

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
per email an IIIA5@bmjv.bund.de

Bundesministerium der Finanzen
per email an Eckpunktepapier@bmf.bund.de

12. April 2019

Schriftliche Stellungnahme zum Eckpunktepapier für die regulatorische Behandlung elektronischer Wertpapiere und Krypto-Token - Digitale Innovation ermöglichen – Anlegerschutz gewährleisten -

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir danken für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Eckpunktepapier für die regulatorische Behandlung elektronischer Wertpapiere und Krypto-Token - Digitale Innovation ermöglichen – Anlegerschutz gewährleisten -. Gerne ergreifen wir die Gelegenheit zur Stellungnahme.

Zusammenfassend möchten wir vorab betonen:

- Wir befürworten die beabsichtigte, technologieneutrale Einführung von elektronischen Registern unter Verzicht auf das bisherige Papiererfordernis.
- Im Sinne der gewünschten Technologieneutralität dürfen hierbei nicht nur zentral verwaltete Lösungen Berücksichtigung finden. Vielmehr ist eine materielle Auseinandersetzung mit den notwendigen Anforderungen an die genutzte Technologie erforderlich im Sinne von allgemeinen Mindestkriterien für vertrauenswürdige elektronische Register.
- Anlegerschutz im Sinne einer sachlichen Risikoaufklärung ist ein von der für ein elektronisches Register genutzten Technologie inhaltlich zu trennendes Thema, das nicht mit den technologischen Anforderungen an vertrauenswürdige Register vermengt werden sollte.
- Das Eckpunktepapier gibt Anlass, unabhängig von den technischen Anforderungen an vertrauenswürdige Register, die bisher genutzten Instrumente zum Anlegerschutz einer ergebnisoffenen Überprüfung zu unterziehen.

Im Einzelnen:

I. Vorbemerkungen

Wir begrüßen den am 7. März 2019 veröffentlichten gemeinsamen Vorschlag des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz zur Einführung elektronischer Wertpapiere unter Wahrung der Erfordernisse des Anlegerschutzes.

Auch wir gehen davon aus, dass eine EU-weite Harmonisierung zwar in hohem Maße wünschenswert, aber in naher Zukunft nicht realisierbar ist. Dies belegen nicht nur die bislang gescheiterte Harmonisierung des materiellen Wertpapierrechts, sondern auch die ins Leben gerufenen nationalen Initiativen in z.B. Frankreich, Luxemburg, Liechtenstein, Malta und Gibraltar. Die Vermeidung eines zusätzlichen, deutschen Sonderweges durch die Berücksichtigung der Diskussionen auf internationaler und europäischer Ebene erachten wir ebenfalls als sinnvoll.

Der einheitliche Verzicht auf das Urkundserfordernis wird in Europa spätestens seit dem Zweiten Giovanni Report (Second Giovanni Report on EU Clearing and Settlement Arrangements) aus 2003 diskutiert. Die Aufgabe des deutschen Papiererfordernisses für Schuldverschreibungen ist damit ein überfälliger Schritt zur Annäherung an die europäischen Länder, die bereits die Entmaterialisierung ihrer nationalen Wertpapierbegriffe vollzogen haben.

II. Grundsätzliche Bewertung vorgeschlagener Maßnahmen

Wir befürworten das Ziel, Wertpapiere nach dem Vorbild des Bundesschuldenwesengesetzes (BSchuWG) durch Eintragung in ein hinreichend qualifiziertes digitales Register („Qualifiziert Digitales Register“ oder „QDR“) entstehen und verwalten zu lassen.

Wir unterstützen zudem den Ansatz einer technologieneutralen Regelung. Trotz ihres erheblichen Potenzials stellt die Distributed Ledger Technology („DLT“) lediglich eine mögliche Technologie zur Begebung und Verwaltung elektronischer Wertpapiere dar. In Anbetracht des Umstandes, dass sich die DLT noch in einem sehr frühen Entwicklungsstadium befindet, ist es unerlässlich, die Einführung der Emission digitalisierter Wertpapiere und deren digitalen Übertragbarkeit möglichst technologieneutral auszugestalten.

Ähnliches gilt für die anfängliche Beschränkung auf elektronische Schuldverschreibungen. Grundsätzlich ist mit Blick auf bestehende Vorschläge im Schrifttum und Vorbilder im Ausland auch die Begebung digitaler Aktien und Fondsanteile im Sinne elektronischer Wertpapiere anzustreben. Zur Reduzierung der gesetzgebungstechnischen Umsetzungskomplexität und

im Interesse einer zügigen Umsetzung erster Schritte können wir jedoch eine vorübergehende Beschränkung auf elektronische Schuldverschreibungen nachvollziehen. Der Entfall des Urkundenerfordernisses sollte anschließend jedoch zügig auch auf Aktien und Fondsanteile erstreckt werden.

III. Charakteristika von DLT-basierten Systemen

Bevor einzelne Anforderungen von Qualifizierten Digitalen Registern in den Mittelpunkt rücken, ist es wichtig, sich die wesentlichen Charakteristika von DLT-basierten Systemen in Erinnerung zu rufen:

Es ist zwischen den öffentlichen (unpermissioned) Blockchains und privaten (permissioned) DLT-Lösungen zu unterscheiden. Öffentliche Blockchains stellen eine Infrastruktur dar, die niemandem singular „gehört“ und auch von niemandem singular „betrieben“ wird. Sie sind eher vergleichbar mit dem Internet in seiner heutigen Funktionsweise, das auch keinen zentralen Betreiber kennt. Eine öffentliche Blockchain ist vielmehr ein dezentral von vielen Beteiligten organisiertes Netzwerk, das der Allgemeinheit zur Nutzung zur Verfügung steht. Auf dieser dezentralen Infrastruktur kann jedermann Anwendungen (Applikationen) entwickeln und nutzen. Diese können, je nach Ausgestaltung, Teil der öffentlichen Gesamt-Infrastruktur werden, indem eine Software zur Automatisierung bestimmter Prozesse unveränderlich auf eine öffentliche Blockchain geladen wird. Anwendungen können aber auch so ausgestaltet werden, dass sie der Einflussnahme von außen unterliegen, zum Beispiel durch die Nutzung von außerhalb der Blockchain verwalteten Daten – diese „on-chain/off-chain“-Schnittstellen werden auch als sog. Oracles bezeichnet).

Ganz anders stellt sich die Situation bei privaten DLT-Lösungen dar. Hier gibt es tatsächlich einen Betreiber oder eine geschlossene Betreibergruppe, bei der sich die bekannten Fragestellungen für zentral geführte Datenbanken stellen. Hier geht es im Ergebnis in erster Linie um die Verlässlichkeit des Betreibers.

Vor diesem Hintergrund erscheint die im Eckpunktepapier durchgehend gewählte Formulierung, dass jemand das Register auf einer Blockchain „führt“, nur einen kleinen Teil der technologischen Möglichkeiten zu umfassen. Die Formulierung legt nahe, dass von vornherein nur eine Registerführung durch bestimmte Betreiber in Betracht gezogen wird. Öffentliche Blockchains und darauf aufbauende Applikationen (jedenfalls soweit auf Elemente verzichtet wird, die eine nachträgliche Einflussnahme ermöglichen) scheinen hingegen keine Berücksichtigung zu finden.

Dies widerspricht unseres Erachtens dem formulierten Anspruch, technologie-neutral elektronische Register zu ermöglichen. Dies gilt im Übrigen auch für die Anforderung, dass „Das elektronische Wertpapierregister [soll]

die Anleihebedingungen aller in ihm erfassten Schuldverschreibungen sowie nähere Informationen über das Register im Internet für jedermann kostenlos abrufbar halten“ soll, sofern mit Internet das Internet der heutigen Ausgestaltung gemeint ist.

Um die Rolle der Bundesrepublik als einen der führenden Digitalisierungs- und FinTech-Standorte nachhaltig zu stärken, wäre eine aktive Auseinandersetzung mit den Mindestkriterien erforderlich, die tatsächlich technologieunabhängig an offene Netzwerke zu stellen sind, die als Qualifizierte Digitale Register fungieren könnten. Der Bereich der „betreiberlosen“ Netzwerke stellt die eigentliche technologische Weiterentwicklung der aktuellen Systeme dar, von der erhebliches wirtschafts- und gesellschaftspolitisches Potenzial ausgeht. Dieses Innovationspotenzial auszublenden und die ihm zugrundeliegende Technologie sogar zu benachteiligen, dürfte einer Stärkung des deutschen Wirtschaftsstandortes im digitalen Bereich zuwiderlaufen.

Nur am Rande sei erwähnt, dass der bekannte Vorwurf des zu hohen Energieverbrauches bei den öffentlichen Blockchains nicht auf alle öffentlichen Blockchains zutrifft und selbstverständlich auch der Weiterentwicklung der genutzten Konsensmechanismen unterliegt. Der mit dem Proof of Work Mechanismus einhergehende Energieverbrauch ist daher für sich genommen noch kein Argument gegen öffentliche Blockchains in ihrer Gesamtheit. Der Gesetzgeber hat es in der Hand, eine Entwicklung zu weniger energieintensiven Mechanismen zu unterstützen oder aber die Nutzung überwiegend erneuerbarer Energie zu verlangen.

IV. Elektronische Schuldverschreibungen

Die vorgeschlagene Anlehnung an das Vorbild des Bundesschuldenwesengesetzes (BSchuWG) für die Einführung eines elektronischen Registers halten wir für einen sinnvollen Weg.

Bund und Länder können bereits heute vollständig entmaterialisierte Anleihen emittieren, die durch Eintrag in das Bundes- oder Landesschuldbuch begründet werden. Auf diese privatrechtlichen Verbindlichkeiten der öffentlichen Hand finden die gleichen sachenrechtlichen Vorschriften Anwendung wie auf verbrieftes Schuldverschreibungen. Mit dem Bundesschuldenwesengesetz hat der Gesetzgeber über § 6 BSchuWG eine Gleichbehandlung der Forderungen gegen den Bund mit verbrieften Forderungen realisiert, indem er die Sammelschuldbuchforderungen als Wertpapiersammelbestand fingiert (§ 6 Abs. 2 S. 1 BSchuWG) und die Vorschriften des Depotgesetzes als entsprechend anwendbar erklärt (§ 6 Abs. 2 S. 6 BSchuWG).

Der Gesetzgeber könnte in entsprechender Weise die Fiktion auf bestimmte digitale Rechtspositionen erstrecken, die in einem dezentralen Register, das als QDR qualifiziert, verwaltet werden. Anstelle des Vertrauens des öffentlich geführten Registers des BSchuWG steht das Vertrauen in das kryptographisch gesicherte dezentrale Register. Der aus dem Register eindeutig zuzuordnende Token würde den notwendigen Rechtsschein für die Inhaberschaft des digital verbrieften Rechts begründen.

Die im Eckpunktepapier zum Internationalen Privatrecht angestellten Überlegungen sind mit Blick auf grenzüberschreitende dezentrale Register zu erweitern, die von keiner zentralen Stelle geführt werden. Da ein solches Register als multilaterales System nach dem Marktortprinzip der Aufsicht mehrerer Staaten unterliegen kann, ermöglicht eine an Art. 4 Abs. 1 Buchst. h Rom I-VO anknüpfende Regelung, nach der das Recht desjenigen Staates maßgeblich sein soll, unter dessen Aufsicht das Wertpapierregister steht, keine kollisionsfreie Bestimmung des anwendbaren Rechts. Deshalb könnte subsidiär für grenzüberschreitende dezentrale Register an das für das Finanzinstrument, bzw. den Utility Token oder die Kryptowährung geltende Recht angeknüpft werden. Mangels Rechtswahl könnte hier das Emissionsortprinzip Anwendung finden.

V. Anforderungen an ein Qualifiziertes Digitales Register

Die zivilrechtlichen Kernelemente von Wertpapieren, namentlich die Legitimations-, Liberations- und Übertragungsfunktion, sollen bei elektronischen Wertpapieren durch die Eintragung im Register gewährleistet sein. Im Ausgangspunkt stimmen wir zu, dass die Authentizität (d. h. Feststellung des Urhebers) und die Integrität (d. h. Unverfälschtheit seit der Herstellung) digitaler Wertpapiere durch die Ausgestaltung eines Qualifiziert Digitalen Registers sichergestellt sein muss. Vor diesem Hintergrund sind an die Verlässlichkeit der Registerführung und die Richtigkeit des Registerinhalts tatsächlich hohe Anforderungen zu stellen.

Die Authentizität und Integrität von in einem Register geführten Wertpapieren kann grundsätzlich auf zwei Arten sichergestellt werden:

- Durch zentrale Führung des Registers durch eine vertrauenswürdige Einheit, also den Staat selbst, eine entsprechend staatlich überwachte registerführende Stelle, oder unter bestimmten Voraussetzungen auch durch den Emittenten.
- Durch Nutzung einer Technologie, die - wie das Eckpunktepapier auf Seite 3 ausführt – ausschließt, dass Eintragungen im Wertpapierregister ab einem zu definierenden Zeitpunkt nachträglich unbefugt verändert werden und so Authentizität und Integrität der Wertpapiere durch die Technik in gleicher Weise sicherstellt wie

durch bewährte Systeme und Verfahren. Diese Anforderungen können unseres Erachtens derzeit nur durch offene (permissionless) Blockchains und Applikationen erfüllt werden.

1. Zentral geführte Register

Die aufsichtsrechtlich relevanten Themen bei zentral geführten Registern sind hinlänglich bekannt. Ob zu diesem Zweck eine herkömmliche Datenbank verwendet wird oder eine DLT spielt eine untergeordnete Rolle. In jedem Fall ist hier Vertrauen in die registerführende Stelle erforderlich, die durch geeignete aufsichtsrechtliche Anforderungen zu flankieren ist.

2. Dezentral geführte Register

Die Festlegung abstrakter Kriterien für die zweite, neue Variante bedarf hingegen einer eingehenden Analyse der genutzten Technologie sowie der Governance Struktur (vor allem der damit einhergehenden Konsens- und Incentivierungsmechanismen sowie der Frage, wer über eine – möglicherweise notwendige – Weiterentwicklung der Technologie entscheiden kann). Eine Beschränkung auf ausschließlich zentral geführte Register (durch den Staat oder beaufsichtigte Institutionen) widerspräche der ausdrücklich beabsichtigten Technologieneutralität. Notwendig ist eine intensive und ergebnisoffene Diskussion. Die (bloße) Fokussierung auf etwaige Missbrauchsrisiken zukunftsweisender Technologien kann eine ergebnisoffene Evaluierung dieser Technologien nicht ersetzen. Das Potenzial, die Unternehmensfinanzierung insbesondere von Startups und KMUs durch einen erleichterten Zugang zum Kapitalmarkt nachhaltig zu verbessern, darf nicht unterschätzt werden. In der Analyse, Evaluation und Integration der sich ökonomisch sowie gesellschaftspolitisch eröffnenden, neuen Möglichkeiten sehen wir daher die Hauptaufgabe der Politik. Es bedarf einer deutlich entschiedeneren Anstrengung, die neuen Technologien im Detail zu verstehen und ihre Möglichkeiten aktiv zu nutzen. Um die angestrebte gesetzliche Neuregelung nicht zu verzögern, unterstützen wir die angekündigte Vorgehensweise, eine Ermächtigung vorzusehen, die konkreten technischen Einzelheiten durch Rechtsverordnung zu regeln, solange die gesetzliche Grundlage tatsächlich technologieneutral formuliert wird.

Vor diesem Hintergrund sollte auch die bisherige Ablehnung von Sandboxes, also kontrollierter regulatorischer Experimentierräume, überdacht werden. Sandboxes könnten einen rechtssicheren und regulierungstheoretisch effizienten Weg zu einer (regulatorischen) Evaluierung neuer Technologien eröffnen. Dies könnte häufig – wie in den anderen EU-Mitgliedstaaten, die bislang mit Regulatory Sandboxes und Innovation Hubs experimentieren – auf Basis von Ermessensentscheidungen der Aufsicht, gestuften Genehmigungsprozessen, de-minimis Grenzen und befristeten

Auflagen erfolgen, ohne dass hierzu zwingend zusätzliche gesetzliche Rahmenbedingungen geschaffen werden müssten.

3. Initiierung oder Führung durch den Emittenten

Im Hinblick auf die Führung des QDR durch den Emittenten selbst oder einen von ihm beauftragten Dritten begrüßen wir die grundsätzliche Ausrichtung im Eckpunktepapiers:

Ist durch die verwendete Technologie die Authentizität und Integrität der Eintragungen im Wertpapierregister sichergestellt, sollte es tatsächlich möglich sein, dass der Emittent selbst oder ein von ihm beauftragter Dritter das Register initiiert. Die Verwendung des Begriffs „Führen“ des Registers in diesem Zusammenhang erscheint unglücklich, da die Technologie für sich genommen die verlangte Authentizität und Integrität nur dann sicherstellen kann, wenn auf ein aktives Führen im Sinne von vorbehaltenen Einflussnahmemöglichkeiten gerade verzichtet wird. Besteht, wie bei privaten (permissioned) Netzwerken die Möglichkeit, dass ihre Betreiber Einfluss auf den Inhalt des Registers nehmen, so müsste entsprechend eine Aufsicht über diese Betreiber erfolgen.

In Abweichung zum Eckpunktepapier sehen wir auch keinen zwingenden Grund, diese Möglichkeit auf Sachverhalte zu beschränken, in denen keine Einbuchung bei einem Zentralverwahrer erforderlich ist. Solange durch die Bereitstellung entsprechender Schnittstellen sichergestellt ist, dass die durch den Emittenten oder einem vom ihm beauftragten Dritten initiierten Buchungen im Effekten giro erfasst werden können, ist aus technologischer Perspektive kein Grund ersichtlich, Wertpapiere, die an einem geregelten Markt, einem multilateralen Handelssystem (MTF) oder einem organisierten Handelssystem (OTF) gehandelt werden, von dieser Möglichkeit auszunehmen.

Im Rahmen der Evaluierung der Herausforderungen, die sich im Zusammenhang mit einer tatsächlichen Führung eines Registers durch den Emittenten selbst oder einem von ihm beauftragten Dritten (also zum Beispiel durch Nutzung einer privaten DLT Lösung) ergeben können, sollte auf Erfahrungswerte aus den Jurisdiktionen zurückgegriffen werden, die bereits heute die Verwaltung eines Wertpapierregisters durch den Emittenten kennen.

Im Hinblick auf das notwendige Wertpapierliefer- und -abrechnungssystem auf Ebene der Nachhandels-Infrastruktur sollte auf europäischer Ebene geprüft werden, inwieweit dezentrale Technologien als technologische Grundlage für den Betrieb des Effekten giros in Frage kommen. In diesem Kontext könnte eine von den Mitgliedstaaten im Rahmen der European Blockchain Partnership (EBP) betriebene sog. European Blockchain Services Infrastructure (EBSI) eine wichtige Rolle spielen.

4. Ergebnis und weiterer Lösungsansatz

Insgesamt plädieren wir deutlich für eine Ermöglichung von elektronischen Registern auch auf öffentlichen Blockchains nach Evaluierung der Stärken und Schwächen der verschiedenen Systeme. „Ist durch Verwendung der Blockchain-Technologie [...] Authentizität und Integrität der Wertpapiere durch die Technik in gleicher Weise sichergestellt [ist] wie durch bewährte Systeme und Verfahren,“ sollte also auch ohne eine Register-„führende“ Einheit ein Register auf einer öffentlichen Blockchain anerkannt werden. Zu diesem Zweck sollte eine öffentlich einsehbare Liste derart anerkannter Register von staatlicher Stelle geführt werden.

Die hierfür erforderliche Evaluierung öffentlicher Netzwerke in der gebotenen Detailtiefe erscheint uns aufwendig, aber machbar. Wir sehen daher keine durchgreifenden Hindernisse für die Akzeptanz auch öffentlicher Blockchains als Grundlage für elektronische Register, sofern Mindeststandards für die genutzten Netzwerke und den darauf geladenen Smart Contracts (Applikationen) formuliert werden. Deutschland als führender Technologiestandort sollte den Ehrgeiz besitzen, sich dieser Aufgabe zu stellen.

QDR, die diese Anforderungen erfüllen, sollten in eine Liste qualifizierter Register aufgenommen werden, die durch eine öffentliche Stelle (BMF, BMWi, BaFin) geführt wird. Die Mindestvoraussetzungen für eine Aufnahme in diese Liste könnten umfassen:

- im Hinblick auf die technische Sicherheit,
 - Audit-Anforderung und
 - Hinreichende Größe und Diversifikation des Netzwerks,
- im Hinblick auf die Governance
 - der genutzte Konsensus Mechanismus (on-chain) und
 - Verlässliche Mechanismen zur Entscheidung über Software-Updates etc (entweder on-chain oder durch off-chain Governance Regeln)
- sowie optional auch Anreize für gesellschaftspolitisch gewünschten Strukturen, zB.
 - Bevorzugung von demokratischen Governance Strukturen (versus plutokratischer Strukturen);
 - Energieeffizienz.

Gegenwärtig entwickeln sich Mischformen von DLT-Lösungen, die keine öffentliche Blockchain darstellen, aber dennoch vergleichsweise offen und auf Inklusion bedacht organisiert sind. Dies eröffnet die Möglichkeit einer kontrollierten Annäherung an das Konzept der öffentlichen Blockchains.

Gedacht ist hierbei nicht an durch private, geschlossene Clubs betriebene Netzwerke, die sich unseres Erachtens nicht von jeder anderen zentral geführten Datenbank unterscheiden. Vielmehr ist hiermit eine Struktur gemeint, die offene Netzwerke zum Beispiel auf Ebene eines gemeinnützigen Vereins zentral organisiert. Zentrales Element ist hierbei, dass das Netzwerk als solches (Protokoll-Ebene) nicht gewinnorientiert organisiert wird und so Interessenkonflikte mit privaten Gewinninteressen vermieden werden. Unter einem zentral organisierten (typischerweise auf Basis von Proof of Authority), aber offenen Netzwerk im Sinne einer öffentlich verfügbaren Infrastruktur verstehen wir solche, bei denen die Verleihung der „Authority“ an objektiven Kriterien orientiert ist und nicht an der willkürlichen Zustimmung einzelner Parteien. Diese objektiven Kriterien dürfen nicht zu eng gesetzt sein und keine prohibitiven Elemente enthalten (wie zum Beispiel überhöhte Aufnahmegebühren). Orientierung können die entwickelten Kriterien der Horizontalleitlinien der Europäischen Kommission (ABl. EU Nr. C 11, S. 1 ff. v. 141.2011, Rz. 257 ff.) geben, wonach Dritten der Zugang zu „Normen“ bzw. zu „Standardbedingungen“ zu fairen, zumutbaren und diskriminierungsfreien Bedingungen zu gewähren ist.

Jedenfalls ein in dieser Weise immer noch zentral organisiertes, aber dezentral angelegtes Netzwerk sollte unseres Erachtens bei der Erfüllung von Mindestanforderungen an die genutzte Technologie sowie Governance von einer Erlaubnispflicht ausgenommen werden, wie sie berechtigt für zentral geführte elektronische Register verlangt wird.

VI. Anlegerschutz

Von der Frage nach der Authentizität und Integrität von Wertpapieren auf elektronischen Registern ist die Frage nach einem effektiven Anlegerschutz bei der Zeichnung von derartigen Anlagen zu unterscheiden (Schutz vor uninformierten Investitionsentscheidungen). Diese beiden Aspekte werden im Eckpunktepapier (insbesondere in der Spiegelstrich-Liste auf Seite 5) unseres Erachtens nicht hinreichend klar unterschieden.

Unter Anlegerschutz-Gesichtspunkten erscheint uns der reflexartige Rückgriff auf konventionelle Regulierungsinstrumente (Ausschluss von Privatanleger oder zumindest Erwerbseinschränkungen in dem Sinne, dass nur über beaufsichtigte Intermediäre erworben werden darf) als nicht sachgerecht.

Die Form der wertpapiermäßigen Verbriefung eines Anlageinstruments als elektronisch oder papierbasiert hat grundsätzlich keinen Einfluss auf das finanzielle Risiko, das ein Anleger mit seiner Investitionsentscheidung eingeht. Ein pauschaler Ausschluss von Privatanlegern von der Teilnahme an elektronischen Emissionen (wie im Eckpunktepapier als eine Möglichkeit beschrieben: „Blockchain-Schuldverschreibungen dürfen nur von institutionellen/qualifizierten Anlegern erworben werden, nicht von Privatanlegern“) erscheint daher unverhältnismäßig und nicht dazu geeignet, den Anlegerschutz zu stärken.

Die Sorge vor einer vorschnellen, da erleichterten, elektronischen Zeichnung von Anlageinstrumenten durch Privatanleger mag die Einrichtung einer Zugangsbeschränkung nahelegen – im Eckpunktepapier wird hierzu zur Diskussion gestellt, dass „Privatanleger [...] Blockchain-Schuldverschreibungen nicht direkt vom Emittenten oder einem anderen Anleger erwerben [dürfen], sondern der Erwerb muss stets über einen zugelassenen und überwachten Intermediär erfolgen, der für die Aufklärung und Beratung des Anlegers sorgt“.

Diese Rolle des Intermediärs sollte uE einer Überprüfung unterzogen werden, insbesondere bezogen darauf, in welchem Maß sie nachweisbar zu einem effektiven Anlegerschutz im Sinne der Förderung einer sachlich begründeten Investitionsentscheidung beiträgt. In den bestehenden Vertriebsstrukturen unterliegen Intermediäre einem bekannten Interessenkonflikt und sind nicht notwendig ausschließlich den Interessen ihrer Kunden verpflichtet. Dieser Interessenkonflikt lässt sich nur begrenzt durch immer stärkere und teilweise bereits überbordende Regulierung der Intermediäre ausgleichen. Die Rolle der Intermediäre als Instrument des Anlegerschutzes sollte daher uE nicht überfrachtet werden.

Ein ehrlicher Anlegerschutz lässt sich aus unserer Perspektive besser über eine neutrale Beratung oder durch Stärkung des Selbstschutzes erreichen, indem die eigenen Fähigkeiten zum Verständnis und zur Bewertung der Risiken von Anlagen gefördert werden.

Wir regen daher an, die Einführung von elektronischen Schuldverschreibungen zum Anlass zu nehmen, über das Thema Anlegerschutz neu nachzudenken. Wenn ein Erwerb durch Privatanleger von elektronischen Schuldverschreibungen ausschließlich über überwachte Intermediäre in Betracht gezogen wird, so sollte zumindest die Möglichkeit eröffnet werden, hiervon Privatanleger bei Nachweis entsprechender Kenntnisse (zum Beispiel durch einen „Blockchain-Investment-Führerschein“, der Gedanke könnte auf andere Anlageinstrumente wie Immobilien-, Zertifikate-, und sonstige Anlageklassen ausgedehnt werden) auszunehmen. Hierdurch würde eine neue, nicht einkommens-/vermögensabhängige Gruppe von

materiell qualifizierten Anlegern geschaffen und ein Anreiz gesetzt, Privatanleger durch Wissensvermittlung zu schützen.

Wir befürworten grundsätzlich, den Erwerb elektronischer Wertpapiere durch Privatanleger direkt vom Emittenten zuzulassen. Dabei ist freilich die auf S. 5, letzter Spiegelstrich angesprochene Anforderung, Emittenten bestimmte Informations- und Dokumentationspflichten aufzuerlegen sinnvoll. Neben den bereits bestehenden Informations- und Dokumentationspflichten durch einen Wertpapierprospekt oder ein Informationsblatt abhängig vom jeweiligen Emissionsvolumens nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG), ist es grundsätzlich auch sinnvoll auf bestimmte Risiken hinzuweisen, die aus der Digitalisierung der Wertpapiere herrühren.

Allerdings ist dabei zu bedenken, dass wie oben dargestellt insoweit nicht per se ein erhöhtes Risiko durch die Digitalisierung einhergeht und die richtige Handhabung elektronischer Wertpapiere auch durch Wissensvermittlung sichergestellt werden kann.

Aus Anlegerschutz-Gesichtspunkten sehen wir es weiter als nicht erforderlich an, den Emittenten im Zweitmarkt (Weiterverkauf von digitalisierten Schuldverschreibungen von Privatanleger zu Privatanleger) zwingend dazwischenzuschalten, soweit sichergestellt ist, dass die nach dem WpPG erforderlichen Informationen und Dokumentation öffentlich z.B. auf der Webseite des Emittenten zur Verfügung gestellt werden.

Darüber hinaus besteht eine besondere Chance der Anwendung von Blockchain-Technologien gerade in den technischen Erleichterungen für den Handel von elektronischen Wertpapieren, Utility und Kryptowährungen auf dem Sekundärmarkt. Diese Erleichterungen können insbesondere dazu beitragen, dass innovative Unternehmen einen besseren Zugang zum Kapitalmarkt erhalten. Herkömmliche Instrumente der Frühphasenfinanzierung und des Crowdfundings sind wegen ihrer schwachen Fungibilität auf Sekundärmärkten häufig für Investoren unattraktiv. Deshalb sollte auf künstliche Handelsbeschränkungen durch einen vorgeschriebenen Weg über die Emittenten sowohl für den Weiterverkauf von Blockchain-Schuldverschreibungen als auch für den Handel mit Utility Token oder Kryptowährungen verzichtet werden.

Zu prüfen ist aber eine Ausdehnung bestehender Institute der Sekundärmarktregulierung der Marktmissbrauchsverordnung auf die von dieser nicht erfassten Utility Token und Kryptowährungen, um insbesondere Marktmanipulation auszuschließen. Auf europäischer Ebene ist daher eine Ergänzung des Art. 2 Nr. 2 MAR vorzuschlagen, um den Anwendungsbereich der Art. 12 und 15 MAR zu erweitern. Dieser Erweiterung könnte im nationalen Recht vorweggenommen werden. Dabei könnte auch über eine

Erweiterung des Tatbestands der Marktmanipulation nachgedacht werden, um besondere Formen der Marktmanipulation in dezentralen Registern zu erfassen.

VII. Synchronisationsbedarf mit weiteren Regelungsregimen

Neben der Erstreckung der Fiktionen des BSchuWG auf elektronische Schuldverschreibungen, die nicht von Bund oder Ländern begeben, aber in einem Qualifizierten Digitalen Register geführt werden, muss die Einführung elektronischer Wertpapiere mit unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Regelungen synchronisiert werden, um die notwendige Rechts- und Anwendungssicherheit zu schaffen. Dies betrifft nicht nur unterschiedliche nationale Vorschriften des KWG, des WpHG und des KAGB, sondern auch europäische Vorschriften wie die Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (SFTR) sowie die Verordnung über Wertpapierzentralverwahrer (CSDR).

VIII. Emission von Utility-Token/ Kryptowährungen

Die Erstemission von Utility Token und Kryptowährungen ist derzeit erlaubnisfrei möglich und unterliegt keinen Prospekterfordernissen. Es ist an anderer Stelle bereits unterstrichen worden, dass ein freiwilliges Opt-in für einen zu billigenden Prospekt entsprechend der Prospektvorgaben für Security Token sinnvoll erscheint, um den Verkäufern von diesen Token Arten zu ermöglichen, durch freiwillige Compliance mit den strengen Wertpapieranforderungen ein Signal zu setzen. Erforderlich hierfür wäre die Entwicklung von Annexen, die die Informationsbedürfnisse der Käufer entsprechend abbilden.

Zu berücksichtigen ist jedoch, dass sich nach dem ICO-Hype von 2017/2018 inzwischen eine Normalisierung des Marktes eingestellt hat. Utility Token und Kryptowährungen werden zunehmend nicht mehr allein für Frühphasen-Finanzierungen eingesetzt, sondern auch im Rahmen laufender Geschäftsmodelle genutzt (ebenso wie zum Beispiel Amazon-Gutscheine). Im Sinne einer Technologieneutralität müssen insbesondere für elektronische Gutscheine insgesamt dieselben Regelungen gelten, unabhängig davon, ob diese in Token-Form oder anderen elektronischen Formen ausgegeben werden.

Hiervon zu unterscheiden ist die Frage, ob bei liquiden Zweitmärkten erweiterte Regelungen zur Sicherstellung von Marktintegrität erforderlich sind. Dies ist unseres Erachtens zu befürworten (s. auch oben VI. Anleger-schutz, am Ende) – jede Art von liquidem Markt erfordert flankierende Regelungen, die Insidertrading und Marktmanipulationen sanktionieren.

In vielen Bereichen erfasst das geltende materielle Recht auf neue Technologien gestützte Geschäftsmodelle bereits ausreichend. Dort ist erforderlich, dass die Aufsichtsbehörden die bestehenden Regelungen effektiv und sichtbar durchsetzen. Um dies zu gewährleisten, müssen die Kapazitäten und das Knowhow, insbesondere in den Strafverfolgungsbehörden, deutlich ausgebaut werden, um Verstöße nach bereits geltendem Recht zu ahnden. Im Interesse der Rechtssicherheit, der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Marktes und eines Level Playing Fields für die Marktteilnehmer sowie einer gelebten Demokratie sollte der Staat sein Gewaltmonopol wirksam ausüben und verfassungsrechtlich gebotene Rechtsanwendungsgleichheit gewährleisten. Regeln werden nur eingehalten, wenn Regelverstöße (zeitnah) geahndet werden. Das Aufstellen immer strengerer Regeln unter gleichzeitiger Nichtverfolgung von Verstößen hält seriöse Anbieter vom deutschen Markt fern, ohne unseriöse Anbieter wirksam zu bekämpfen. Dies schafft ein Klima der Hilflosigkeit unter den Marktteilnehmern, insbesondere bei Verbrauchern. Es schadet dauerhaft der Akzeptanz notwendiger Regulierung und demokratisch legitimer, verhältnismäßiger staatlicher Eingriffe und kann nicht zuletzt auch eine mögliche Verletzung des allgemeinen Gleichheitssatzes begründen. Vor diesem Hintergrund ist jeder aufsichtsrechtliche Regulierungsvorschlag zu reflektieren.

Wir bedanken uns bei den Mitgliedern der Working Group Finance, die an dieser Stellungnahme mitgewirkt haben (in alphabetischer Reihenfolge): Prof. Dr. Heribert Anzinger, Dr. Christoph Gringel, Daniel Resas, Tobias Seidl, Alireza Siadat, Dr. Nina-Luisa Siedler.

Mit freundlichen Grüßen



Florian Glatz
Präsident



Dr. Nina-Luisa Siedler
Sprecher Finance Working Group