anknüpfung denkbar, solange damit nur Eintragungen in ein zentral geführtes Register erfasst werden. So besteht bereits mit § 17a DepotG eine entsprechende Regelung. Allerdings müsste die Registereintragung sich auf den Verfügenden und den Verfügungsbegünstigten beziehen, was – wie beim § 6 BSchWG – gerade dann nicht der Fall wäre, wenn mit der Eintragung ein Wertpapiersammelbestand entsteht und der Treuhänder für die Emission in das Register eingetragen wird.

III. Aufsichtsrechtliche Aspekte

1. Anlegerschutz bei Führung eines Wertpapierregisters

Die Ausführungen zum Anlegerschutz bei Führung eines Wertpapierregisters greifen nach unserer Einschätzung zunächst zu kurz, da sie sich allein auf das Manipulationsrisiko bei Führung des Wertpapierregisters auf einer Blockchain konzentrieren. Manipulationsrisiken bestehen aber potentiell auch bei anderen denkbaren Formen elektronischer Wertpapierregister und sollten damit ebenfalls adressiert werden.

Darüber hinaus wäre zu beachten, dass die Verwahrung und Verwaltung von (auch elektronisch begebenen) Wertpapieren für andere (Depotgeschäft) bereits heute nach dem Kreditwesengesetz (KWG) nur von zugelassenen und beaufsichtigten Kreditinstituten oder eingeschränkt von Finanzdienstleistungsinstituten erbracht werden darf. Auch aus Anlegerschutzgründen bestimmt das KWG darüber hinaus – basierend auf EU-Recht –, dass bestimmte weitere wertpapierbezogene Dienstleistungen gewerbsmäßig nur von solchen Instituten erbracht werden dürfen (z.B. Finanzkommissionsgeschäft, Pfandbriefgeschäft, Emissionsgeschäft, Anlageberatung, Betrieb eines multilateralen Handelssystems usw.). Auch der Zugang zu Handelsplätzen, zum Beispiel zu Börsen, ist aus vielfältigen Gründen nur bestimmten Instituten vorbehalten. Die zivilrechtliche Einordnung von Dienstleistungen hinsichtlich elektronisch begründeter Wertpapiere dürfte damit auch für die Anwendbarkeit des KWG ausschlaggebend sein sowie für die Frage, wer Registerführer mit welchen Aufgaben sein kann.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Ferner müssten alle Vorschriften, die für Wertpapiere zur Anwendung kommen, grundsätzlich auch für Wertpapiere gelten, die elektronisch begeben werden („**substance over form**“), einschließlich anleger-schützenden Vorschriften. Dies dürfte nicht nur für die Führung des Wertpapierregisters selbst gelten, sondern auch für alle Dienstleistungen die in Bezug auf Wertpapiere, die in solchen Registern geführt werden, erbracht werden („**same risk, same rules**“). Je nach Reformkonzept wären diese Vorgaben im Einzelnen auf einen etwaigen Anpassungsbedarf zu untersuchen, da die Dienstleistungen gegenüber diesen Wertpapieren anders ausgestaltet sein können sowie die Abwicklungsprozesse, die den Vorgaben zugrunde liegen, ggf. erheblich verändert werden würden.

Es müssen also für elektronisch begebene Wertpapiere die gleichen aufsichtsrechtlichen Regeln gelten wie für die Wertpapiere, die funktional durch die elektronische Begebung ersetzt werden. Anderenfalls entstünde die **Gefahr regulatorischer Arbitrage**, was die über Jahrzehnte etablierten Schutzmechanismen eines effizient funktionierenden Systems unterlaufen würde und schließlich zu Missbrauchsmöglichkeiten und der Schädigung von Anlegern führen könnte.

2. Geltung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften

Der Vorschlag, dass für „elektronische Wertpapiere“ dieselben kapitalmarktrechtlichen Vorschriften wie für Wertpapiere gelten sollen, bestärkt uns in unserem Vorschlag, nicht von elektronischen Wertpapieren, sondern von elektronisch begebenen Wertpapieren zu sprechen. Damit wäre auch klargestellt, dass **sämtliche aufsichtsrechtliche Vorschriften**, die für Wertpapiere gelten, Anwendung finden, also nicht nur das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), das Wertpapierprospektgesetz oder die Marktmissbrauchsverordnung. So wären kapitalmarktrechtliche als auch allgemeinere Vorschriften, wie z.B. zu IT-Sicherheit, Risikomanagement oder Compliance, auf sie anwendbar („same risk, same rules“).

Je nachdem, wie solche Wertpapiere künftig übertragen und verwahrt werden können, und je nachdem, welche Veränderungen in den technischen Abläufen erfolgen, könnte sich punktuell weiterer Anpassungsbedarf bei einzelnen Vorgaben ergeben. Diesbezügliche Überlegungen können dem nachfolgenden Abschnitt C. IV.3.b und c entnommen werden.

IV. Überlegungen zur „Blockchain-Technologie“

Soweit nach dem Eckpunktepapier „elektronische Wertpapiere“ in einem Wertpapierregister auf einer Blockchain geführt werden sollen, möchten wir auf grundsätzliche Überlegungen hinsichtlich der technischen Funktionsweise als auch auf rechtliche Aspekte aufmerksam machen, die aus unserer Sicht nicht zu vernachlässigen sind. Völlig zu Recht wird in dem Eckpunktepapier ausgeführt, dass an die Verlässlichkeit der Registerführung und die Richtigkeit des Registerinhalts hohe Anforderungen zu stellen sind und Manipulationsrisiken begegnet werden soll. Darüber hinaus bedarf es noch weitergehender Überlegungen zur heutigen und künftigen **Funktion von Intermediären**, zu den veränderten **Rollen, Aufgaben und Verantwortlichkeiten** aller am Register Beteiligten und zur **Unumkehrbarkeit** bestimmter digitalisierter Prozesse.

Zentral erscheint uns auch die Frage, wie und in welcher Form Geld in einem Wertpapiersystem nach neuer Konzeption eingebunden wäre. Für die Abwicklung von Wertpapiergeschäften bedürfte es grundsätzlich der Möglichkeit, **Zentralbankgeld**, zumindest jedoch **Geschäftsbankgeld** zu verwenden.

Vor dem Hintergrund, dass sich unser nationales Recht im Wettbewerb mit dem anderer Jurisdiktionen befindet und somit auch die Geschwindigkeit bei der Umsetzung einer Reform von Bedeutung wäre,

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

erscheint uns eine kleine Reform, bei der zusätzlich zur konventionellen Begebung von Wertpapieren (optional) auch eine elektronische Begebung möglich sein soll, als zielführend.

Das Eckpunktepapier führt nur wenige Überlegungen zur Anwendung der Blockchain-Technologie bei der elektronischen Begebung von Schuldverschreibungen aus und regt die Prüfung von Vorgaben des EU-Aufsichtsrechts an.

Da jedoch die Funktionsweise von auf Blockchain-Technologie basierenden Registern grundlegend anders ist als die konventioneller Abwicklungssysteme oder zentral geführter Register, ist aus unserer Sicht eine Befassung mit den technischen Grundkonzepten und den möglichen Beteiligten unerlässlich, sowohl für die zivilrechtliche Einordnung (zum Beispiel Verwahrung, Aufgaben, Rollen Verantwortlichkeiten) als auch für die Beurteilung eines etwaigen Anpassungsbedarfs von aufsichtsrechtlichen Vorgaben. Denn obwohl mit neuen Technologien vereinfacht gesprochen nur neue „Werkzeuge“ für das Wertpapiergeschäft zur Verfügung stehen, bedürfte es auch einer Auseinandersetzung, wie die vielen Funktionen, die heute von Intermediären erfüllt werden, künftig erfüllt werden sollen, da sie ggf. bei Einsatz anderer Verfahrensabläufe in der herkömmlichen Weise nicht mehr möglich sind. Beispielhaft seien der Kapitalertragsteuerabzug, das Ausstellen von Steuerbescheinigungen, die Identitätsprüfung von Anlegern und die Ausübung verschiedener Schutzfunktionen – zum Beispiel hinsichtlich Anlegerschutz, Marktintegrität, Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorfinanzierung, Risikoaufklärung sowie Anlageberatung – genannt.

Die rechtliche Einordnung und Bewertung dieser wichtigen operativen Funktionen und Schutzmechanismen für mittels Blockchain-Technologie geführte Wertpapierregister im Rahmen einer Rechtsverordnung erscheint uns hingegen nicht ausreichend oder angemessen. Eine Rechtsverordnung sollte vielmehr lediglich rein technische Anforderungen und Einzelheiten zum Gegenstand haben.

1. Technischer Hintergrund

Wie bereits im Abschnitt C.I. erwähnt, unterstützen wir den im Eckpunktepapier zum Ausdruck kommenden Ansatz technologieneutraler Regelung für Wertpapiere. Eine Reform des relevanten Aufsichts- und Zivilrechts sollte ein harmonisiertes Regelwerk und damit ein Level-Playing-Field für die Begebung von Wertpapieren zu schaffen, bei dem urkundenbasierte Emissionen gleichberechtigt neben urkundenlosen Emissionen, z.B. über die Distributed-Ledger-Technologie (DLT), wie z.B. „Blockchain“, aber auch andere Varianten, möglich sind.

Die DLT ermöglicht eine digitale Abbildung von Geschäftsprozessen. Dies wird dadurch ermöglicht, dass miteinander vernetzte Rechner zu einer Übereinkunft (Konsensus) über die Reihenfolge von bestimmten Transaktionen und deren Aktualisierung kommen. Dabei hält jeder vernetzte Rechner eine Kopie aller erfolgten Eintragungen (Daten) aller Transaktionen, so dass das gesamte Register auf allen vernetzten Rechnern vorhanden ist. Daher spricht man auch vom „verteilten Register“ (distributed ledger). Dabei ist die Blockchain nur eine von mehreren technischen Möglichkeiten, also eine Unterform der DLT, ein verteiltes Register zu schaffen bzw. zu führen.

Nach unserer Einschätzung eignen sich für die Begebung von Wertpapieren ausschließlich solche verteilten Register, die in einem eingeschränkten (private-permissioned) Netzwerk geführt werden bzw. zu dem nur ein eingeschränkter Nutzerkreis Zugang hat, weil nach unserer Auffassung wertpapierregulatorische Anforderungen (z.B. Meldewesen, Legitimationsprüfung „KYC“, Bekämpfung von Geldwäsche/AML) nur auf diese Weise vollumfänglich und mit nachvollziehbaren Verantwortlichkeiten erfüllt werden können.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Insbesondere für Prozesse, bei denen Wertpapiere oder Zahlungen transferiert werden, wäre zur Sicherstellung von gesetzlichen Vorgaben zumindest ein paralleles Register zur Identitätsfeststellung erforderlich. Die Führung von parallelen Registern zur Identitätsfeststellung bewerten wir jedoch als unsicherer als integrierte Systeme. Zudem wären Fragen nach den Verantwortlichkeiten der Beteiligten bei öffentlichen Netzwerken ungeklärt, also wenn bereits jeder, der Zugang zur Software hat, an dem Netzwerk teilnehmen kann und eine Registrierung oder Identitätsfeststellung hierfür nicht erforderlich ist. Nicht zuletzt ist die Erbringung von Bankgeschäften (einschließlich Einlagengeschäft und wertpapierbezogene Dienstleistungen wie Depotgeschäft) Kreditinstituten vorbehalten.

Dabei können ganz unterschiedliche technologische Varianten der DLT genutzt werden, um eine gewünschte Architektur je Anwendungsfall zu konstruieren. Bekannte Varianten sind zum Beispiel Corda, Ethereum oder Hyperledger.

DLT-Systeme sind dadurch verteilt, dass der Datensatz aller Transaktionen - oder zumindest ein Auszug dessen - auf mehr als einer zentralen Datenbank (d.h. auf sogenannten Knoten) liegt. Verteilte Systeme haben gegenüber zentralen Datenbanken die Möglichkeit, die fehlerhafte Eintragung von Daten von vornherein systematisch auszuschließen, weil sie den Schutzmechanismus einer korrekten und rechtmäßigen Transaktionsprüfung technologisch integrieren, wohingegen konventionelle zentrale Systeme separate Schutzmechanismen aufbauen müssen. Dieser Mechanismus garantiert dabei nicht die Richtigkeit der Daten, sondern stellt sicher, dass die übernommenen Daten korrekt eingetragen und fortgeführt werden.

Die Transparenz im Netzwerk, der verwendete Konsensmechanismus sowie das Vertrauen der Beteiligten untereinander stehen in einem starken Zusammenhang zueinander. Durch eine bestimmte Architektur können zum Beispiel alle Transaktionsdaten einer bestimmten Transaktion nur für die konkret beteiligten Parteien sichtbar und für alle anderen als abstrakte Daten sichtbar sein. So können sensible Daten, zum Beispiel bei Wertpapiertransaktionen, pseudonymisiert werden und stünden allein den Parteien selbst - und zusätzlich gegebenenfalls für die Aufsicht - in vollständiger Form zur Verfügung.

2. Anwendungsmöglichkeiten für Wertpapiere

Die DLT könnte nicht nur für die Begebung und Übertragung von Wertpapieren, sondern auch für weitere wertpapierbezogene Dienstleistungen, also zum Beispiel für die Verwaltung von Wertpapieren, eingesetzt werden.

Folglich könnten bisherige Prozesse effizienter gestaltet werden oder würden Prozesse erst ermöglichen, die heute noch nicht existieren bzw. lediglich manuell erfolgen.

3. Rechtliche Überlegungen

DLT-Wertpapiersysteme haben in aller Regel grenzüberschreitenden Charakter. Die Ergebnisse nationaler Privatrechtsgesetzgebung in diesem Bereich müssen daher, soweit möglich, in anderen Rechtsordnungen anerkannt werden (können). Demgegenüber sollte aufsichtsrechtliche Gesetzgebung, soweit irgend möglich, auf Ebene des EU-Rechts erfolgen.

Bei der Anpassung des nationalen Rechts könnte Berücksichtigung finden, dass Wertpapiere auch heute schon nicht ausnahmslos als Urkunden bestehen. Das deutsche Recht erkennt ausländische - zum Beispiel dematerialisierte - Wertpapiere ebenso als Wertpapiere an wie es schuldrechtliche Forderungen zu Wertpapieren erklärt. Letzteres kommt im Eckpunktepapier bei den Überlegungen zu II. 2 auch zum Ausdruck.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.

12. April 2019

a. Urkundserfordernis

Das Erfordernis einer (physischen) Urkunde findet sich in einer Vielzahl von Rechtsvorschriften des allgemeinen Zivilrechts, des Schuldverschreibungs-, Gesellschafts- und Depotrechts. Es ist daher nachvollziehbar, dass eine Reform sich nach dem Eckpunktepapier zunächst auf bestimmte Arten von Wertpapieren beschränken soll. Neben den Überlegungen, wie ein Wertpapierregister ausgestaltet sein kann und welche Rechtsnatur Wertpapiere, die mittels eines solchen Register begeben (und ggf. übertragen) werden, haben sollen, wären die Vorschriften, die die urkundliche Verbriefung von Wertpapieren fordern, bei Nutzung der DLT anzupassen und auch eine nicht-körperliche Begebung zu berücksichtigen.

Anleihen: So sind kapitalmarktfähige Schuldtitel wie etwa Anleihen zwingend zu verbrieften. Bereits die allgemeinen Vorschriften über (Einzel-)Schuldtitel nach dem Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) fordern eine Urkunde, die grundsätzlich vom Aussteller zu unterzeichnen ist, so bei der **Inhaberschuldverschreibung**, §§ 793 ff. BGB. Dieser sog. Skripturakt koppelt Leistungsversprechen und Urkunde. Inhaberschuldverschreibungen werden in der Praxis nach sachenrechtlichen Grundsätzen, also durch Einigung und Übergabe übertragen (§§ 929 ff. BGB), obwohl auch eine Übertragung durch Abtretung nach § 398 BGB rechtlich möglich wäre (vgl. BGH, Urteil vom 14.5.2013 - XI ZR 160/12, WM 2013, 1254 Rz. 12 ff. m.w.N.). Die Verfügungsbefugnis über die Urkunde ginge in diesem Fall entsprechend § 952 Abs. 2 BGB auf den Zessionar über. Aus Gründen des Gutgläubenschutzes folgt die Praxis des Effetengiroverkehrs in Deutschland jedoch dem sachenrechtlichen Übertragungsmodell der §§ 929 ff. BGB. Selbst eine Übertragungsmöglichkeit durch Abtretung würde das Urkundserfordernis für die Begebung und den Ersterwerb einer Inhaberschuldverschreibung jedoch nicht entbehrlich machen (vgl. BGH, a.a.O., Rz.9). Im Geltungsbereich des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG), also bei **Gesamtemissionen von Inhaber- oder Namensschuldverschreibungen**, ist ebenfalls bislang das Skripturprinzip niedergelegt, wonach sich die Anleihebedingungen aus einer Urkunde ergeben müssen (§ 2 SchVG). Daran knüpft auch das Pfandbriefgesetz an. Zudem wäre die Kontrollfunktion des Treuhänders zu beachten und entsprechende Möglichkeiten zur Wahrung dieser Funktion bei der elektronischen Begebung zu erörtern.

Entsprechende Anpassungen wären erforderlich. Zusätzlich wäre zu überlegen, ob und inwiefern der 2. Abschnitt des SchVG anzupassen wäre, der die Beschlüsse der Gläubiger und die Gläubigerversammlung behandelt, insbesondere auch § 21 SchVG.

Aktien: Sofern später auch Aktien „wertpapierregisterfähig“ sein sollen, wäre zu berücksichtigen, dass sie nach dem Aktiengesetz (AktG) grundsätzlich zu verbrieften sind. Nähere Ausführungen zu einem Anpassungsbedarf reichen wir gerne nach, sobald sich die Überlegungen zur elektronischen Begebung auch auf Aktien erstrecken sollen.

Auch das deutsche **Depotrecht** knüpft an den sachenrechtlichen Begriff des Wertpapiers an, der insbesondere **Aktien** und **Inhaberschuldverschreibungen** umfasst (§ 1 Abs. 1 S. 1 DepotG). Unter weiteren Voraussetzungen sind hiervon auch **Namensschuldverschreibungen** umfasst (§ 9a i.V.m. § 1 Abs. 2 S. 2 DepotG). Das DepotG macht die urkundliche Verbriefung von Wertpapieren zwar nicht explizit zur Voraussetzung für die depotmäßige Verwahrung, geht aber insgesamt in Systematik und Sprache vom Vorliegen von Urkunden aus (z.B. § 5 Abs. 2 DepotG „das eingelieferte Stück“; § 7 „Wertpapiere ausliefern“, „eingelieferte Stücke“, § 9a DepotG „Sammelurkunde“, „übergeben“, „einzelne Wertpapiere“, § 13 „Eigentum“, „aneignen“. usw.): So bestehen nach Vorstellung des DepotG Wertpapiere (zunächst) als (Einzel-)urkunden, die der Eigentümer (Hinterleger) einem Verwahrer zur Verwahrung anvertraut (§ 1 Abs. 2 DepotG) und zwar entweder im Wege der Sonder- oder der Sammelverwahrung (§§ 2, 3 und 5

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

DepotG). Wie bereits oben im Abschnitt C.II.4 erwähnt, ist gemäß § 688 BGB die Verwahrung die Verpflichtung zur Aufbewahrung einer beweglichen Sache; das Depotgeschäft ist somit einen Unterfall der Verwahrung, und zwar die erlaubnispflichtige Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren für andere, vgl. § 1 Abs. 1 Nr. 5 KWG. Das Vorliegen einer vertretbaren Sache gemäß § 91 BGB ist damit Voraussetzung für das Depotgeschäft.

Andererseits stellen dematerialisierte ausländische Wertpapiere aufgrund § 5 Abs. 4 DepotG kein Hindernis für die depotmäßige Verwahrung dar.

Am DepotG und dessen Umsetzung in der Praxis zeigt sich, dass das sachenrechtliche Konzept als solches nicht grundsätzlich hinderlich bei der Nutzung der DLT für Wertpapiere ist, sondern lediglich gesetzliche Erfordernisse für das Vorliegen einer Urkunde.

Das sachenrechtliche Konzept gewährleistet neben der hohen Sicherheit durch Verknüpfung von Zu- und Abbuchungen von Wertpapieren als Sachen und dem Insolvenzschutz auch einen Schutz des gutgläubigen Wertpapiererwerbers, der auf die Eigentümerstellung des Veräußerers vertrauen kann. Ein gutgläubiger Erwerb von Inhaber- oder Namensschuldverschreibungen setzt jedoch voraus, dass die Schuldverschreibungen nach sachenrechtlichen Grundsätzen, also durch Einigung und Besitzübergabe gem. §§ 929 ff. BGB, übertragen werden. Die Umstellung des Besitzmittlungswillens äußert sich durch Depotbuchung.

Eine Eintragung in einem DLT-Register würde jedoch technisch anders vorgenommen, so dass nicht von einer „Depotbuchung“ gesprochen werden kann. So wäre neben dem Urkundserfordernis zusätzlich die Buchung als Besitzverschaffungssubstitut problematisch bei der rechtlichen Einordnung der Eintragung in ein DLT-Register.

b. Anforderungen an ein DLT-Wertpapierregister

Unabhängig von der rechtlichen Konzeption von elektronisch begebenen Wertpapieren als Sachen oder als Recht sui generis wären nach unserer Einschätzung bestimmte Anforderungen an ein Wertpapierregister als verteiltes Register erforderlich: Damit die rechtliche Gleichstellung von elektronisch begebenen Wertpapieren mit konventionellen Wertpapieren funktioniert und mithin auch elektronisch begebene Wertpapiere unter die privilegierte Behandlung des Sachenrechts fallen können, ist es notwendig, dass die Märkte der DLT nicht nur technologisch vertrauen können, sondern ebenso in die **Rechtssicherheit** des DLT-Wertpapiersystems. Ein Wertpapierregister müsste als qualifiziert digitales Register (QDR) anerkannt sein. Neben einer Definition des QDR müssten Plattformbetreiber und Teilnehmer reguliert sein. Dabei sollte sichergestellt werden, dass die verwendeten DLT-Plattformen (d.h. die QDRs) einigen Grundanforderungen genügen:

Eingeschränktes Netzwerk: Wie bereits dargestellt, muss das QDR als eingeschränktes Netzwerk ausgestaltet sein. Denn ein uneingeschränktes DLT-Wertpapierregister könnte ein Einfallstor für Geldwäsche, Terrorismusfinanzierung und andere kriminelle Aktivitäten bieten und überdies weiteren aufsichtsrechtlichen Anforderungen nicht genügen.

Zudem wären die Betreiber und Teilnehmer besonderen IT-Sicherheitsanforderungen zu unterwerfen und entsprechend zu beaufsichtigen. Kennzeichnend für ein QDR wäre, dass es einen bzw. mehrere staatlich zugelassene(n) und beaufsichtigte(n) Verantwortliche(n) gibt, der oder die je nach Ausgestaltung des verwendeten Netzwerks verschiedene Bezeichnungen haben kann. Neben diesen Verantwortlichen erscheint – abhängig von verschiedenen Zugriffsrechten – ein weiterer Kreis von Netzwerketeiligten möglich, die

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.

12. April 2019

ebenfalls verschiedene Bezeichnungen haben können. Die Rollen, Aufgaben und Verantwortlichkeiten der Beteiligten wären klar zu definieren. In jedem Fall wäre für das QDR erforderlich, dass bestimmte Betreiber- und Nutzungsbedingungen, also die sog. *DLT Governance*, festgelegt ist, aus denen wesentliche Kriterien wie z.B. Zugangsbedingungen, Konsensprinzip, Zugriffsrecht, Verantwortlichkeiten, Validierungs- und Korrekturmechanismen etc. hervorgehen (siehe auch weiter unten).

Im Zusammenhang mit Wertpapieren wären auch die Rollenverteilung und die veränderten Aufgaben der Beteiligten für verteilte Register zu überdenken. So könnte ein Konsortium von Netzwerkteiligen, die bestimmte Kriterien erfüllen, ein gemeinsames Netzwerk schaffen und betreiben. Neue Mitbetreiber müssen diese festgelegten Kriterien ebenfalls erfüllen. Die Zulassung zu einem solchen Konsortium könnte man Unternehmen erteilen, die einem bestimmten aufsichtsrechtlichen Mindeststandard erfüllen. Als Vorbild für eine Vorgabe sei etwa die Zulassung zugelassener und beaufsichtigter Banken gemäß § 19 Börsengesetz an einer Börse genannt.

Die Software für das verteilte Register würde von dem Konsortium bereitgestellt und gewartet. Jede Partei würde in dem Netzwerk einen sogenannten Knoten betreiben. Dabei kann es Knoten mit lediglich öffentlichen Schlüsseln (public key) geben, die ihnen Zugang zum Netzwerk, und damit verbunden Leserechte, vermitteln. Anderen Parteien ist mittels privater Schlüssel (private key) auch das Eintragen von Transaktionen möglich.

Wertpapiere könnten zum Beispiel auch über so genannte Gatekeeper im Netzwerk registriert werden. Ein Gatekeeper ist als Brücke zum verteilten Register zu verstehen: er übernimmt die technische Abbildung der Übertragung der im Register verzeichneten Werte. Der Gatekeeper würde die Schnittstelle zum Nutzer (z.B. Anleger oder Emittenten) oder zu anderen Beteiligten (wie ggf. Börsen, Zentralbanken etc.) bilden und könnte damit als Verwahrer mit entsprechenden Aufgaben und aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu verstehen sein.

Betreiber und Nutzer der QDR-Plattform: Sind elektronisch begebene Wertpapiere als reguläre Wertpapiere Finanzinstrumente im Sinne des Finanzaufsichts- und des Kapitalmarktrechts, unterliegen nicht nur die Instrumente, sondern vor allem auch alle sie emittierenden, handelnden oder sonst nutzenden Personen einer Vielzahl (aufsichts-)rechtlicher Schutznormen. QDR-Plattformbetreiber und QDR-Nutzer fallen, je nach konkreter Aktivität, dann unter entsprechende Erlaubnispflichten und Folge- und/oder Verhaltenspflichten.

(i) Für den konkreten Fall der **QDR-Plattformbetreiber** würden sich drei Ansätze bieten: Da ihre Rolle dem Depotgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG) nicht unähnlich ist bzw. sie die Funktion von Verwahrern ersetzen, könnten man die Tätigkeit zugelassenen **Kreditinstituten** vorbehalten. Alternativ könnte man die Tätigkeit dem sog. eingeschränkten Verwahrgeschäft für alternative Investmentfonds (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 12 KWG) vergleichbar einordnen, sodass eine Zulassung als **Finanzdienstleistungsinstitut** (FDI) genügen würde. Schließlich könnte eine (dezentrale) Verwahrung und Abwicklung den oder die Plattformbetreiber als **Zentralverwahrer** (CSD) qualifizieren, die einer besonderen Zulassung bedürften. Eine Kombination dieser Ansätze wäre ebenfalls denkbar. Soweit der oder die Plattformbetreiber in Deutschland ansässig ist/sind oder zumindest in Deutschland beaufsichtigt ist/sind, kann die Einhaltung national gültiger Vorschriften durch deutsche Aufsichtsbehörden erfolgen. Sollte dies nicht der Fall sein, stellt sich die Frage nach entsprechenden Äquivalenzregeln.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

(ii) Im Hinblick auf **QDR-Teilnehmer** müsste der Gesetzgeber entscheiden, wem er die Teilnahme unter welchen Voraussetzungen gestatten will: Entweder könnte er allen Marktteilnehmern den Zugang eröffnen, sofern diese besondere Anforderungen erfüllen, oder er beschränkt den Zugang auf professionelle Akteure (etwa i.S.d. MiFID II bzw. EMIR) wie Banken, FDIIs, Versicherer oder bestimmten Großunternehmen. Schließlich müssten Emittenten als QDR-Teilnehmer besonderen Anforderungen unterliegen, da sie bei funktionaler Äquivalenz oder Substitution regulierter Intermediäre die gleichen Anforderungen zu erfüllen haben, wie die Intermediäre zuvor. Die Vorgaben bei der Zulassung zum Börsenhandel (§ 19 Börsengesetz) könnten insofern ebenfalls als Vorlage dienen.

Die verwendete Technologie sollte sowohl vor Erlaubniserteilung als auch später im Rahmen der laufenden Aufsicht und auch im Hinblick auf **IT-Sicherheit und Datenschutz** regelmäßig überprüft werden. Diesbezüglich könnten **Standards** für DLT-Protokolle hilfreich sein.

DLT-Governance/QDR-Bedingungen: Die Plattformbetreiber sollten zum Betrieb des QDR-Wertpapier-systems mit allen Beteiligten einen festen rechtlichen Rahmen vereinbaren, die auf für später hinzutretende Beteiligte Wirkung entfalten. Die Bedingungen legen die Regeln, nach denen das QDR betrieben wird, und die Aufgaben aller Beteiligten fest. So wären z.B. Zugangsbedingungen, Konsensprinzip, Zugriffsrechte, Validierungs- und Korrekturmechanismen usw. zu regeln.

(i) Bei der **Konsensbildung** wird der Gesetzgeber überlegen wollen, ob und wie konkret er hier Vorgaben machen will.

(ii) Des Weiteren könnten abweichend von konventionellen Wertpapierabwicklungssystemen insbesondere die **Endgültigkeit bzw. Finalität (finality) von Wertpapierbuchungen** für die QDR-Wertpapiere zu regeln sein.

Es müsste zwingend eine **Rechtswahl** erfolgen. Eine Anforderung für die Wahl deutschen Rechts bietet sich an, auch wenn oder gerade weil das QDR wie generell bei DLT-Anwendungen in seinem Betrieb und den Auswirkungen nicht auf rein nationale Sachverhalte beschränkt ist. Ebenso wäre ein (inländischer) **Gerichtsstand** zu wählen. Zustellfähige Adressen sollten ebenfalls durch Plattformbetreiber und -teilnehmer untereinander zur Verfügung gestellt werden.

Vermeidung von Doppelungen der Wertpapiere in einer DLT: Neben originär durch Wertpapierregister begründete Wertpapiere sollten bereits existierende konventionelle Wertpapiere ebenfalls in eine DLT-Umgebung eingebunden und dort zum Beispiel gehandelt werden können. Daher bedarf es dazu einerseits klarer Regeln in den vertraglichen Geschäftsbedingungen des verteilten Registers. Andererseits könnte der Gesetzgeber auch überlegen, wie rechtlich sichergestellt werden soll, dass es nicht zur Doppelung oder ähnlichen Verzerrungen kommen kann: Beispielsweise durch eine Regelung analog § 8 BSchuWG, d.h. Verfügungen über registermäßig entstandene Wertpapiere oder über konventionelle Wertpapiere via DLT bedürfen zu ihrer Wirksamkeit immer einer entsprechenden Eintragung in einem verteilten Register, und nur diese ist relevant (Bezugnahme auf Finalitäts-Regelung in den QDR-Bedingungen); oder etwa vergleichbar mit der Regelung in § 5 Abs. 4 DepotG, wobei die konventionellen Wertpapiere in die DLT-Umgebung gebracht werden können analog einem CSD-Link.

Signatur: Sicherheit und Anerkennung digitaler Signaturen sind ein entscheidender Faktor bei der Anwendung der DLT. Für sie sollte es klare Regeln in Einklang mit **Datenschutz und IT-Sicherheit** (siehe unten) und der **EU-Signatur-Verordnung (eIDAS)** geben.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Anwendbares Recht: Es böte sich an, die Kollisionsnorm des § 17a DepotG zu ergänzen. § 17a DepotG bezieht sich offensichtlich auf zentral geführte Register. Auf der vertraglichen Seite sollte zudem eine vertragliche Rechtswahl in den Geschäftsbedingungen der DLT-Plattform getroffen werden, die für alle Beteiligten gelten soll.

Gerichtsstand: Grundsätzlich gilt nach der deutschen Zivilprozessordnung (ZPO) entweder der allgemeine Gerichtsstand (§§ 12, 13 und 17 ZPO), d.h. Wohn- oder Geschäftssitz einer Partei, oder der Erfüllungsort (§ 29 ZPO). Mit diesen Grundsätzen erscheinen vor allem öffentliche (non-permissioned) verteilte Register nur schwer vereinbar. Als Geschäftssitz einer DLT-Plattform könnte jedoch der jeweilige Sitz der Plattformbetreiber oder der Nutzer einzuordnen sein. Darüber hinaus könnte die Festlegung des Sitzes im Inland oder in der EU eine Zulassungsvoraussetzung oder eine Teilnahmebedingung sein.

Beweisfähigkeit und Zwangsvollstreckung: Der Gesetzgeber wird zudem klarstellen müssen, welche Anforderungen er an die Beweisfähigkeit von DLT-Einträgen allgemein bzw. im Besonderen im Zusammenhang mit einer Zwangsvollstreckung (z.B. an die elektronischen Schlüssel der Teilnehmer) stellt. Das gleiche gilt für die Durchsetzbarkeit zwangsvollstreckungsmäßiger Handlungen. Dies könnte in der ZPO oder in einem Spezialgesetz erfolgen.

Insolvenz: Ebenso sollte der Gesetzgeber überlegen, ob es spezieller Regeln in der **Insolvenzordnung (InsO)** oder in Spezialgesetzgebung im Hinblick auf die Insolvenz von DLT-Plattformbetreibern oder deren Nutzern, insbesondere auf spezielle Funktionen, die diese ausüben, bedarf.

Eintritt unvorhergesehener Ereignisse: Nicht zu unterschätzen ist auch der Eintritt von (insbesondere unvorhergesehenen) Ereignissen. Wenn und soweit Ereignisse (z.B. Insolvenz des Schuldners der Emission) eintreten, die im DLT-System nicht berücksichtigt sind, stellt sich die Frage, wie diese Ereignisse in dem System (nachträglich) abgebildet werden können. Ein Auseinanderfallen automatisierter Abläufe von den rechtlichen Regelungen, die für bestimmte Ereignisse greifen, hätte nicht unerhebliche Konsequenzen. So müsste eine Rückzahlung einer Schuldverschreibung bei Insolvenz des Schuldners unterbunden werden können. Ist dies nicht durch entsprechende Codierung vorgesehen, müssten andere Lösungen, zum Beispiel ein Eingreifen der QDR-Betreiber, möglich sein. Auch bei weiteren, zum Beispiel fehlerhaft codierten, unumkehrbaren Prozessschritten, die gegen vertragliche oder rechtliche Bestimmungen verstoßen, müssten Eingriffsmöglichkeiten bestehen. Auch aus diesen Gründen dürfte naheliegen, dass ein QDR nur von staatlich genehmigten und beaufsichtigten Stellen betrieben werden sollte.

c. Anpassungserfordernis bestehender aufsichtsrechtlicher Vorgaben

Der Ansatz, den Erwerb von „Blockchain-Schuldverschreibungen“ – oder allgemeiner von elektronisch begründeten Wertpapieren – auf bestimmte Anlegergruppen zu beschränken, halten wir für verfehlt. Vielmehr muss – unter anderem durch eine geeignete Aufsicht – sichergestellt sein, dass Manipulationen am Wertpapierregister ausgeschlossen sind und dass die Teilnahme am QDR nur einem Personenkreis, der bestimmte Kriterien erfüllt, offen steht. Für besonders schützenswerte Anlegergruppen sehen kapitalaufsichtsrechtliche Vorschriften bereits strenge regulatorische Auflagen vor, zum Beispiel hinsichtlich Informationspflichten. Diese werden bislang von Emittenten oder Intermediären erfüllt. Die Adressaten und Ausgestaltung dieser Vorgaben wären für verteilte Register neu zu überdenken. So wäre beispielsweise zu überlegen, wie bestimmte schriftliche Informationspflichten erfüllt werden können.

Pauschale Informationspflichten des Wertpapierregisterführers halten wir zur Gewährleistung von Anlegerschutz jedoch für ungeeignet.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.

12. April 2019

Auf europäischer Ebene sollte diskutiert werden, ob bei Emissionen mittels DLT zwingend eine (Ein-) Buchung über einen Zentralverwahrer zu erfolgen hat, wie dies bislang in **Art. 3 CSDR** vorgesehen ist. Art. 3 CSDR könnte stattdessen um die Möglichkeit von Registereinträgen mithilfe der DLT erweitert werden. Dann müsste entschieden werden, ob die Gatekeeper neben CSDs auch weitere (regulierte und beaufsichtigte) Marktteilnehmer sein dürfen und/oder ob nur CSDs als (treuhänderische) Eigentümer für die Gesamtemission im QDR eingetragen werden.

Zudem bedürfte es entsprechender Anpassungen der Vorschriften in Titel III, Kapitel II, Abschnitt 3 der CSDR (Anforderungen an Zentralverwahrer-Dienstleistungen).

Das Eckpunktepapier führt aus, dass Wertpapiere, mit denen Geschäfte an einem Handelsplatz im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU ausgeführt werden, gemäß Art. 3 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 „bei einem Zentralverwahrer eingebucht sein müssen“. Unklar bleibt hierbei, ob die elektronische Begebung von Wertpapieren mittels DLT somit nur auf Schuldverschreibungen begrenzt werden soll, die **nicht** an Handelsplätzen zugelassen oder gehandelt werden sollen. Denn gemäß Art. 3 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 trägt jeder Emittent dafür Sorge, dass Wertpapiere, „die zum Handel an Handelsplätzen zugelassen sind bzw. dort gehandelt werden“, „durch Buchungen im Effektingiro erfasst werden“. Nach unserer Auffassung sollten sich Überlegungen zur elektronischen Begebung und Übertragung von Wertpapieren auf **alle** Arten von Wertpapieren erstrecken und nicht lediglich auf solche, die nicht gehandelt werden.

Anforderungen an das **Depotgeschäft**: Dem Depotgeschäft liegt historisch die Vorstellung zugrunde, dass Einzelkunden für Kunden physisch verwahrt werden. Diese können auch einem oder mehreren Drittverwahrern anvertraut und zum Sammelbestand zusammengefasst werden. Daraus resultieren unter anderem zivilrechtliche Bestimmungen zum Kundenschutz (so z.B. die Fremdvermutung, § 4 Abs. 1 DepotG) als auch entsprechende aufsichtliche Anforderungen und Verwaltungspraxis, insbesondere bei der Buchführung und Kontobezeichnung (z.B. Depot A und Depot B). Je nach Ausgestaltung, wer als Gatekeeper eines QDR in Betracht kommt, wären die aufsichtlichen Anforderungen und die Verwaltungspraxis entsprechend anzupassen.

Fraglich wäre auch, wie bestimmte **Kontrollpflichten**, zum Beispiel für Verwahrstellen von Kapitalverwaltungsgesellschaften nach dem Kapitalanlagegesetzbuch oder auch für depotführende Kreditinstitute nach dem WpHG i.V.m. WpDVerOV, künftig auszuüben wären, wenn sich die Verwahrung von mittels DLT elektronisch begebenen Wertpapieren verändert.

SFTR: Die EU-Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (Verordnung (EU) Nr. 2015/2365, SFTR) legt in Art. 15 SFTR – formale Erfordernisse für die Weiterverwendung von Finanzsicherheiten (bei Vollrechtsübertragung und Verpfändung mit Aneignungserklärung) fest: neben einem schriftlichen Informationserfordernis (Abs. 1 a)) ist gemäß Abs. 2 b) für die Weiterverwendung erforderlich, dass die als Finanzsicherheiten dienenden Wertpapiere „aus dem Konto der sicherungsgebenden Gegenpartei ausgebucht“ werden. Eine Anpassung dieser Formvorschriften wäre vorzunehmen.

Geldwäsche- und Strafrecht: Die lückenlose Erfassung sämtlicher QDR-Eintragungsvorgänge wäre wichtig für die Prävention von Geldwäsche, Terrorismusfinanzierung und anderer Straftaten. Je nach Ausgestaltung des aufsichtsrechtlichen Rahmens wäre zu prüfen, in welchem Umfang regulierte QDR-Betreiber und QDR-Teilnehmer als geldwäscherechtlich Verpflichtete bereits wirksamen Anforderungen nach dem Geldwäschegesetz (GwG), dem KWG und dem Strafgesetzbuch (StGB) sowie den Vorgaben der 5. EU-Geldwäscherichtlinie und deren Umsetzung unterliegen und ergänzende Vorgaben erforderlich sind.

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Ferner knüpft das allgemeine Strafrecht grundsätzlich an den sachenrechtlich geprägten Wertpapierbegriff an, der ebenfalls gesetzgeberischer Klarstellungen bzw. Ergänzungen bedürfte (z.B. Wertpapierfälschung gem. § 151 StGB, Kapitalanlagebetrug gem. § 264a StGB, §§ 34, 35 DepotG).

Risikomanagement und Compliance: Bei den finanzaufsichtsrechtlichen Folgepflichten von Banken, FDI's und verschiedenen anderen Finanzmarktteilnehmern wäre insbesondere auch an die Anpassung/Spezifizierung der Anforderungen an Risikomanagement und Compliance (gemäß den EZB-Aufsichtsanforderungen wie im KWG, den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erlassenen Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) und an die Compliance (MaComp) der Institute) zu denken.

IT-Sicherheit: Grundsätzlich sollten Betreiber und Teilnehmer eines QDR-Wertpapiersystems besonderen IT-Sicherheitsvorgaben unterliegen. So unterliegen beispielsweise Institute im kreditwesenrechtlichen Sinne bereits umfassenden Sicherheitsstandards der BaFin (sog. Bankaufsichtliche Anforderungen an die IT, **BAIT**) und müssen interne Kontrollmechanismen nachweisen (**§§ 6b, 25a und 25b KWG**). Auch dies würde dafür sprechen, die Registerführung Kreditinstituten anzuvertrauen.

Datenschutz: Betreiber und Teilnehmer des QDR-Wertpapiersystems müssen ferner die datenschutzrechtlichen Vorschriften der EU-Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) nebst Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) beachten, wenn im System selber Daten natürlicher Personen (= personenbezogene Daten) verarbeitet werden. Die gesetzlichen Vorschriften dienen dem Schutz des Rechts des Bürgers auf informationelle Selbstbestimmung. Das Datenschutzrecht erfasst dabei nicht nur personenbezogene Daten in „Klarschrift“, sondern auch „pseudonymisierte“ Daten, wie sie bei der DLT-Nutzung häufig vorkommen. Dies wirft zahlreiche Fragen auf, etwa nach der Rechtsgrundlage der Datenverarbeitung einer rechtssicheren Abgrenzung der Funktionen des datenschutzrechtlich Verantwortlichen (controller) und des Auftragsverarbeiters (processor), nach der aufsichtsbehördlichen Zuständigkeit in grenzüberschreitenden Sachverhalten und nach der Vereinbarkeit der auf zeitlich unbegrenzte Unveränderlichkeit des Datenbestandes zielenden DLT-Protokolle und den an Zeitabläufen anknüpfenden datenschutzrechtlichen Löschungspflichten („Recht auf Vergessenwerden“). Letzteres wäre vor dem Hintergrund, dass bestimmte Daten für die Funktionsweise des QDR zwingend erforderlich sind, vor allem in Bezug auf solche Daten zu untersuchen, die entweder nicht oder nach Ablauf einer Zeitspanne nicht mehr für das Funktionieren des Registers benötigt werden.

Steuerrecht: Auch die steuerliche Einordnung von QDR-Wertpapiertransaktionen und der Aktivitäten von QDR-Betreibern und QDR-Teilnehmern sollte - sowohl im Hinblick auf Umsatzsteuern wie auch auf Ertrag- und ggf. Quellensteuern mit dem Ziel erfolgen, einen Gleichlauf mit den Besteuerungsregeln für physisch verbriefte Wertpapiere sicherzustellen.

Darüber hinaus wären Anpassungsüberlegungen erforderlich hinsichtlich der heute von Intermediären erbrachten Aufgaben und Funktionen u.a. in Bezug auf den Kapitalertragsteuerabzug und die Ausstellung von Steuerbescheinigungen in einem veränderten Wertpapiersystem.

D. Emission von Utility-Token / Kryptowährungen

Die im Eckpunktepapier zur Emission von Utility-Token / Kryptowährungen gemachten Ausführungen zur Schiefelage von Prospekt- bzw. Informationspflichten gegenüber Wertpapieren, Vermögensanlagen oder anderen Finanzinstrumenten halten wir im Hinblick auf die Risikoeinschätzungen für richtig. Auch hier muss – in Anlehnung an die regulatorische Bewertung der Geschäfte von Fintechs – ein Mindestmaß des

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Grundsatzes der „same risk, same rules“ und daher aus Anlegersicht ein Mindestmaß verbindlich vorgeschriebener Informations- und Transparenzpflichten Anwendung finden.

Die im Eckpunktepapier geäußerte Einschätzung, dass Utility-Token in der Regel keine Wertpapiere, Vermögensanlagen oder andere Finanzinstrumente im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes darstellen, ist indessen nicht ganz nachzuvollziehen. Wenn und soweit mithilfe des Token z.B. „Termingeschäfte mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte als Basiswerte“ durchgeführt werden oder „als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind“, darstellen, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass ein Derivat oder anderes Finanzinstrument im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes vorliegt. Auf solche mithilfe von Token abgeschlossenen Transaktionen wären kapitalmarktaufsichtsrechtliche Vorschriften uneingeschränkt anzuwenden. Denn auch hier sollte nach dem Grundsatz „substance over form“ gelten, dass die Bezeichnung als „Utility-Token“ nicht zur Unanwendbarkeit von gültigen Vorschriften führt.

Zutreffend geht das Eckpunktepapier (III.) davon aus – soweit von einer „Investorenentscheidung“ gesprochen wird –, dass Erwerber sog. Utility-Token neben einem (bloßen) Konsum- bzw. Nutzungswert typischerweise auch eine finanzielle Rendite begehren werden. Dies deckt sich mit dem weithin anerkannten hybriden Charakter der Utility-Token. Soweit ein Utility-Token ein Wertpapier, eine Vermögensanlage oder anderes Finanzinstrument im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes darstellt, müssen die diesbezüglichen rechtlichen Anforderungen erfüllt werden. Insoweit wäre ein diesbezügliches gesetzgeberisches Bekenntnis wünschenswert.

Dabei sehen wir – wie wir dies auch bei Banken betreffender Regulierung zum Ausdruck gebracht haben – perspektivisch eine europäische Lösung als vorteilhafter an, da anderenfalls das Risiko besteht, nationale Alleingänge wieder korrigieren zu müssen. Deutschland sollte sich diesbezüglich für eine sehr zügige Befassung auf europäischer Ebene einsetzen. Übergangsweise und um insoweit zunächst auch standardsetzend tätig zu werden, könnte ein nationales Gesetz ein erster Schritt in die richtige Richtung sein.

Im Hinblick auf die Regulierung derartiger Token und Kryptovermögen regen wir aber an, die Überlegungen auf weitere Rechtsbereiche auszudehnen, da Rechtsunsicherheit insbesondere bei der Besteuerung dieser Instrumente besteht.

Dazu gehört die ertragsteuerliche Einordnung sog. Krypto-Assets (z.B. Bitcoin), die seit geraumer Zeit in der steuerrechtlichen Fachliteratur diskutiert wird (vgl. z.B. den Fachaufsatz von Reiter/Nolte, BB 2018, S. 1179ff., Bitcoin und Krypto-Assets - ein Überblick zur steuerlichen Behandlung beim Privatanleger und im Unternehmen). Dabei scheint ein weitgehender Konsens dahingehend zu bestehen, dass die Direktinvestition in Krypto-Assets beim Privatanleger unter dem Gesichtspunkt des privaten Veräußerungsgeschäfts (§ 23 EStG) steuerbar ist. In diesem Zusammenhang ist das Verbrauchsfolgeverfahren ungeklärt. Das Gesetz enthält nur in Bezug auf Fremdwährungsbestände eine Klarstellung zur Fifo-Methode. Diese Aussage kann nicht ohne weiteres auf Krypto-Assets ausgeweitet werden, da bezogen auf Krypto-Assets hinsichtlich der Ertragsbesteuerung noch Unklarheit besteht, ob es sich um eine Währung oder einen sonstigen Vermögensgegenstand handelt. In Bezug auf das „Mining“ wird wohl nicht von einem Anschaffungsvorgang ausgegangen, da die Eigenherstellung von Wirtschaftsgütern nicht unter den Tatbestand des privaten Veräußerungsgeschäfts fällt. Die Finanzverwaltung scheint zu einer Einstufung des „Mining“ als Einkünfte aus sonstigen Leistungen (§ 22 Nr. 3 EStG) zu tendieren. Hier wäre eine bundeseinheitlich abgestimmte Auffassung wünschenswert. Weiterer Klärungsbedarf besteht in Bezug auf

Stellungnahme zum Papier „Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ vom 7. März 2019.
12. April 2019

Abspaltungsvorgänge ("Fork", z.B. Bitcoin Cash) und die unentgeltliche Ausgabe von Krypto-Assets durch den Initiator z.B. im Rahmen von „Initial Coin Offering“- (ICO-) Vorgängen. In Bezug auf die Abgrenzung von Privatvermögen und Betriebsvermögen wären klare Grundsätze für ein mögliches „Umschlagen“ in die Gewerblichkeit im Bereich von „Mining“ und Handel von Krypto-Assets sinnvoll. Klärungsbedürftig ist auch der immer größere Bedeutung erlangende Vorgang des ICO selbst, speziell im Hinblick auf die Ausprägungen von Utility-Token, die einen Plattform-Zugang vermitteln und sog. Equity-Token, mit denen Beteiligungsrechte verbunden sein können. Den neuen Registern müssen die gleichen Pflichten zur Aufklärung und Abführungen von Steuern auferlegt werden, wie das Banken und Depotverwahrstellen heute bereits betrifft.

Generell sollte die funktionale Betrachtung des Umsatzsteuerrechts auch im ertragsteuerlichen Bereich Anwendung finden. Das bedeutet: Entspricht der wirtschaftliche Gehalt einer Leistung/Transaktion, die mithilfe der Blockchain-Technologie verwirklicht wird, der bislang üblichen Durchführung, sollten hierauf auch die bereits bekannten steuerlichen Regelungen Anwendung finden.