



Berlin, 10.05.2023

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG)

Als Blockchain Bundesverband e. V. (Bundesblock) vertreten wir die Interessen von Unternehmen und Institutionen, die schwerpunktmäßig mit der Umsetzung von Blockchain-basierten Geschäftsmodellen befasst sind. Da für unsere Mitglieder insbesondere die Blockchain-bezogenen Bestimmungen des Referentenentwurfs von Bedeutung sind, beschränken wir uns vorliegend auf die einschlägigen Themenbereiche. Die Regelungen zur Umsetzung des DLT-Pilotregimes stellen eine rein gesetzestechnische Umsetzung der Verordnung (EU) 2022/858 dar und bedürfen deshalb aus unserer Sicht keiner ausführlichen Stellungnahme.

**Autoren** (Nach Nennung der Leads alphabetische Reihenfolge nach Vornamen)

*Dr. Thorsten Voß*, Co-Lead und Rechtsanwalt

*Zsófia Vig*, Co-Lead der Arbeitsgruppe Finanzwirtschaft, Rechtsanwältin

*Phil Hamacher*, Rechtsanwalt

*Philipp J.A. Hartmannsgruber*, Vorstand Bundesblock | PJAH Consulting

*Moritz Schildt*, Vorstand Bundesblock | Vorstand Hanseatic Blockchain Institute



# 1. Artikel 19 - Änderung des Kreditwesengesetzes - 5d.

## Besondere Pflichten bei Kryptoverwahrung

### a. § 26b Abs. 1 KWG-E

§ 26b Abs. 1 KWG-E soll Kryptoverwahrer zur Vermögenstrennung von Kryptowerten ihrer Kunden und den eigenen Kryptowerten verpflichten. In § 26b Abs. 1 S. 2 KWG-E wird die gebündelte Verwahrung von Kryptowerten mehrerer Kunden als „gemeinschaftliche Verwahrung“ definiert. Hierunter kann die Verwahrung von Kryptowerten auf einer Omnibus-Wallet verstanden werden. Diese ist weiterhin als Instrument zulässig, soweit die Vermögenstrennung erfüllt wird. Denn die Vorschrift enthält zusätzlich auch die Verpflichtung, bei gemeinschaftlicher Verwahrung eine jederzeitige Bestimmbarkeit der den jeweiligen Kunden gehörenden Werten zu gewährleisten. § 26b Abs. 1 KWG-E steht damit im Einklang mit der Vorschrift des Art. 67 Abs. 7 der MiCA-VO, welche bekanntlich vom Europäischen Parlament am 20.04.2023 verabschiedet wurde und wohl in Kürze in Kraft treten wird.<sup>1</sup> Die Einhaltung dieser Pflichten zu überprüfen, wird Aufgabe der Finanzaufsichtsbehörden - in Deutschland der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) - sein. Gemäß § 57 KWG-E würde bei Verstoß ein Bußgeld in Höhe von bis zu 500.000 Euro drohen.

### b. § 26b Abs. 2 KWG-E

Nach § 26 Abs. 2 KWG-E ist eine weitere Pflicht für den Kryptoverwahrer geregelt. Hiernach soll dieser sicherstellen, dass nicht ohne „ausdrückliche Einwilligung“ seiner Kunden über von ihm verwahrte Kryptowerte (oder deren Schlüssel) verfügt wird. Weder von ihm, noch von anderen.

Im Umkehrschluss wird jedoch auch die Möglichkeit geschaffen, dass der Kunde eben in solche Verfügungen „ausdrücklich einwilligen“ kann. Das ist auch grundsätzlich in Ordnung, denn schon jetzt zeigen sich Dienstleistungen, die derartige Verfügungen zwingend erfordern (z.B. Staking und Lending). Welche Anforderungen an diese ausdrückliche Einwilligung zu stellen sind, wird hingegen nicht näher erläutert. Auch die Begründung zum ZuFinG enthält keine weiteren Erklärungen oder Angaben hierzu.

Eine Formvorschrift für die ausdrückliche Einwilligung wäre hier wünschenswert, um eine Dokumentations- aber auch Warnfunktion zu erreichen. Möglich wäre z.B. die Formulierung „schriftlich oder elektronische Einwilligung“. Da das Spannungsfeld sehr groß ist, würde so ein Mehr an Rechtssicherheit geschaffen. Davon würden alle Beteiligten profitieren.

---

<sup>1</sup> Die MiCA-VO wird am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union in Kraft treten, vgl. Art. 126 Abs. 1 MiCA-VO. Geltung erlangt die VO erst nach weiteren 18 Monaten, vgl. Art. 126 Abs. 2 MiCA-VO, mit Ausnahme der Bestimmungen über E-Geld-Token und wertreferenzierte Token, die bereits ab dem Tag des Inkrafttretens der Verordnung gelten sollen.

### **c. § 46i Abs. 1 u. Abs. 2 KWG-E**

Die in § 26b Abs. 1 KWG-E verankerte Vermögenstrennungspflicht mündet in § 46i Abs. 1 u. Abs. 2 KWG-E. Die Pflicht zur Vermögenstrennung rechtfertigt auch eine haftungsrechtliche Zuordnung. Insoweit gelten verwahrte Kryptowerte und deren Schlüssel, als dem Kunden „gehörig“.

Durch den Wortlaut „gilt“, beabsichtigt der Referentenentwurf die Einführung einer gesetzlichen Fiktion. Die gleiche Fiktion soll nach § 46i Abs. 2 Alt. 1 KWG-E auch für solche Kryptowertanteile greifen, die sich in gemeinschaftlicher Verwahrung befinden. Die Begründung ist schlüssig. Durch diese Fiktion der Zugehörigkeit wäre bei einem vollstreckungsrechtlichen Zugriff auf die verwahrten Kryptowerte eine Drittwiderspruchsklage der Kunden gemäß § 771 ZPO möglich. Im Insolvenzverfahren über das Vermögen des Verwahrers steht dann den Kunden insoweit auch ein Aussonderungsrecht gemäß § 47 InsO zu, welches zuvor in der Literatur umstritten war. Diese Regelung schafft also Klarheit sowohl für Kryptoverwahrer, als auch für deren Kunden. In der Insolvenz des Kryptoverwahrers wären die Rechte der Kunden gestärkt. Das Vertrauen in die Kryptoverwahrbranche wird damit weiter steigen.

In § 46i Abs. 1 S. 2 KWG-E öffnet sich jedoch ein Spannungsfeld, ähnlich dem in § 26b Abs. 2 KWG-E. Denn Bei Einwilligung des Kunden in Verfügungen über den Wert für Rechnung des Instituts oder Dritte, soll die obenstehende Fiktion wiederum nicht greifen. Im Unterschied zum obigen § 26b Abs. 2 KWG-E fällt zudem auf, dass als Anknüpfungspunkt diesmal eine bloße Einwilligung ausreicht. Eine „ausdrückliche Einwilligung“, wie in § 26b Abs. 2 KWG-E, ist hingegen nicht gefordert. Die unscharfe Formulierung lässt Raum für Spekulationen.

Auch hier würde eine Formerfordernis wie z.B. „schriftlich oder elektronisch“ Rechtssicherheit bieten und das Vertrauen stärken, insbesondere da vom Bestehen oder Nichtbestehen der Einwilligung des Kunden letztlich auch seine Aussonderungsrechte abhängig sein werden.

Im Ergebnis bleibt die Zugehörigkeitsfiktion des § 46i KWG-E sehr begrüßenswert.

### **d. § 46i Abs. 3 KWG-E – Kosten der Aussonderung**

§ 46i Abs. 3 KWG-E ist eine Ausnahmeregelung und regelt als solche die Kosten der Aussonderung von Kryptowerten im Insolvenzfall. Grundsätzlich sind Aussonderungskosten von der Insolvenzmasse zu tragen. Nach § 46i Abs. 3 KWG-E soll jedoch die Insolvenzmasse geschont werden und die Kosten der Aussonderung von den Kunden getragen werden, die sie verlangen. Für aussonderungsberechtigte Kunden ist die vorgeschlagene Kostenregelung im Vergleich zu anderen internationalen Vorschriften mit ähnlichem Regelungsgehalt [z. B. Art. 242a S. 4 SchKG (Schweiz)], sogar attraktiver. Denn sie enthält eine Rückausnahme. Soweit aussonderungsberechtigte Kunden die Übertragung ihrer Werte auf ein anderes Institut verlangen, soll die Aussonderung für sie kostenfrei sein.

Der § 46i Abs. 3 KWG-E kann jedoch kritisch betrachtet werden. Dass Kunden eines insolventen Kryptoverwahrers auch gleichzeitig Kunden eines anderen Kryptoverwahrers sind, wird eher die Ausnahme als die Regel sein. Zugleich bleiben gezielt solche Kunden unberücksichtigt, die eine eigene Walletadresse unterhalten. Soweit diese Kunden ihre Werte herausverlangen, werden sie mit den Kosten der Aussonderung belegt, obwohl der technische Aufwand für ausgehende Transaktionen identisch sein dürfte. Um von den Kosten verschont zu werden, wären diese Kunden gezwungen, erst ein anderes Institut aufzusuchen und dort eine Vertragsbeziehung zu begründen.

Für das Erfordernis, einen weiteren Verwahrer zu involvieren, kann es gute Gründe geben. Wenn der Referentenentwurf insoweit neue Wege gehen und Anreize schaffen möchte, ist das auch grundsätzlich begrüßenswert. Die so geschaffenen Vorteile sollten jedoch für alle Kunden gleichermaßen gelten und nicht nur für die, die sich kurz nach der Insolvenz des Kryptoverwahrers direkt einem anderen zuwenden (müssen). § 46i Abs. 3 KWG-E dürfte zudem nur einen geringen Anreiz schaffen, dass Kunden eines insolventen Kryptoverwahrers sich eine Wallet bei einem anderen Kryptoverwahrer einrichten lassen. Wahrscheinlicher ist, dass die Kunden den Insolvenzverwalter auffordern werden, ihre Werte auch ohne Involvierung eines weiteren Instituts auszusondern.

Richtig ist auch, dass der Insolvenzverwalter mit der Bearbeitung der Aussonderungsbegehren einen erheblichen Mehraufwand haben wird. Die Gläubigerstruktur eines Kryptoverwahrers unterscheidet sich wesentlich von derjenigen in anderen Regelinsolvenzverfahren. Ein Kryptoverwahrer wird i.d.R. hunderte, wenn nicht tausende Kunden weltweit haben, die nach § 46i KWG-E ihr Aussonderungsrecht ausüben.

Der durch die Aussonderung anfallende Mehraufwand muss dem Insolvenzverwalter angemessen vergütet werden, was die Insolvenzmasse schmälern wird. Hohe Verfahrenskosten können sich nicht nur auf eine ggf. zu erwartende Insolvenzquote bei anderen Gläubigern, sondern auch auf die Übertragungschancen auf z. B. neue Investoren negativ auswirken. Im schlimmsten Fall droht Masseunzulänglichkeit. Bekannt ist zudem, dass sich in der Insolvenzverwalterpraxis der Grundsatz etabliert hat, dass derjenige die Kosten tragen soll, der das Geschäft ursprünglich initiiert hat und damit den späteren Aufwand (mit-)verursacht hat. Der Grundgedanke kann nur gerecht sein. Schließlich würden Transaktionskosten für den Kunden in der Regel auch dann anfallen, wenn der Kryptoverwahrer nicht insolvent ist. Da die Kosten der Aussonderung kein Honorar, sondern lediglich den tatsächlichen Aufwand des Insolvenzverwalters abdecken sollen, dürfte je Transaktion jeweils ein zweistelliger Betrag angemessen und wahrscheinlich sein. Die Höhe der Kosten bleibt freilich für jeden Kunden gerichtlich überprüfbar.

Es spricht einiges für eine Regelung nach schweizerischem Vorbild, dort Art. 242a S. 4 SchKG, der keine Rückausnahmen festlegt.

Dass im Insolvenzfall die Aussonderungskosten für die Herausgabe von Kryptowerten ausnahmsweise von den Kunden zu tragen ist, ist nicht zu kritisieren und in der Sache wohl

auch gerecht. Soweit jedoch eine Rückausnahme geschaffen werden soll, sollte der Anknüpfungspunkt der Kunde sein. Eine Involvierung eines weiteren Kryptoverwahrers bedarf es angesichts des vergleichbaren technischen Aufwands nicht. In Anbetracht des vorprogrammierten Protestes von Kunden, die eine eigene Wallet unterhalten, wäre folgende Formulierung interessengerechter:

*(3) Verlangt der Kunde im Insolvenzverfahren über das Vermögen des Instituts die Aussonderung und soll die Aussonderung nicht durch Übertragung **der Kryptowerte auf den Kunden, einen von ihm benannten Dritten oder auf** ein anderes Institut erfolgen, das das Kryptoverwahrgeschäft betreibt, trägt der Kunde die Kosten der Aussonderung.“*

Allerdings dürfen die Bestrebungen des Referentenentwurfs, Anreize für die Kryptoverwahrbranche zu setzen, nicht den Blick auf das große Ganze verstellen. Tatsächlich wäre es - insb. aufgrund der möglicherweise drohenden Konsequenzen in einem Insolvenzverfahren - noch vorzugswürdiger, wenn eine vollständige Kostentragung durch die aussonderungsverlangenden Gläubiger erfolgen würden.

*(3) Verlangt der Kunde im Insolvenzverfahren über das Vermögen des Instituts die Aussonderung ~~und soll die Aussonderung nicht durch Übertragung auf ein anderes Institut erfolgen, dass das Kryptoverwahrgeschäft betreibt~~, trägt der Kunde die Kosten der Aussonderung.“*

Die vorgeschlagenen Änderungen im KWG sind grundsätzlich äußerst begrüßenswert. Bis auf Unschärfen bei den Anforderungen an eine Einwilligung der Kunden (s.o.), welche in der Form Auseinandersetzungen prognostizieren lassen, ist das Implementieren der Pflichten für den Verwahrer ein wichtiger und guter Schritt, der Rechte stärken und Vertrauen von Kunden und Anlegern in den Kryptomarkt ausbauen wird. Empfehlenswert wären hier Formvorschriften, wie z. B. „schriftlich oder elektronisch“, damit eine Dokumentations- aber auch eine entsprechende Warnfunktion geschaffen wird, da die Folgen mitunter weitreichend sein können.

## 2. Zur geplanten Einführung der elektronischen Aktie

Durch die geplante Krypto-Aktie wird der Regulierung von digitalen Assets wie auch der Krypto-Regulierung insgesamt ein wichtiges Element hinzugefügt.

Jedenfalls im Hinblick auf den Sekundärmarkt waren Kryptoaktien bisher vernachlässigt. Insbesondere ist es bisher grundsätzlich nicht zulässig, Token auf einem multilateralen Handelssystem iSd RL 2014/65/EU (MiFiD II) zu handeln, was der Akzeptanz bei den Anlegern nicht förderlich ist. Auf europäischer Ebene wurde dieser Umstand durch die VO (EU) 2022/858 (DLT-Pilotregime) teilweise angegangen.

Zudem ist es bisher nicht möglich, Kryptowerte hinreichend rechtssicher zu übertragen, da - soweit ersichtlich unstrittig - Token und die ihnen zugrunde liegende Forderungen in Ermangelung ihrer zivilrechtlichen Einordnung als Wertpapier auseinanderfallen können.

Bislang hat dies zur Konsequenz, dass ein Erwerb sog. "aufgeladener" Kryptowerte typischerweise lediglich durch den Emittenten möglich ist. Darüber hinaus kann ein Sekundärhandel nur mit massiven Einschränkungen stattfinden.

Es überrascht daher nicht, dass sich namentlich für wertpapierähnlich ausgestaltete Token bisher kein nennenswerter Sekundärmarkt etablieren konnte. Nachdem im Juni 2021 mit der Einführung des eWpG ein Rechtsrahmen für eine rechtssichere Übertragung für Inhaberschuldverschreibungen geschaffen wurde, ist es grundsätzlich umso begrüßenswerter, dass ein solcher Rahmen nun auch für die Kryptoaktie geschaffen werden soll.

Wir gehen davon aus, dass die geplanten Regelungen - insbesondere in Verbindung mit dem DLT-Pilotregime - dazu beitragen werden, dass das Potential der Blockchain-Technologie besser ausgeschöpft werden kann und dass für den europäischen und deutschen Wertpapiermarkt positive Signale ausgesendet werden.

### a) Aktienrechtliche Regelungen

Die Basis für die Emission elektronischer Aktien ist der Ausschluss ihrer Verbriefung, und zwar sowohl im Hinblick auf die Einzel- wie auch die Sammelverbriefung. Für die geltende Rechtslage wurde ein komplettes Ausschlussrecht in § 10 Abs. 5 AktG von der bislang wohl hM abgelehnt. Angesichts der bekannten hohen Fälschungssicherheit von Blockchain-Systemen vermögen diese Argumente indessen nicht mehr zu überzeugen. Zu begrüßen ist es daher, wenn im neu vorgeschlagenen § 10 Abs. 6 AktG eine Entmaterialisierung nunmehr explizit zugelassen wird. Damit etabliert Deutschland zudem einen aus anderen Ländern längst bekannten Standard.



Es fällt auf, dass die aktienrechtlichen Änderungen nur von minimalinvasivem Umfang sind. So soll neben den Anpassungen in § 10 AktG nach § 13 S. 4 AktG-E bei elektronischen Aktien keine Unterzeichnung stattfinden. Es mag die bisherige Fassung, die an „vervielfältigte Unterschrift“ und „Urkunde“ anknüpft, dahingehend zu verstehen sein, dass der Ersteller dauerhaft angegeben bzw. erkennbar ist, was über eine Blockchain möglich ist. Ausweislich der Gesetzesbegründung sieht der Gesetzgeber die Ergänzung gleichwohl als gebotene Klarstellung an. Darüber hinaus fordert § 67 Abs. 1 S. 5 AktG-E ein beim Wertpapierregisterführer einzurichtendes Meldesystem für elektronische Wertpapiere, um einen Gleichlauf mit klassischen Aktien herzustellen. Das erscheint konsequent, denn der Wertpapierregisterführer (der in der Praxis nicht selten zugleich der Kryptoverwahrer ist), tritt insoweit an die Stelle von Depotbank und Zentralverwahrer.

Allerdings kann die Entmaterialisierung von Inhaberaktien nach § 10 Abs. 1 Nr. 3 AktG-E erfolgen, wenn diese in ein Zentralwertpapierregister nach § 12 eWpG eingetragen sind. und demzufolge ist eine Begebung auf der Basis einer Blockchain, gleich ob in Einzel- oder Sammelverwahrung derzeit noch nicht vorgesehen.

Geplant ist die Einführung der Kryptonamensaktie, aber nicht der Kryptoinhaberaktie.

Begründet wird der Ausschluss von Kryptoinhaberaktien mit gesellschaftsrechtlichen Unsicherheiten und der fehlenden Erprobung denkbarer Lösungen. Es müssten die rechtlichen Rahmenbedingungen dafür geschaffen werden, ohne dass bislang Erfahrungswerte für eine derartige Nutzung der Blockchain-Technologie vorliegen. Auch fehle es an einer Blockchain-basierten Infrastruktur für den Austausch kapitalbezogener Informationen. Im Übrigen würde die Geldwäscheüberwachung erschwert. Vor diesem Hintergrund mag es zutreffen, dass die Namensaktie im deutschen Recht mittlerweile die gesetzlich vorgesehene Standardverbriefung ist. Daher ist auch die vom ZuFinG vorgenommene Übertragung der gesetzgeberischen Wertung der §§ 10 ff. AktG auf elektronische Aktien jedenfalls systematisch stimmig. Für uns als Bundesblock stellt sich jedoch die Frage, ob ein technologieneutrales Gesetz doch besser so gefasst sein soll, dass es allfälligen Innovationen in der Technologie Rechnung trägt und den Rechtsrahmen für eine elektronische Inhaberaktie grundsätzlich vorsehen sollte. Dieser Ansatz wäre auch im Einklang mit dem eWpG, das ebenfalls technologieneutral ausgestaltet ist.

## **b) Geldwäscherechtliche Aspekte**

Die insoweit vom Gesetzgeber angestellten Überlegungen sind im Einklang mit § 10 AktG und einmal mehr der dogmatischen Stimmigkeit geschuldet. Es steht auch zu vermuten, dass der Rückgriff auf geldwäscherechtliche Erwägungen einer allgemeinen Akzeptanz des Gesetzes förderlich ist und einen zügigen Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens befördert. Es ist aber entschieden dem Eindruck entgegenzutreten, Instrumente wie Kryptowerte seien für Geldwäsche anfälliger als herkömmliche Anlageprodukte. Im Ergebnis



sollte die Geldwäsche einer wünschenswerten Einführung von Inhaberaktien bei einer anzustrebenden technologieneutralen Regelung nicht im Wege stehen.

### **c) Anpassung des eWpG**

Nach den oben bewerteten aktienrechtlichen Grundentscheidungen, sind die vorgesehenen Anpassungen des eWpG sehr technischer Natur, was keinen Bedenken begegnet und nur konsequent ist. So erfährt nach § 1 Nr. 2 und 3 eWpG-E das eWpG eine Erweiterung auf Namensaktien sowie in das Zentralregister eingetragene Inhaberaktien. Folgerichtig werden an diversen Stellen des eWpG die „Emissionsbedingungen“ der Schuldverschreibung sprachlich durch „im Fall von elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft“ ersetzt (zB § 6 Abs. 1, § 6 Abs. 2, § 33 S. 2 eWpG-E). Auch die weiteren Änderungen insbesondere des §25 eWpG sind rechtstechnisch konsequent.

### **d) Ausblick**

Wie dargelegt ist die Einfügung der elektronischen Aktie im Rahmen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes uneingeschränkt zu begrüßen und in der vorgelegten Form handwerklich überwiegend gelungen.

Insgesamt bietet die Möglichkeit der Emission von Krypto-Wertpapieren aus Sicht des Bundesblock enormes Potential. Mit einem verlässlichen Rechtsrahmen für solche Krypto-Wertpapiere ergibt sich gerade auch für die Bundesrepublik Deutschland die Chance, eine Vorreiterrolle in diesem globalen Trend einzunehmen. Vor dem Hintergrund, dass Wertpapieremittenten zunehmend global agieren und für anstehende Emissionen diejenige Rechtsordnung wählen, die günstig und verlässlich den Zugang zu Kapital ermöglicht, sollte möglichst bald ein Rechtsrahmen geschaffen werden, der ein möglichst breites Spektrum an Produkten unterstützt. Die Einführung der Kryptoinhaberaktie wäre ein nächster Schritt in diese Richtung.

Auch besteht im Markt nach wie vor ein Bedürfnis zur Tokenisierung noch weiterer Formen der Beteiligungen an Gesellschaften, sei es zu Zwecken der Verbandsorganisation oder der Auflage von Kapitalanlageprodukten. Zu nennen sind insbesondere Kommanditanteile und GmbH-Anteile. Ein Rechtsrahmen zur Tokenisierung dieser Finanzinstrumente ist auch deshalb geboten, um den Rechtsrahmen des KAGB für blockchainbasierte Produkte vollständig ausschöpfen zu können. Bisher existiert ein Rechtsrahmen für elektronische Anteilscheine an Sondervermögen nach § 95 KAGB in Verbindung mit der KryptoFAV als zugehöriger Verordnung. Dies spart aber einen Großteil der am Kapitalmarkt möglichen Produkte aus und verhindert so bereits im Ansatz die Ausbildung eines Sekundärmarkts für derartige Anlageformen. Gerade hier sind aber die Potentiale der Blockchain-Technologie besonders evident und könnten Deutschland einen echten Standortvorteil verschaffen. Eine entsprechende Ergänzung im Rahmen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes wäre deshalb wünschenswert.