

Gruppe Deutsche Börse

Kommentare zum

Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz
und des Bundesministeriums der Finanzen

Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG)

Frankfurt am Main, 14 September 2020

Einleitende Bemerkungen

Die Gruppe Deutsche Börse (GDB) begrüßt den Referentenentwurf für das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren und die Möglichkeit zur Stellungnahme.

Wir befürworten das Bestreben zur Digitalisierung von Wertpapieren ausdrücklich und unterstützen dahingehende Initiativen seit vielen Jahren. Wir sehen in den derzeitigen Entwicklungen eine Chance, dass bestehende und zukünftige Märkte weiterhin sicher, transparent und integer gestaltet werden – bei erhöhter Flexibilität und Effizienz. Neue Technologien wie z.B. DLT/Blockchain sind ein entscheidender Faktor dafür.

Neutrale Stellen wie Zentralverwahrer (CSDs) sind aufgrund ihrer Expertise, robuster IT-Systeme, streng regulierter Prozesse und dem ihnen entgegengebrachten Vertrauen gut positioniert, um zukunftsfähige Lösungen gemeinsam mit anderen Akteuren der Finanzbranche zu entwickeln.

Die Funktion eines „zentralen Registers“ üben wir in unseren CSDs bereits in Luxemburg für elektronische Wertpapiere aus und sehen uns gut gewappnet auch die Funktion als registerführende Stelle für „zentrale Register“ hinsichtlich elektronischer Wertpapiere und Kryptowertpapierregister in Deutschland zu übernehmen.

Wir möchten dazu gerne unsere Erfahrungen in Bezug auf die Emission, Registrierung, Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren und auch hinsichtlich der Anwendung von neuen Technologien an den Finanzmärkten zur Verfügung stellen.

Wir begrüßen den Referentenentwurf und möchten einige Aspekte aufgreifen, die aus unserer Sicht stärker spezifiziert werden könnten.

Zusammenfassung der Gruppe Deutsche Börse Positionen

Übergreifende Aspekte

- Die **Begebung von elektronischen Wertpapieren sog. „Dematerialisierung“ begrüßen wir** (§1), auch wenn diese zunächst „Schuldverschreibungen“ (im ersten Schritt) umfasst. Im zweiten Schritt sollten auch Aktien und Investmentfonds zeitnah dematerialisiert werden.
- Die **sachenrechtliche Regelung bringt Rechtssicherheit** (§2), da auch „nicht-körperliche/digitale Werte“, hier „Wertpapiere“, als Sache definiert werden.
 - **Kryptographische Schlüssel (private keys) mit „Sacheigenschaft“:** Es sollte überdacht werden, ob nicht auch private keys selbst, eine „Sacheigenschaft“ zugewiesen werden sollte oder diese zumindest als wesentliche Bestandteile des Wertpapiers zu qualifizieren wären, da sie für die faktische Verfügungsgewalt des elektronischen Wertpapiers notwendig sind. Ansonsten könnten sich bei der insolvenzrechtlichen Aussonderung Probleme ergeben.
 - Bei der **Sammeleintragung bedarf es zudem der Klarstellung**, wie die analoge Anwendung der Änderung des „Besitzmittlungswillens“ bis zu einer untersten Verwahrstufe systemseitig dargestellt werden soll.

- Es ist begrüßenswert, dass der **Gesetzesentwurf einen „technologie-neutralen“ Ansatz** verfolgt, indem **bestehende Technologie/Systeme mit dem „zentralen Register“ auch weitergeführt werden dürfen**, sowie **„Kryptowertpapierregister“ zusätzlich die Distributed Ledger-Technologie (DLT) für die Registrierung/Emission von Wertpapieren nutzbar machen sollen**.
- Die **wesentliche Innovation im Gesetzesentwurf ist das Kryptowertpapier**, das ein dezentrales Aufzeichnungssystem zulässt. Hierbei sollte jedoch gleichzeitig **sichergestellt** werden, um dem **Aspekt des Investoren- und Anlegerschutzes gerecht zu werden**, dass **Kryptowertpapierregister** aufgrund der **Nähe zu Verwahrung und Abwicklung** auch die **geltenden regulatorischen Standards** erfüllen müssen (im Sinne von „gleiches Geschäft, gleiche Risiken, gleiche Regeln“).
- **Klarstellung der Definition von „elektronischen Wertpapiere“**: „Elektronische Wertpapiere“ als Überbegriff, enthalten „elektronische Wertpapiere im zentralen Register“ und „Kryptowertpapiere“. Es ist nicht immer klar, ob „elektronische Wertpapiere“ umfassend gemeint oder nur „elektronische Wertpapiere im zentralen Register“ gemeint sind.
- **Rolle von Depotbanken als Intermediäre**: Im Rahmen des Gesetzesentwurfes können die Depotbanken sich in unterschiedlichster Weise betätigen und Innovation im Rahmen von Kryptowertpapierregisterführung, Kryptoverwahrung und Depotgeschäft vorantreiben. Wir begrüßen, dass das Depotbankengeschäft im RefE ansonsten unangetastet bleibt.
- **Anlehnung an das Bundesschuldenbuch**: Wir begrüßen das in Anlehnung an das Bundesschuldenbuch eingeführte zentrale Register über elektronische Wertpapiere, welches einen hinreichenden Schutz des Marktes sicherstellt. Hier wird der Zentralverwahrer mit seinen höchsten europarechtlichen Regulierungsstandards und dem im Vergleich zu Verwahrstellen entsprechend niedrigerem Risikoprofil (da Zentralverwahrer nicht selbst am Handel teilnehmen), den hohen Ansprüchen an Marktintegrität gerecht.
- **Verantwortung der Marktaufsicht multilateralen Handel von Kryptowertpapieren zu verhindern**: Es ist nicht klar genug beleuchtet, wie eine effektive Kontrolle durch die Aufsicht ausgeübt werden könnte, für den Fall das Kryptowertpapiere oder Ansprüche hierauf entgegen der Intention dieses Gesetzes und entgegen Art. 3 (2) CSDR dennoch auf Handelsplattformen handelbar gemacht würden. Wir sehen hier die jeweiligen Marktaufsichten in der Verantwortung, sicher zu stellen, dass solche handelbaren und Wertpapiere nur bei einem durch einen Zentralverwahrer geführten Register eingetragen und geführt werden dürfen.

Zentrales Register für elektronische Wertpapiere

- Die **Rolle des durch den Zentralverwahrer geführten zentralen Registers für elektronische Wertpapiere unterstützt das Vertrauen in Kapitalmärkte**: Transaktionen mittels DLT müssen die im Gesetzesentwurf definierten Anforderungen an Marktintegrität, Transparenz, Sicherheit und Anlegerschutz auch erfüllen.
 - **Zentralverwahrer sind hochregulierte und streng überwachte Dienstleister**: Aktuell ist nicht absehbar, dass mit dezentralen Systemen das gleiche Maß an Sicherheit für den sensiblen Bereich der Wertpapierregisterführung erzielt werden kann.
 - **Zentralverwahrer haben ein niedriges Risikoprofil**: Die Zuweisung der Führung des zentralen Registers für elektronische Wertpapiere an den Zentralverwahrer als hochregulierte Einheit ist zur Vermeidung systemseitiger, regulatorischer und (insolvenz-)

rechtlicher Risiken folgerichtig. Insbesondere aus der Tatsache, dass der Zentralverwahrer keine weiteren Geschäfte, außer der in der CSDR erlaubten Tätigkeiten, anbieten darf (z.B. kein Eigenhandel), folgt ein niedrigeres Risikoprofil als bei Banken, wie Verwahrstellen, und Finanzdienstleistern. Dies dient unmittelbar dem Anlegerschutz.

- **Zentrale Registerführung eng verknüpft mit Effekten giro:** Der RefE stellt richtigerweise auf die direkte Verknüpfung zwischen der zentralen Wertpapierregisterführung und dem Effekten giroverkehr ab. Folglich kann nur ein Zentralverwahrer die Aufgabe eines zentralen Registers für elektronische Wertpapiere sinnvoll ausfüllen. Eine solche Tätigkeit durch Verwahrstellen, etwa mit dem Argument, analog zur (faktisch obsoleten) Haussammelverwahrung müsse es auch eine Art „Haussammelregisterführung“ geben, würde der besonderen Vertrauensstellung der registerführenden Stelle nicht gerecht. Zudem wäre eine solche „Haussammelregisterführung“ vom Effekten giro abgeschnitten und somit wenig effizient. Das Depotgeschäft der Verwahrstellen bleibt durch den RefE ohnehin unangetastet.
 - **Rolle der Verwahrstellen:** Wir begrüßen, dass sich nach dem Referentenentwurf für Verwahrstellen die Möglichkeit eröffnet wird, Kryptowertpapierregisterführer zu werden oder bei Sammeleintragung bei Kryptowertpapieren auf deren Namen registrieren zu lassen (§ 8 Abs. 1 Ziffer 2).
 - **Verordnungsermächtigung in Bezug auf das zentrale Register (§15):** Wenn die detaillierten Regeln durch die BaFin festgesetzt werden, sollte sichergestellt werden, dass diese sich so nah wie möglich an den bisherigen Regeln für Zentralverwahrer orientieren, um so umfangreiche Systemanpassungen zu vermeiden.
 - **Zentralverwahrer dürfen zukünftig auch als Kryptowertpapierregister aktiv werden:** Es sollte verdeutlicht werden, dass auch ein Zentralverwahrer, insbesondere mit Hinblick auf die bestehende europäische CSDR-Lizenz, diese neuen Dienstleistungen rund um „Kryptowertpapierregister“ anbieten darf.
- Der **Verweis zum Effekten giro §12 (3)** und der **Bezug zur EU-Finanzmarktregulierung (insbesondere MiFIDII/MiFIR, CSDR)** sollte wie im Gesetzesentwurf vorgesehen gewahrt bleiben und auch in die europarechtlichen Debatte einfließen: insbesondere die Anforderung aus **Art. 3 (2) CSDR besteht aus gutem Grund** – um die ordnungsgemäße Abwicklung von Wertpapiergeschäften für gehandelte Wertpapiere auf Handelsplattformen sicherzustellen und damit das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte (z.B. Marktintegrität, Transparenz) aufrecht zu halten. Diese Regeln wurden im Nachgang der Finanzkrise im Jahr 2008 entwickelt, über die Jahre verfeinert und bilden die Basis für den ordnungsgemäßen Handel/Abwicklung/Verwahrung von Wertpapieren, die auf Handelsplattformen gehandelt werden und sollten daher nicht leichtfertig aufgeweicht oder gar ausgehöhlt werden. **Wertpapiere sollten daher vor Aufnahme des Handels auf Handelsplattformen auch weiterhin in das Effekten giro eines Zentralverwahrers eingebucht werden müssen laut Art. 3 (2) CSDR.**
- **Abgleich von Mischbestand „Papier“ versus „Elektronisch“:** Es stellt sich die Frage, wer den Abgleich („Reconciliation“) vornimmt, oder diese Wertpapiere jeweils mit eigenen Wertpapierkennungen zu unterscheiden wären.

Kryptowertpapierregister

- Das **aufsichtsrechtliche Verhältnis** der verschiedenen Funktion/Rollen/regulierte Tätigkeiten sollte **klargestellt und klar voneinander abgegrenzt werden**: nach unserem Verständnis wird es zukünftig vier verschiedene Lizenzpflichten geben (für Kryptowertpapierregister, Kryptoverwahrer, Depotbanken und Zentralverwahrer), deren Tätigkeitsfelder systemseitig Überschneidungspunkte aufweisen. Es sollte Klarheit darüber herrschen, welche Lizenz welche Tätigkeit erlaubt und wo die Abgrenzung zu anderen Tätigkeiten liegen.
- **Kryptowertpapierregister dürfen kein „Settlement“ durchführen**:
 - Die **Führung von Kryptowertpapierregistern** zielt auf das „Zurverfügungstellen“ und die Pflege einer Begebungsinfrastruktur für elektronische Wertpapiere ab, was neben der Skriptur auch die anschließenden Zweitbegebungen (Verfügungen) erfasst. Die systemseitige Schwelle zur Verwahrung, sowie zur CSD-Tätigkeit bei der Nutzung von DLT scheint marginal, genauso wie die Schwelle zum Betrieb einer Handelsplattform. Daher sollte eindeutig sichergestellt werden, wo systemseitig diese Grenzen verlaufen.
 - Wir haben insbesondere die **Befürchtung, dass bei einer Führung multipler Kryptowertpapierregister** (ggf. mit multiplen Verwahrketten bei Sammelbeständen) auf einer dezentralen Blockchain/DLT, für die es keinen Hauptverantwortlichen gibt und auf der die Prozessierung unlimitierte Transaktionsvolumina möglich sind, **die Schwelle zur Verwahrung, aber auch zum Handel** (etwa durch Kombination von Kryptowertpapierregistern mit Request-For-Proposal [„RfP“]-Plattformen) und Settlement **nicht eindeutig gezogen und überwacht werden kann** bzw. etwaige Verstöße festgestellt und eine Abhilfe durchgesetzt werden kann.
 - In jedem Fall **bedarf es einer klaren gesetzlichen Abgrenzung zum Verwahrgeschäft, zum multilateralen Handel und zu Zentralverwahrer-Tätigkeiten**, um hier die europäischen Regulierungen nicht faktisch zu untergraben.
- **Übertragung von Kryptowertpapierregistern zu zentralem Register**: Es sind Fälle denkbar, bei welchen elektronische Wertpapiere aus dem Kryptowertpapierregister in das zentrale Register überführt werden könnten. **Dies sollte möglich und dahingehend geklärt sein**, welche Anforderungen (Registerangaben, neue Verpflichtungen etc.) in solch einem Falle gelten.
- **Übertragungen zwischen Kryptowertpapierregistern (§4, §16)**: Es stellt sich die Frage, ob die Übertragbarkeit von Kryptowertpapieren zwischen verschiedenen Kryptowertpapierregistern ermöglicht werden soll und falls ja mit der „Kryptowertpapierregister-Lizenz“ abgedeckt wäre, **oder es für solche Verfügungen weiterer Lizenzen bedürfte** (MTF, Depotbank, CSD etc.), da eine solche „Übertragung“ schon Handel, Settlement und/oder Verwahrung bedeuten könnte.
- **KWG-Änderung**: Eine klare Abgrenzung zwischen der bloßen Sicherung kryptographischer Schlüssel und der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren fehlt und sollte aufgenommen werden. Des Weiteren ist das Zusammenspiel von Kryptoverwahrerlizenz (Kryptowährungen/Security Token) versus Kryptowertpapierregister (Wertpapiere) unklar, insbesondere, ob für beide Dienstleistungen das gleiche System verwendet werden kann.

Sammeleintragung versus Einzeleintragung

- Die **Eigentumsübertragung für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung** wird im Gegensatz zu solchen in **Einzeleintragung** nicht gesetzlich geregelt.
 - Dies wirft jedoch jedenfalls für **Übertragungstatbestände in Verwahrketten Unklarheiten auf**, insbesondere hinsichtlich der analogen Anwendung der Umstellung des „Besitzmittlungswillens“ auf der untersten Verwahrstufe.
 - Hier ist unklar, wie auf der **untersten Verwahrebene eine Eigentumsübertragung stattfinden soll**, wie Einigung und die Umstellung des „Besitzmittlungswillens“ von oben nach unten „top down“ elektronisch durch die Systeme der Unterverwahrer nachvollzogen werden soll, damit eine Eigentumsübertragung systemseitig eindeutig zugeordnet werden kann.
 - Dahingegen ist die gesetzliche Vorgabe des §25 Einigung und Umtragung eindeutig. Das **gleiche Prinzip könnte klarstellend auch mit Verweis auf die Umtragung im Depot-System der untersten Verwahrstufe angewandt werden**.
- **Zusammenspiel Sammeleintragung versus Einzeleintragung:** Es bedarf weiterer Klarstellung.
 - **Einzeleintragung im zentralen Register sollte ermöglicht werden:** Nach unserem Verständnis ist die Einzeleintragung nur für Kryptowertpapiere vorgesehen (vgl. Legaldefinition von „Einzeleintragung“ in §8 Abs. 2). Die Regelungen in Abschnitt 4 sprechen aber jeweils vom „elektronischen Wertpapier“ und umfassen damit begrifflich auch Wertpapiere die im zentralen Register eingetragen sind (vgl. §4 Abs. 1). Wir bitten um Klarstellung, ob der Gesetzesentwurf grundsätzlich auch eine Einzeleintragung im zentralen Register vorsieht.
 - **Umwandlung Einzeleintragung in Sammeleintragung zu detaillieren:** Es ist unser Verständnis, dass elektronische Wertpapiere nur auf den Namen einer Wertpapiersammelbank (Sammeleintragung) erfolgen; bei Kryptowertpapieren hingegen es verschiedene Möglichkeiten gibt: erstens auf den Namen einer Wertpapiersammelbank, zweitens auf den Namen des Verwahrers (beides Sammeleintragung) und drittens auf den Namen des Berechtigten (Einzeleintragung). Einzeleintragungen können auf Antrag des Inhabers in eine Sammeleintragung umgewandelt werden. Wir bitten um Klarstellung zu den folgenden Fragen: Wer ist Adressat dieses Antrags? Wer führt die Umwandlung durch? Was passiert bei Mischbestand?
 - **Zur Verfügungstransparenz und der Übereignung stellen sich Fragen, insbesondere bei Mischbeständen:** Wenn es sich entsprechend der Begründung bei der Sammeleintragung, um die digitale Abbildung des Effektengiroverkehrs handelt, warum soll diese auch für Kryptowertpapierregister zulässig sein, deren Registerführer in der Regel keine CSDs sind, bei denen Wertpapiere zum Handel zu hinterlegen sind?

Dezentrales System

- **Berechtigte:** Es stellt sich die Frage, wer der Berechtigte in einem dezentralen System ist. Die Unterscheidung zwischen Inhaber und Berechtigtem sollte klargestellt werden. Es ist unklar wer die „private keys“ hält sowie sich die Rolle von private keys ändert, wenn die Eintragung das Recht am Wertpapier verbrieft, insbesondere auch hins. Sammel- und/oder Einzeleintragung?

Bezüglich der **Berechtigung an private keys**, die eine Einflussnahme auf Wertpapiere (insbesondere in Einzeleintragung) ermöglichen: Wie ist – insbesondere im Hinblick auf Aussonderungsrechte im Falle der Insolvenz von Krypto-Dienstleistern – der Herausgabeanspruch von private keys/sonstigen für den Berechtigten verwahrten Zugangsdaten (credentials) zu bewerten? Da es sich hierbei zunächst lediglich um Daten handelt, an denen (wohl) im Falle der Insolvenz kein klarer Herausgabeanspruch besteht, sollte ein solcher normiert werden.

- **Finalität bei Umtragungen:** Auch in öffentlichen DLT-Systemen (Public Blockchains) muss Finalität bei der Übertragung von Kryptowertpapieren sichergestellt werden können. Es ist unklar, wie dies systemseitig und rechtlich gewährleistet werden kann [z.B. dass keine Transaktionen überschrieben werden und somit der Eigentümer eines Kryptowertpapiers nicht eindeutig identifiziert werden kann (Stichwort ‚fork‘)].
- **Rolle von Public Blockchains:** Nicht alle regulatorische Anforderungen können technisch abgebildet werden, daher bedarf es neben der Technologie auch einen „rechtlichen Layer“/ einem Marktbetreiber bei dezentralen Systemen.

Besteuerung

- **Zukünftige Besteuerung:** Aus unserer Sicht sollte klargestellt werden, wer nach Einführung des neuen Gesetzes bei den entsprechenden Wertpapieren für den Kapitalertragsteuereinkommen verantwortlich ist. Hier sollte eine entsprechende Ergänzung im Einkommensteuergesetz erfolgen. Darüber hinaus sollte ebenfalls im Einkommensteuergesetz klargestellt werden, wer im Falle von Kryptowertpapieren als auszahlende Stelle für die Kapitalerträge (sowohl Zinsen als auch Veräußerungserlöse) anzusehen wäre.

Detaillierte Stellungnahme zu den einzelnen Artikeln

Abschnitt 1 Allgemeine Bestimmungen

§1 Anwendungsbereich

GDB Kommentar:

- §1: Wir begrüßen die **Dematerialisierung von Schuldverschreibungen im ersten Schritt**, wünschen uns aber eine zeitnahe Dematerialisierung von Investmentfondsanteilen und schließlich Aktien.
- Diese Änderung („Abschied“ von der Papierurkunde) wird den Wirtschaftsstandort Deutschland stärken, nicht nur um neue Technologien anwendbar zu machen, sondern auch das derzeitige System der Emission, Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren durch die elektronische Begebung effizienter und schneller zu gestalten. Durch die Schaffung von elektronisch begebenen Wertpapieren (sog. „dematerialisierte Wertpapiere“) zieht Deutschland mit anderen EU-Staaten (z.B. Frankreich, Luxemburg, Irland) gleich, die schon lange eine dematerialisierte Begebung von Wertpapieren ermöglichen.

§2 Elektronisches Wertpapier

GDB Kommentar:

- §2 Abs. 3: Ein elektronisches Wertpapier wird als „Sache“ definiert und dadurch Rechtssicherheit ermöglicht. Des Weiteren sollten die Rechtsfolgen aus dieser Definition rechtssicher klargestellt werden, insbesondere die analoge Anwendung von „Besitzmittlungsketten“ in gestuften Verwahrketten. Hier ist unklar, wie auf der untersten Verwahrebene eine Eigentumsübertragung stattfinden soll, wie also die Umstellung des „Besitzmittlungswillens“ top down elektronisch nachvollzogen werden soll.

§3 Inhaber und Berechtigter

GDB Kommentar:

- Das Zusammenspiel von Inhaber und Berechtigtem ist derzeit nicht klar: bei elektronischen Wertpapieren im zentralen Register eingetragen, gibt es keine Zuordnung der Inhaberschaft, daher ist bei der registerführenden Stelle die Wertpapiersammelbank eingetragen.
- Bei Kryptowertpapieren muss die Inhaberschaft (pseudonymisiert) im Register vermerkt sein, da nur dann gutgläubiger Erwerb möglich ist (Einzeleintragung).
- Bei Sammeleintragung ist der eingetragene Inhaber nur Treuhänder der Berechtigten.

- Es stellen sich noch folgende Fragen:
 - o Wie funktioniert die analoge Übergabe des Besitzes?
 - o Bei wem liegt die Aufzeichnung im Sammelbestand?
 - o §3 (1) Wie kann im Kryptoregister, entsprechend der Begründung, Inhaberschaft und Berechtigung auseinanderfallen, wenn nach §24 jede Verfügung nur für den Eingetragenen wirkt?
 - o §3 (2) Auf welche Weise soll die „Besitz-“ oder Eigentumszuweisung in Verwahrketten zugeordnet werden? Wie erfolgt eine Eigentumsverfügung mittels Einigung und Übergabe des Besitzes, bzw. was ersetzt diese im elektronischen Kontext (Umstellung des Besitzmittlungswillens)?
 - o Warum kann §25 (Einigung und Eintragung) nicht auch für den Sammelbestand und Verwahrketten anwendbar sein, mit der Maßgabe der Eintragung des in der Kette untersten Systems?
 - o §3 (3) Bezieht sich die Definition von „Berechtigter“ nicht ausschließlich auf (2) und sollte demnach systematisch auch dort verortet werden, oder bezieht sich diese Definition auf Sammeleintragungen, im Gegensatz zu Einzeleintragungen, wo immer der Inhaber auch gleichzeitig Berechtigter ist? Dies sollte klargestellt werden.
 - o Wie kann der materiell Berechtigte in einer gestuften Verwahrkette identifiziert werden?

§4 Begriffsbestimmungen

GDB Kommentar:

- §4 Abs. 5: „Umtragung“ es ist nicht klar, wer diese Umtragung durchführen darf.
- Aus unserer Sicht sollten Anpassungen durch die registerführende Stelle erlaubt sein (insbesondere wenn auch „Smart Contracts“ gemeint sind). Verweis auf §14: Änderungen können erlaubt sein unter bestimmten Voraussetzungen.

§5 Niederlegung

GDB Kommentar:

- §5 Abs. 2: Sind Kapitalmaßnahmen gemeint? Wären zukünftige Ereignisse (z.B. Auszahlungen) im Lebenszyklus des Wertpapieres schon im Smart Contract zu Beginn niedergelegt? Wer dürfte dies ändern?

§6 Verhältnis zu Wertpapierkunden

GDB Kommentar:

- §6 Abs. 2: Gäbe es eine Verpflichtung des Kryptowertpapierregisters einen „Inaktivierungsprozess“ („burning process“) zu etablieren? Es ist unklar, ob der Betreiber oder der Emittent aktiv werden sollte.
- Wer stellt sicher, dass Wertpapiere in vormaliger Papierform nicht gleichzeitig mit neu begebenen Wertpapieren in elektronischer Form existieren?

§7 Registerführung; Schadenersatz

GDB Kommentar:

- **Kryptowertpapierregister dürfen kein „Settlement“ durchführen:**
 - o Die Führung von Kryptowertpapierregister zielt auf das „Zurverfügungstellen“ und die Pflege einer Begebungsinfrastruktur für elektronische Wertpapiere ab, was neben der Skriptur auch die anschließenden Zweitbegebungen (Verfügungen) erfasst. Die systemseitige Schwelle zur Verwahrung sowie zur CSD-Tätigkeit bei der Nutzung von DLT scheint marginal, genauso wie die Schwelle zum Betrieb einer Handelsplattform. Daher sollte gesetzlich eindeutig sichergestellt werden, wo systemseitig diese Grenzen verlaufen.
 - o Wir haben insbesondere die Befürchtung, dass bei einer Führung multipler Kryptowertpapierregister (ggf. mit multiplen Verwahrketten bei Sammelbeständen) auf einer dezentralen Blockchain/DLT, für die es keinen Hauptverantwortlichen gibt und auf der die Prozessierung unlimitierte Transaktionsvolumina möglich sind, die Schwelle zur Verwahrung, aber auch zum Handel (etwa durch Kombination von Kryptowertpapierregistern mit Request-For-Proposal [„RfP“-]Plattformen) und Settlement nicht eindeutig gezogen und überwacht werden kann bzw. etwaige Verstöße festgestellt und eine Abhilfe durchgesetzt werden kann.
 - o In jedem Fall **bedarf es einer klaren gesetzlichen Abgrenzung zum Verwahrgeschäft**, zum multilateralen Handel und zu Zentralverwahrer-Tätigkeiten, um hier die europäischen Regulierungen nicht faktisch zu untergraben.

§8 Sammeleintragung; Einzeleintragung

GDB Kommentar:

- §8 (1): Wenn es sich entsprechend der Begründung bei der Sammeleintragung um die digitale Abbildung des Effektingiroverkehrs handelt, warum soll diese auch für Kryptowertpapierregister zulässig sein, deren Registerführer in der Regel keine CSDs sind, bei denen Wertpapiere zum Handel zu hinterlegen sind?

- §8 (2): Muss aus dieser Definition geschlossen werden, dass Einzeleintragungen bei einem von einem zugelassenen Zentralverwahrer geführten zentralen Wertpapierregister nicht möglich sind, sondern ausschließlich Sammeleintragungen?

§10 Publizität, Registergeheimnis

GDB Kommentar:

- §10 Abs. 1: Es könnte zu Unklarheiten kommen, hinsichtlich GDPR bzgl. Public Chains.
- §10 Abs. 1: Ist es technisch oder nach §10 Abs. 3 rechtlich zu gewährleisten, wer einsehen darf?
- Das Einsichtsrecht in ein Kryptowertpapierregister basierend auf besonderem „berechtigtem Interesse“ halten wir für zu vage formuliert. Hier bedarf es eines gesetzlichen *numerus clausus* einschlägiger Fälle. Umfangreiche (Rechts-)Prüfungen sind dem Registerführer nur beschränkt zumutbar und umsetzbar. Ein „berechtigtes Interesse“ an der Person des Inhabers inkl. etwaiger Verfügungen sollte Bankgeheimnis und Anlegerschutz nachgelagert sein.

§11 Aufsicht

GDB Kommentar:

- Zur Stärkung der Marktintegrität, des Anlegerschutzes und der Transparenz erachten wir eine künftige Lizenzierung der Verwahrer durch die BaFin als sinnvoll.

Abschnitt 2: Zentrales Register über elektronische Wertpapiere

§12 Zentrales Register und registerführende Stelle

GDB Kommentar:

- §12 (2): Wir begrüßen, dass in der Begründung die besondere Vertrauensstellung der registerführenden Stelle dem Zentralverwahrer zugeordnet wird. Allerdings geht aus der Begründung nicht ausreichend hervor, warum Kryptowertpapierregister nicht einen ebenso hohen aufsichtsrechtlichen Standard einhalten sollten.
- §12 (3): Können Register-Eintragung und Einbuchung im Effekten giroverkehr zeitgleich im selben System (Cascade) erfolgen oder wird eine zeitliche oder systemseitige Trennung verlangt? Falls letzteres, warum ist dies erforderlich? Soll die Einbuchung in den Effekten giroverkehr nur im zentralen elektronischen Wertpapierregister möglich sein, oder auch für Kryptowertpapiere in Sammeleintragung?

§15 Verordnungsermächtigung in Bezug auf das zentrale Register

GDB Kommentar:

- §15 Nr. 3: Wenn die detaillierten Regeln durch die BaFin festgesetzt werden, sollte sichergestellt werden, dass diese **sich so nah wie möglich** an den **bisherigen Regeln für Zentralverwahrer** orientieren, um so umfangreiche Systemanpassungen zu vermeiden.

Abschnitt 3: Kryptowertpapierregister

§16 Kryptowertpapierregister

GDB Kommentar:

- §16: Es wäre hilfreich eine weiterführende Definition (neben S. 56) auch hinsichtlich der „Kryptographie“ zu erhalten, da auch andere Arten der Verschlüsselung innerhalb eines DLT-Systems denkbar sein könnten.
- Es ist unklar, unter welchen Umständen eine registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregister einer Zulassungspflicht für die Erbringung von Dienstleistungen nach Art. 16 CSDR unterliegt. Die Gesetzesbegründung greift diese Frage zwar auf (S. 56), bringt diesbezüglich jedoch keine Klärung.
- Wir haben die Befürchtung, dass bei einer Führung multipler Kryptowertpapierregister (ggf. mit multiplen Verwahrketten bei Sammelbeständen) auf einer dezentralen Blockchain/DLT, für die es keinen Hauptverantwortlichen gibt und auf der unlimitierte Transaktionsvolumina möglich sind, die Schwelle zur Verwahrung, aber auch zum Handel (etwa durch Kombination von Kryptowertpapierregistern mit Request-For-Proposal [„RfP“]-Plattformen) und Settlement nicht eindeutig gezogen und überwacht werden kann bzw. etwaige Verstöße festgestellt und eine Abhilfe durchgesetzt werden kann. In jedem Fall bedarf es einer klaren gesetzlichen Abgrenzung zum Depotgeschäft, zum multilateralen Handel und zur CSD-Tätigkeit.
- Zudem ist unklar, ob die Übertragung von Kryptowertpapieren zwischen Kryptowertpapierregistern zulässig ist und ob dies bereits von der entsprechenden Lizenz gedeckt sein soll.
- Richtiger Weise wird dementsprechend in der Begründung auf die funktionale Vergleichbarkeit zwischen den Kerndienstleistungen eines CSD und der Eintragung eines Kryptowertpapiers sowie dessen Umtragung und Übereignung festgestellt und darauf hingewiesen, dass in Einzelfällen nicht ausgeschlossen werden kann, dass die registerführende Stelle eine entsprechende Zulassungspflicht als Zentralverwahrer benötigt.
- Anbetracht der Tatsache, dass sich nationales Recht nicht über europäischen Recht hinwegsetzen darf, sind hier jedoch klare Beschränkungen von Gesetzes wegen vorzunehmen, die dazu geeignet sind, derartige potentielle Verstöße europäischen Aufsichtsrechts zu unterbinden. Hier bedarf es Gesetzesklarheit, dies kann auch nicht einzig durch ausführenden Verordnungen nach §23 geregelt werden.

- Die Prüfung einer entsprechenden Zulassungspflicht der registerführenden Stelle des Kryptowertpapierregisters zu überlassen, nimmt u.E. eine Verwässerung und Verletzung europäischen Rechts in Kauf. In der Begründung wird erkannt, dass diese Gefahr insbesondere in den Fällen besteht, in denen das dem Kryptowertpapierregister zugrunde liegende dezentrale Aufzeichnungssystem auch durch die registerführende Stelle betrieben bzw. verantwortet wird.
- Hierzu ergänzend ist festzustellen, dass auch das Verhältnis von „dezentralem Aufzeichnungssystem“ und Kryptowertpapierregister unzureichend definiert ist. Wir würden hierzu ergänzende technische Ausführungen begrüßen.
- §16 Abs. 2: Aus der Begründung geht nicht ausreichend hervor, warum Kryptowertpapierregister nicht einen ebenso hohen aufsichtsrechtlichen Standard wie zentrale elektronische Wertpapierregister einhalten sollten. Es ist insgesamt unklar, wie der Verantwortungsbereich einer Kryptowertpapierregister betreibenden Stelle bei Nutzung von DLT gezogen werden soll. Insbesondere bei einem Netzwerk multipler Registerführer auf einer DLT/Blockchain, auf der Transaktionen erfolgen können, gibt es große funktionale und systemische „Graubereiche“, denen die Regulierung unzureichend Rechnung trägt. Es wird mithin potenziell nicht nur „ein Register“ betrieben, sondern ein dezentrales Konglomerat von multiplen und interagierenden Registern.
- Da der Emittent gem. §16 Abs. 2 auch registerführende Stelle sein kann, stellt sich die Frage - hinsichtlich der Kontrolle der Integrität der Emission - ob ein Emittent Interessenkonflikte bezüglich der zu registrierenden Kryptowertpapiere haben könnte und bzw. diese effektiv verhindert werden können.

§17 Registerangaben

GDB Kommentar:

- Es bestehen noch Ungereimtheiten bei der Übertragung von elektronischen Wertpapieren vom Kryptowertpapierregister hin zu einem zentralen Register. Der Gesetzesentwurf sieht Regeln vor für den Übertrag von physischen Papieren zu elektronisch sowie digital, aber nicht wie elektronische Papiere von einem System „Krypto“ hin zu „Zentral“ überführt werden können.
- Die „Emissionsgröße“ müsste auch in die Registeranforderungen aufgenommen werden, um eine „Überführung“ von Register zu Register zu erlauben. Die Aufteilung/Stückelung der Emission ist wichtig, um sehen zu können, wer welche Anteile hält.

§18 Änderungen des Registerinhalts

GDB Kommentar:

- §18 Abs. 1: Der Bezug in hinsichtlich einer „Löschung“ ist schwierig darzustellen, da in einem DLT-System keine Daten gelöscht werden können. „Inaktivierung“ könnte eine Lösung sein.
- Bei Änderung des Registerinhalts müssen die Regelungen der GDPR gelten.

- §14: Einige Daten müssen/können auch nach Ablauf des Wertpapiers aufbewahrt werden, aufgrund regulatorischer Erfordernisse bzw. aufgrund der „Natur“ von DLT-Systemen.
- Das Kryptowertpapierregister muss gewisse Registeranforderungen erfüllen. Hierzu gehören u.a. die Identität des Inhabers (inkl. KYC-Prüfungen), von diesen Pflichten wird man sich als Registerführer nicht lossagen können.

§21 Pflichten des Emittenten

GDB Kommentar:

- Aus dem §21 Paragraphen geht hervor, dass der Emittent stärker in die Pflicht genommen wird, sich aktiv mit der Vertrauenswürdigkeit des Wertpapierregisters auseinanderzusetzen. Demnach erwächst dem Emittenten die Pflicht „in angemessener Zeit Abhilfe zu schaffen“, wenn das Kryptowertpapierregister seinen Anforderungen nicht mehr nachkommen kann. Um Marktintegrität zu gewährleisten, ist es wichtig den Emittenten die Wahlmöglichkeit zu überlassen, wer die Registrierung der elektronischen Wertpapiere nach den dargelegten Regeln übernimmt.
- Manche der Anforderungen, kann der Emittent nicht immer selbst überprüfen/wahrnehmen, sondern obliegen der registerführenden Stelle. Damit stellt sich auch die Frage der Haftung des Emittenten.
- Auch hier bedarf es einer Klarstellung/Abgrenzung zu „Handelbarkeit“/„Settlement“ (S. 64), über die Funktionen des Kryptowertpapierregister und die dazugehörigen Lizenzen: Notarfunktion, Settlement Funktion, Verwahrfunktion. Depot- und CSD-Lizenz notwendig?

§22 Wechsel des Wertpapierregisters

GDB Kommentar:

- Wir haben hierzu folgende Rückfragen: erscheint ein Mischbestand möglich (z.B. Teil der Stücke beim CSD registriert, um diese auf Handelsplattformen handeln zu dürfen und ein anderer Teil über Kryptowertpapierregister registriert)? Welche Implikationen hätte dies? Wer würde eine Konsolidierung übernehmen?
- Viele Krypto-Plattformen handeln verschiedene Kryptowertpapiere, diese könnten bei verschiedenen Registern eingetragen sein, dies könnte zu Intransparenz über den Wertpapierbestand führen.
- Eine mögliche Lösung aus unserer Sicht: das Wertpapier im Mischbestand, könnte durch eine eigene Wertpapierkennung differenziert werden.
- Die Zustimmung der Aufsichtsbehörde sollte hinzugenommen werden, damit diese reagieren kann, falls ein Register in die Insolvenz geht.

Abschnitt 4: Verfügungen über elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung

§24 Verfügungstransparenz

GDB Kommentar:

- Könnte man durch Sammeleintragung von Token das Register komplett umgehen?
- Zwar muss jedes Recht am Kryptowertpapier im Register eingetragen werden, allerdings stellt sich die Frage, ob nicht gleichwohl Strukturen denkbar sind, bei denen Wertpapiere auf einen „Handelsplatz“ als Inhaber registriert werden und das Wertpapier repräsentierende Token auf DLT-Plattformen handelbar gemacht werden können, wenn dem Erwerber die Repräsentanz ohne Rechteverknüpfung genügt. Dies würde den Sinn der Regelung hinsichtlich ihrer Rechtssicherheit technisch untergraben können.
- Durch die Unwirksamkeit von Verfügungen außerhalb des Registers, stellt sich die Frage der Erforderlichkeit der Besicherung von Kaufgeschäften zwischen Vertragsschluss und Registereintrag und einer entsprechenden Regulierung zum Schutz der Marktintegrität. Bei einer Registerführung durch einen Zentralverwahrer könnte sichergestellt werden, dass entsprechende Wertpapiere an einem Marktplatz gehandelt und durch eine Zentrale Gegenpartei bis zur Eintragung im Register besichert werden können.

§25 Übereignung

GDB Kommentar:

- §25 Abs. 1. wirft die Frage auf, ob Sammelübertragungen noch stattfinden können und wie das rechtliche Zusammenspiel erfolgt.
- Wie erfolgt die Eigentumsübertragung zugunsten des Berechtigten bei der Inhaberschaft von Depotbank oder Zentralverwahrer und entsprechenden Verwahrketten?

Abschnitt 7: Schlussvorschriften

§ 32 Anwendbares Recht

GDB Kommentar:

- Es ist unklar, wie sich diese Vorschrift zu den übrigen Regeln/Grundsätzen des deutschen Wertpapierkollisionsrechts sowie der Rechtslage im grenzüberschreitenden Effekten-giroverkehr verhält und ob die Einführung dieser Vorschrift zu einer weiteren Zersplitterung des Kollisionsrechts in diesem Bereich führen würde.

§ 33 Übergangsregelung

GDB Kommentar:

- Es ist unklar, ob die Geltungsdatum/Übergangsregelungen rückwirkend oder ab Inkrafttreten des neuen Gesetzes gelten sollen.

Anpassung anderer Regelwerke

Artikel 4 Änderung des Depotgesetzes

GDB Kommentar:

- Die Ergänzung von §1 Abs. 1 DepotG betrifft laut Gesetzesentwurf lediglich elektronisch begebene Wertpapiere „im Sinne des Gesetzes über elektronische Wertpapiere“. Es ist unklar, ob dies auch entmaterialisierte Inhaberschuldverschreibungen betrifft, die ausländischem Recht unterliegen. Grundsätzlich kann das Depotrecht unter §1 Abs. 1, 5 Abs. 1 DepotG auch ausländische Wertpapiere erfassen (vgl. §1 Abs. 1 DepotG: „andere Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind“). Insofern ist fraglich, ob der Wortlaut des Gesetzesentwurf an dieser Stelle zu eng ist.

Artikel 6 Änderung des Kreditwesengesetzes

GDB Kommentar:

- Nach dem Gesetzesentwurf unterfällt die Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren dem Depotgeschäft. Sofern dabei auch dazugehörige kryptographische Schlüssel „private keys“ gesichert werden, soll neben der Erlaubnis für das Depotgeschäft keine Erlaubnis für die gesonderte Sicherung dieser kryptographischen Schlüssel erforderlich sein (S. 76 Referentenentwurf).
- Eine klare Abgrenzung zwischen der bloßen Sicherung kryptographischer Schlüssel und der Verwahrung und Verwaltung von Kryptowertpapieren fehlt allerdings und sollte daher aufgenommen werden.
- Für den Fall, dass ein nach Art. 16 CSDR zugelassener Zentralverwahrer registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregisters ist, wäre ggf. eine Ausnahme nach §2 Abs. 6 KWG für das Erbringen dieser Finanzdienstleistung zu erwägen (vergleichbar §2 Abs. 6 Nr. 22 KWG; „Zentralverwahrer, die gemäß Artikel 16 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 zugelassen sind, soweit sie Finanzdienstleistungen im Sinne des § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 8 erbringen.“)