

**thinkBLOCKtank**  
**Association sans but lucratif**

**Registered office: 8, rue de la Poste**  
**L-2346 Luxembourg**  
**(the Association)**



[www.thinkblocktank.org](http://www.thinkblocktank.org)

Per email an: [VIIB5@bmf.bund.de](mailto:VIIB5@bmf.bund.de); [IIIA5@bmjv.bund](mailto:IIIA5@bmjv.bund)

Bundesministerium der Finanzen  
11016 Berlin

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz  
Mohrenstraße 37, 10117 Berlin

14. September 2020

**Schriftliche Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren**

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

**DOK: 2020/0779342**

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir danken für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren.

## Inhalt

Zusammenfassung .....	4
I. Zielsetzung und Wesentlicher Inhalt des Entwurfs .....	5
II. Einzelthemen .....	7
1. Zentrales Register und Kryptowertpapierregister .....	7
2. Sammeleintragung und Einzeleintragung .....	8
3. "Erlaubnisthemen" .....	9
4. Registerführende Stelle .....	10
a) Funktion (§ 7 eWpG).....	10
b) Bestimmung (§§ 4 Abs. 7, 12 II, 16 II eWpG) .....	11
c) Erlaubnispflichten (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG-RefE) .....	12
d) Emittentenprivileg .....	13
5. Kollisionsrecht .....	16
III. Einordnung in den unionsrechtlichen Regelungsrahmen.....	17
1. Einheitlich Regulierung von Kryptowerten - Vorrang vor deutschem Sonderweg .....	17
2. Unterschiedliche Definitionen von Kryptowerten und den Krypto-Dienstleistungen.....	18
3. Unterschiedliche Behandlung von Kryptowerte-Emissionen .....	18
4. Unterschiedlicher Katalog von Kryptodienstleistern .....	19
IV. Regelungsvorbilder im EU/EWR-Raum: Liechtensteinisches Token- und VT-Dienstleistungsgesetz.....	20
1. Motivation(en)/Anwendungsbereich.....	20
2. Zivilrechtliche Regelungen.....	21
a) Token als neues Rechtsobjekt sui generis .....	21
b) Einführung von „Wertrechten“ im Bürgerlichen Recht (PGR) .....	22
c) Verfügung über Token .....	23



3. Aufsichtsrechtliche Regelungen.....	24
a) Katalog der VT-Dienstleister .....	24
b) Voraussetzungen der Registrierung.....	26
4. Anwendbarkeit des Sorgfaltspflichtgesetzes (SPG) .....	26
5. Kollisionsrecht .....	26
6. Fazit .....	27

## Zusammenfassung

- Der für elektronische Wertpapiere, die auf Grundlage zentraler Register begeben werden, stimmige Referentenentwurf bedarf im Hinblick auf die konzeptionelle Ausgestaltung der Rahmenbedingungen für Kryptowertpapiere einer kritischen Überprüfung, dies gilt insbesondere - und ob der offensichtlichen Herausforderungen auch wenig überraschend - für Kryptowertpapiere, die auf Basis von permissionless Blockchains begeben werden.
- Der Referentenentwurf stellt auf den ersten Blick keine praxistaugliche Grundlage dar für die Begebung von Kryptowertpapieren, die auf Grundlage von permissionless Blockchains begeben werden.
- Es bedarf nicht nur einer praktischen Bedürfnissen genügenden Abstimmung mit weiteren Regelungskomplexen (z.B. zur CSDR und dem Kryptoverwahr- und Depotgeschäft nach dem KWG), sondern vor allem auch eines kritischen Überdenkens der vorgesehenen Erlaubnispflichten für Kryptowertpapiere, sofern diese auf permissionless blockchains begeben werden sollen:
  - Besonders deutlich wird dies mit Blick auf die zentrale Rolle, die die registerführende Stelle auf Grundlage des Referentenentwurfs einnehmen soll. Es bedarf schon einiger Fantasie, um sich vorzustellen, wie die registerführende Stelle ihren gesetzlichen Pflichten im Kontext von permissionless Blockchains nachkommen soll. Das gilt im besonderen Maße für den Emittenten, der trotz mangelnder Skalierbarkeit den erheblichen Kosten- und Zeitaufwand eines KWG-Genehmigungsverfahrens auf sich nehmen müsste. Verstärkt wird dies durch das Damoklesschwert, zugleich eine Zulassungspflicht als Zentralverwahrer nach der CSDR auszulösen. Vor diesem Hintergrund schlagen wir vor, auf eine Erlaubnispflicht für registerführende Emittenten zu verzichten (Emittentenprivileg). Stattdessen sollten Emittenten der BaFin die Eigenregisterführung lediglich anzeigen müssen.
  - Ungeachtet dessen ist in Fällen der Sammeleintragung eine Erlaubnispflicht wenig überzeugend. In Anbetracht des Umstands, dass der Gutgläubensschutz, wenn überhaupt nur mittelbar an der Blockchain-basierten Registerführung anknüpft, reicht auch in diesem Fall eine bloße Anzeigepflicht aus.
  - Es sollte generell die Möglichkeit vorgesehen sein, das im Rahmen der Erlaubnispflicht geforderte Mindestkapital durch eine Versicherungslösung zu ersetzen.
- Der vom Referentenentwurf eingeschlagene deutsche Sonderweg muss zwingend auf die unionsrechtlichlichen Regulierungsbestrebungen, insbesondere zur Regulation on Markets in Crypto Assets (MiCA), abgestimmt werden.
- Ein rechtsvergleichender Blick nach Luxemburg sowie Liechtenstein zeigt, dass auch mit weniger innovationshemmenden Maßnahmen Rahmenbedingungen geschaffen werden können, die Anlegerschutz gewährleisten sowie auch den Anforderungen der Praxis Genüge tun.

## **I. Zielsetzung und Wesentlicher Inhalt des Entwurfs**

Mit dem Gesetzentwurf ist die Zielsetzung verbunden, das deutsche zivilrechtliche Wertpapierrecht zu modernisieren und den Finanzplatz Deutschland zu stärken. Dazu sollen im Anwendungsbereich der Schuldverschreibungen das Urkundenerfordernis gelockert und alternative Möglichkeiten der Emission, Verwahrung und Übertragung geschaffen werden. Mit diesen alternativen Möglichkeiten verbindet der Entwurf neue aufsichtsrechtliche Anforderungen. Die im Entwurf angelegte Öffnung des deutschen Rechts für elektronische Wertpapiere ist nachdrücklich zu begrüßen. Sie entspricht einer lange gleichermaßen aus der Praxis und der Wissenschaft erhobenen Forderung und kann auf zahlreichen Regelungsvorbildern im Ausland aufbauen.

Im Grundsatz zu begrüßen sind auch die vorgesehenen Möglichkeiten, Wertpapier-Urkunden durch eine Eintragung in einem elektronischen Wertpapierregister zu ersetzen. Der Innovationsgrad des von einem zugelassenen Zentralverwahrers zu führenden zentralen Registers ist allerdings nicht allzu hoch einzuschätzen, da der Schritt von girosammelverwahrten Globalurkunden zu einem zentralen elektronischen Wertpapierregister nicht groß sein dürfte und nur geringe technische und aufsichtsrechtliche Anpassungen erfordert. Entsprechend geringe Innovationskraft dürfte das zentrale elektronische Wertpapierregister entfalten. Dahingegen könnte die Etablierung dezentraler Kryptowertpapierregister in der Tat neue Finanzierungsformen insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen fördern. In dem Maße, in dem sie den Verzicht auf traditionelle Intermediäre ermöglichen, könnten im Technologiewettbewerb neue Finanzierungsmodelle und -prozesse entstehen und Transaktionskosten insbesondere für junge, kleine und mittlere Unternehmen sinken, die auf Risikokapital zurückgreifen wollen. Die Standards für dezentrale Kryptowertpapierregister werden sich allerdings erst noch herausbilden müssen. Vor diesem Hintergrund ist weiter zu begrüßen, dass der Gesetzentwurf technologieneutral angelegt ist.

Der Einsatz neuer Technologien ist nie frei von Risiken und ihre Akzeptanz am Markt setzt Vertrauen der Marktteilnehmer voraus. Neue Technologien müssen sich aber auch entwickeln und verändern können. Neuen Marktteilnehmern muss die Möglichkeit eröffnet werden, etablierten Prozessen neue Modelle entgegenzusetzen. Der gesetzliche Rahmen muss daher so

ausgestaltet sein, dass einerseits Risiken begrenzt und Vertrauen geschaffen werden kann, andererseits Innovationen aber nicht durch unangemessene Zutrittschürden für neue Marktteilnehmer beschränkt werden.

Der Gesetzentwurf sucht diese Balance zum einen in verhaltensbezogenen Pflichten. Die Registerführung hat dem jeweiligen Stand der Technik zu entsprechen. Die registerführende Stelle treffen besondere Sorgfaltspflichten. Zum anderen sieht der Gesetzentwurf aber auch eine personenbezogene Regulierung vor, indem die Registerführung in den Kreis der nach dem Kreditwesengesetz (KWG) erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistungen einbezogen wird.

Bezogen auf dezentrale Kryptowertpapierregister erkennt der Gesetzentwurf die Herausforderung, dass es bei diesen keine natürliche registerführende Stelle gibt und daher eine gesetzliche Verantwortungszuweisung stattfinden muss. Deren Ausgestaltung wird im Gesetzgebungsverfahren unter zwei Gesichtspunkten sorgfältig diskutiert werden müssen. Zum einen stellt sich die Frage der Verantwortungsverortung und zum anderen die Frage der verhältnismäßigen Regulierung. Möglicherweise ist der eingeschlagene, gesetzestechnisch einfache Weg, alle in Betracht kommenden Verantwortungsadressaten einer einheitlichen personenbezogenen Regulierung, entsprechend den Anforderungen an Finanzdienstleistungsunternehmen, zu unterwerfen, einerseits unverhältnismäßig und andererseits innovationsfeindlich und damit wenig hilfreich, um das Wertpapierrecht zu modernisieren und den deutschen Finanzplatz zu stärken.

Auf der Suche nach Lösungen bietet sich ein Rechtsvergleich und der Blick auf Regelungsvorbilder im Ausland an, die ähnliche Herausforderungen zu adressieren hatten und zugleich im Wettbewerb mit dem deutschen Finanzplatz stehen.

Diese Stellungnahme wird daher mit einem Blick auf ein exemplarisch ausgewähltes Regelungsvorbild im EU/EWR-Raum beginnen und anschließend Aspekte der Einordnung in den unionsrechtlichen Regelungsrahmen und Einzelthemen adressieren, die insbesondere unter dem Aspekt der Rechtssicherheit bedeutsam sind.

## II. Einzelthemen

### 1. Zentrales Register und Kryptowertpapierregister

Das zentrale Register sowie das Kryptowertpapierregister sind nach dem Referentenentwurf von zentraler Bedeutung für elektronischer Wertpapiere. Dennoch enthält der Referentenentwurf **keine Definitionen für die beiden Register**. § 16 Abs. 1 eWpG legt lediglich Anforderungen an ein Kryptowertpapierregister fest, ohne selbst zu definieren, was ein solches ist. Nach unserem Verständnis sollen nur Register erfasst werden, in denen elektronische Wertpapiere erstmalig eingetragen werden, also der Begebungsprozess durch die Eintragung erfolgt. Andere Register, in denen beispielsweise die Zuordnung von bereits begebenen elektronischen Wertpapieren zu Kunden erfolgt, sollen daher nicht als elektronisches Wertpapierregister qualifizieren. Es wäre wünschenswert, wenn in dem Gesetzesentwurf auch vor dem Hintergrund der Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz entsprechende **Definitionen aufgenommen werden**.

Zentrale Register (§ 12 eWpG) können nur von zugelassenen Zentralverwahrern nach Art. 16 CSDR (Zentralverwahrerverordnung, VO (EU) Nr. 909/2014) geführt werden. Nach Art. 18 Abs. 1 CSDR ist die Tätigkeit des Zentralverwahrers auf die in von seiner Zulassung abgedeckten Dienstleistungen beschränkt. Insofern ist im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens sicherzustellen, dass die Tätigkeit der Registerführung (einschließlich Kryptowertpapierregister) nach dem eWpG von dem Dienstleistungskatalog im Anhang zur CSDR erfasst ist. **Diesbezüglich wäre eine Klarstellung in der Gesetzesbegründung wünschenswert.**

Elektronische Wertpapiere auf einem zentralen Register werden stets im Wege der Sammeleintragung in dem Namen einer Wertpapiersammelbank eingetragen. Die Möglichkeit der Einzeleintragung ist nicht vorgesehen und dem Kryptowertpapierregister vorbehalten. Nach Eintragung wird das jeweilige elektronische Wertpapier zur Abwicklung durch Einbuchung im Effekten giro bei dem Zentralverwahrer erfasst (§ 12 Abs. 3 eWpG). In dem zentralen Register erfolgt nur die erstmalige Eintragung, Umtragungen erfolgen wie auch herkömmlich im Effekten giro, der weiterhin von Depotbanken und Zentralverwahrern betrieben wird. Die Sammeleintragung im zentralen Register soll lediglich die derzeit bestehende Sammelurkunde (§ 9a DepotG) in ihrer Funktion ersetzen.

Das Führen von Kryptowertpapierregister ist im Gegensatz zum zentralen Register nicht nach dem eWpG auf Zentralverwahrer beschränkt. Dies lässt den Rückschluss zu, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, dass die Registerführung auch im Fall der Einzeleintragung im

Regelfall kein Wertpapierliefer- und abrechnungssystem zusammen mit einer Kerndienstleistung eines Zentralverwahrers im Sinne der CSDR darstellt. Dies sollte **zumindest in der Gesetzesbegründung eines Regierungsentwurfs klargestellt werden.**

## 2. Sammeleintragung und Einzeleintragung

In Anlehnung an das BSchuWG unterscheidet das eWpG zwischen Sammel- und Einzeleintragung. Bei der Sammeleintragung wird das elektronische Wertpapier auf den Namen einer Wertpapiersammelbank oder im Fall von Kryptowertpapieren alternativ auf den Namen des Verwahrers eingetragen (§ 8 Abs. 1 eWpG).

Die Möglichkeit, ein Kryptowertpapierregister als Grundlage für eine Sammeleintragung auf den Namen einer Wertpapiersammelbank oder auf den Namen eines Verwahrers zu benutzen, mutet erst einmal befremdlich an. Die Notwendigkeit einer Sammeleintragung bei Kryptowertpapieren könnte sich aus dem Erfordernis des Art. 3 Abs. 1 CSDR ergeben, wonach ein Emittent von übertragbaren und an einem Handelsplatz zum Handel zugelassenen Wertpapieren mit Sitz in der EU, Sorge dafür zu tragen hat, dass diese Wertpapiere durch Buchung im Effektengiro erfasst werden. **Sofern das Kryptowertpapierregister bei Einzeleintragung nicht als Effektengiro qualifiziert, welches derzeit ungeklärt ist, besteht durch eine Sammeleintragung die Möglichkeit, auch Kryptowertpapiere im Effektengiro zu erfassen.** Für welche weiteren Fallgestaltungen eine Sammeleintragung in einem Kryptowertpapierregister ein praktisches Bedürfnis bestehen könnte, muss sich noch erweisen.

Zumindest bei der Sammeleintragung auf den Namen einer Wertpapiersammelbank hat das (dezentrale) Kryptowertpapierregister nur eine Funktion bei der erstmaligen Einbuchung. Umtragungen erfolgen dann nicht mehr im Kryptowertpapierregister, sondern die Übertragung der Kryptowertpapiere erfolgt depotmäßig.<sup>1</sup>

Im Fall der Eintragung von Kryptowertpapieren im Kryptowertpapierregister auf den Namen des Verwahrers, könnten nach unserem Verständnis auch mehrere Verwahrer in das Kryptowertpapierregister eingetragen werden, welche die Kryptowertpapiere als Inhaber für ihre Kunden als Berechtigte halten. In diesem Fall würde es auch nach der erstmaligen Eintragung zu Umtragungen im Kryptowertpapierregister kommen. Übertragungen von Kryptowertpapieren zwischen Kunden des gleichen Verwahrers würden hingegen zu keinen Umtragungen im

---

<sup>1</sup> Siehe Begründung Referentenentwurf zu § 4 Abs. 5 S. 41.



Kryptowertpapierregister führen. Solche Übertragungen würden nur auf einem von dem Verwahrer geführten Register nachvollzogen.

Zusätzlich wird, anders als beim zentralen Register (§ 12 Abs. 3 eWpG), im Gesetz nicht klargestellt, dass es sich bei dem System, welches die Umtragungen handhabt, um den Effektengiro handelt, sodass es Wertpapiersammelbank oder Verwahrern theoretisch möglich ist, diese **Umtragungen auf einem technisch hiervon abweichenden System zu führen.**<sup>2</sup>

Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, das Führen eines Kryptowertpapierregisters zumindest im Fall der Sammeleintragung im Namen einer Wertpapiersammelbank oder im Namen eines einzelnen Verwahrers von der Erlaubnispflicht des Kreditwesengesetzes auszunehmen, da in diesem Fall die Übertragung der Kryptowertpapiere außerhalb des Kryptowertpapierregisters unter Verantwortung von bereits regulierten und beaufsichtigten Unternehmen in Form von Kreditinstituten oder Wertpapiersammelbanken erfolgen. Eine Beaufsichtigung des Kryptowertpapierregisterführers ist dann nicht mehr erforderlich. Der Referentenentwurf selbst rechtfertigt die hohen Zulassungs- und Folgepflichten des KWG aus den Haftungsrisiken in Folge einer nicht entsprechenden Registerführung, sowie dem Gutgläubensschutz, der an den Registerinhalt anknüpft.<sup>3</sup> Haftungsrisiken ergeben sich jedoch insbesondere aus Umtragungen auf dem Register, nicht aus der erstmaligen Einbuchung. Bei der Sammeleintragung, die auf einem Kryptowertpapierregister basiert, erfolgen jedoch keine oder nur wenige Umtragungen auf dem Kryptowertpapierregister. Die registerführende Stelle ist bei den allermeisten Umtragungen überhaupt nicht eingebunden, sondern dies erfolgt im System der Wertpapiersammelbank oder Verwahrer. Auch der umfassende Gutgläubensschutz in § 25 eWpG ist an die Einzeleintragung geknüpft (siehe Überschrift zu Abschnitt 4: Verfügungen über elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung). Stattdessen ließe sich an eine Anzeigepflicht denken.

### 3. "Erlaubnisthemen"

Noch unklar ist, ob regulierte Institute mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) ohne zusätzliche Erlaubnis (für das Kryptoverwahrgeschäft und/oder die Kryptowertpapierregisterführung) über eine Zweigniederlassung oder einen vertraglich

---

<sup>2</sup> Anders der Referentenentwurf in Bezug auf das zentrale Register: "Im Ergebnis wird somit vermieden, dass ein Zentralverwahrer als registerführende Stelle des zentralen Registers funktional vergleichbare Tätigkeiten in zwei voneinander unabhängigen technischen System erbringen müsste." (RefE, S. 54).

<sup>3</sup> RefE, S. 77.

gebundenen Vermittler in Deutschland aktiv werden dürfen (vgl. das sog. Passportingregime im Sinne von § 53b KWG). Bisher konnte man die Veröffentlichungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) so verstehen, dass für das aktive Kryptowertpapiergeschäft im deutschen Markt die entsprechende KWG-Erlaubnis für ein deutsches Institut benötigt wird. Nun stellt allerdings der Referentenentwurf fest, dass sofern im Rahmen des Depotgeschäfts mit Kryptowertpapieren auch dazugehörige kryptographische Schlüssel gesichert werden, neben der Erlaubnis für das Depotgeschäft keine Erlaubnis für die gesonderte Sicherung dieser kryptographischen Schlüssel erforderlich sei. Demnach könnten in Deutschland regulierte Banken mit einer Erlaubnis für das Depotgeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 KWG auch das Kryptoverwahrgeschäft anbieten, ohne dafür eine gesonderte Erlaubnis beantragen zu müssen. Nichts anderes dürfte für Zweigniederlassungen eines in der EWR regulierten Instituts gelten, welches im Heimatland eine Erlaubnis für das Depotgeschäft hat und diese Tätigkeit nach Deutschland gemäß § 53b KWG anbietet (bzw. passportet). Dies sollte **zumindest in der Gesetzesbegründung eines Regierungsentwurfs klargestellt werden.**

Ob diese Logik auch für die Kryptowertpapierregisterführung gilt, ist zweifelhaft. Es ist bereits nicht eindeutig, in welchem Verhältnis die Kryptowertpapierregisterführung zum Depotgeschäft nach KWG steht (siehe weiter unten). Selbst wenn das Depotgeschäft in bestimmten Konstellationen die Kryptowertpapierregisterführung mit umfassen würde, **sollte noch klargestellt werden, dass das Passportingregime auch für die Kryptowertpapierregisterführung greift.** Alles andere würde eine Ungleichbehandlung von EWR-Instituten bedeuten und gegen die Kernziele der Europäischen Union zur Schaffung eines gemeinsamen Marktes und eines einheitlichen Aufsichtsrahmens sprechen.

#### 4. Registerführende Stelle

##### a) Funktion (§ 7 eWpG)

Der Gesetzentwurf verknüpft die neu geschaffene Rolle der registerführenden Stelle mit einer zivil- und einer aufsichtsrechtlichen Verantwortungszuweisung. Nach der Begründung kommt ihr „als Garant für die Integrität des genutzten Verfahrens für die Wertpapiereigenschaft elektronisch begebener Wertpapiere die entscheidende Rolle zu“ (S. 42 des Referentenentwurfs).

Die Verhaltenspflichten und die zivilrechtliche Haftungsverantwortung der registerführenden Stelle regelt § 7 eWpG. Überzeugend werden dort der jeweilige Stand der Technik und die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen als Maßstab der

Sorgfaltspflichten geregelt. Weitreichend und dennoch ausgewogen ist auch die an Einflusssphären ausgerichtete verschuldensabhängig ausgestaltete mit einer Beweislastumkehr verbundene Haftung. Eine verschuldensunabhängige Garantiehafung würde die technischen Risiken zwischen dem Berechtigten und der Registerführenden Stelle ungleich verteilen.

Für dezentrale Kryptowertpapierregister, die nach ihrer Inbetriebnahme nicht mehr von außen beeinflusst werden können, würden wir eine Klarstellung begrüßen, dass für den dann nur noch initiiierenden Registerführer für den die Sorgfaltspflichten prägenden Stand der Technik allein der Zeitpunkt der Inbetriebnahme des Kryptowertpapierregisters maßgeblich ist. Der Gesetzgeber könnte dies klarstellen, um Technologieoffenheit auch für unbeeinflussbare dezentrale Systeme zu gewährleisten. Bei beeinflussbaren Systemen ist hingegen folgerichtig auch eine Beobachtungs- und Anpassungspflicht Teil der Sorgfaltspflichten.

#### b) Bestimmung (§§ 4 Abs. 7, 12 II, 16 II eWpG)

Die Person der registerführenden Stelle wird in den §§ 12 Abs. 2 und 16 Abs. 2 eWpG definiert. Beim zentralen Register ist dies ein zugelassener Zentralverwahrer. Er kann jederzeit Einfluss auf das Register nehmen und die Verantwortung nach § 7 eWpG uneingeschränkt übernehmen, weil das zentrale Register vollständig unter seiner Kontrolle ist.

Wie die Entwurfsbegründung zutreffend hervorhebt, kann die Verwaltung und Fortschreibung des Registers automatisiert und algorithmenbasiert erfolgen (S. 57 des Referentenentwurfs). Verantwortlich für den Betrieb eines Kryptowertpapierregisters ist damit nicht derjenige, der eine Technologie entwickelt oder zur Verfügung stellt, sondern derjenige, der eine Technologie für den Betrieb eines Kryptowertpapierregisters einsetzt und eine dezentrale Infrastruktur hierzu nutzt. Weil der Kreis der Verantwortlichen danach ausufernd weit gezogen werden könnte, ist es notwendig, wie im Gesetzentwurf vorgeschlagen, den Kreis der Verantwortlichen einzugrenzen. Der Gesetzentwurf schlägt dazu einen eleganten Weg vor. Er überlässt die Bestimmung des Verantwortlichen dem Emittenten und erlaubt ihm auch, diese Rolle selbst einzunehmen. Damit ist eine klare Haftungsverteilung gewährleistet und der Emittent ist frei darin, zu beurteilen, ob er die Sorgfaltspflichten nach § 7 eWpG selbst erfüllen kann oder einen Dritten damit beauftragt. Offen lässt der Regierungsentwurf, ob der Emittent, auch nachdem er einen Dienstleister benannt hat, gegenüber den Inhabern weiter nach allgemeinen Grundsätzen für die sorgfältige Auswahl der registerführenden Stelle haftet. Sinnvollerweise sollte dies nicht der Fall sein, da der Emittent eine registerführende Stelle wählt, die die Erlaubnis zur Registerführung erteilt bekommen hat.

c) Erlaubnispflichten (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG-RefE)

Der Gesetzentwurf verbindet die zivilrechtliche Verantwortung der registerführenden Stelle mit einer weitreichenden aufsichtsrechtlichen Verantwortung. Der Gesetzentwurf sieht weiter vor, dass die registerführende Stelle, völlig unabhängig davon, wer diese Rolle einnimmt, eine erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung darstellen sollte.

Während es im Hinblick auf den Anlegerschutz, der Marktintegrität, der Transaktionssicherheit und der Funktionsfähigkeit der Märkte sinnvoll erscheint an die registerführende Stelle gewisse Anforderungen zu stellen, die gewährleisten, dass insbesondere die technische Expertise vorhanden ist, die Risiken der eingesetzten Technologie zu verstehen, erscheint die technologische Registerführung als solche keine Dienstleistung zu sein, die in der aktuellen Fassung mit vom KWG erfassten Finanzdienstleistungen vergleichbar wäre.

Dies ergibt sich aus der angestrebten Tätigkeit, die in erster Linie darin besteht, sicherzustellen, dass die eingesetzte Technologie überwacht und mit den eingesetzten IT-Systemen reibungslos funktioniert. Dabei sind Sicherstellung von IT-Sicherheit und der Redundanz der IT-Systeme wesentliche Tätigkeiten, die im Ergebnis andere Risiken darstellen als die eines Finanzunternehmens. Ein solches setzt zwar auch Informationstechnologie ein. Seine Tätigkeit ist aber in erster Linie darauf gerichtet, Finanzdienstleistungen zu erbringen.

Die registerführende Stelle sollte daraufhin geprüft werden, ob sie nach dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Maßnahmen zur Sicherstellung von Datenschutz und Datensicherheit trifft, die insbesondere die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der abgerufenen und weiter übermittelten Daten gewährleistet. Dabei wäre geboten, einen Nachweis darüber zu verlangen, dass die angebotene Infrastruktur zumindest einen technologischen Audit durchlaufen hat.

Nicht eindeutig ist das Verhältnis zu anderen Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen. Insbesondere das Verhältnis zum sonst einschlägigen Depotgeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG ist nicht eindeutig. Zwar sagt § 7 Abs. 4 eWpG, dass die Registerführung als solche keine Verwahrung im Sinne des Depotgesetzes darstellt, dies kann jedoch nicht so verstanden werden, dass die zukünftige Kryptowertpapierregisterführung im Exklusivitätsverhältnis zum Depotgeschäft steht. Vielmehr sollte auch hier die Kryptowertpapierregisterführung einen Auffangtatbestand (so wie es bereits für das Kryptoverwahrungsgeschäft klargestellt wurde) darstellen und das Depotgeschäft sollte in bestimmten Fällen die Kryptowertpapierregisterführung konsumieren. Zutreffend hebt die Begründung des eWpG - RefE hervor, dass es denkbar sei, dass die registerführende Stelle in der Praxis weitere über die bloße Registerführung

hinausgehende Leistungen anbietet, die im Ergebnis dazu führen, dass die Registerführung in der Gesamtbetrachtung als Verwahrung im Sinne des Depotgesetzes einzuordnen ist, namentlich dann, wenn die registerführende Stelle selbst im Register als Verwahrer eingetragen ist. Diesbezüglich wäre eine ergänzende Regelung sinnvoll, mit der klargestellt wird, dass in diesen Fällen keine gesonderte Erlaubnis für die Kryptowertpapierregisterführung notwendig ist.

Unter anderem sieht das Luxemburger Recht ein differenziertes Regelungssystem vor, das einen eigenen Abschnitt für IT Dienstleister für Finanzdienstleister enthält ohne jedoch diese als primären Finanzdienstleister mit den verbundenen Pflichten zu behandeln.

#### d) Emittentenprivileg

Art. 6 des Referentenentwurfs führt die Kryptowertpapierregisterführung als neue Finanzdienstleistung in das KWG ein (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG n.F.). Somit bedarf die registerführende Stelle zum Führen eines Kryptowertpapierregisters einer Erlaubnis nach § 32 KWG. Die Gesetzesbegründung nimmt eine systematische Nähe zum eingeschränkten Verwahrungsgeschäft und die hohen Anforderungen an das Register, die einen Gutgläubensschutz rechtfertigen, zum Ausgangspunkt für Zugangshürden, die neben den übrigen Zulassungs- und Folgepflichten insbesondere das Vorhalten von Anfangskapital in Höhe von mindestens EUR 730.000 umfassen (§ 33 Abs.1 S. 1 Nr. 1c KWG n.F.).<sup>4</sup> Diese hohen Kapitalanforderungen können die zivilrechtliche Verantwortung durch eine effektive Haftung akzentuieren, erscheinen aber in einigen der vom Gesetzentwurf verfolgten Szenarien als unverhältnismäßig hoch.

Die Führung eines Kryptowertpapierregisters kann auch vom Emittenten selbst übernommen werden. Wenn eine Benennung der registerführenden Stelle unterbleibt, gilt der Emittent selbst als registerführende Stelle (§ 16 Abs. 2 S. 3 eWpG). Auch in seiner Begründung geht der Referentenentwurf ausdrücklich davon aus, dass der Emittent die Funktion der registerführenden Stelle selbst ausfüllen kann, statt sie einem Dienstleister zu überlassen.<sup>5</sup>

In diesem Fall unterliegt auch der Emittent, der im Rahmen einer Eigenemission das Kryptowertpapierregister führt, einer Erlaubnispflicht. Im Gegensatz zur Eigenemission oder der Kryptoverwahrung gibt es für Emittenten, die im Rahmen einer Eigenemission die Registerführung betreiben wollen, nach unserem aktuellen Verständnis von dem

---

<sup>4</sup> RefE, S. 77.

<sup>5</sup> RefE, S. 57.

Gesetzesentwurf keinerlei Erleichterungen im Vergleich zu Dienstleistern, die dies für mehrere Emissionen und für andere erbringen.<sup>6</sup> Vorbehaltlich der generellen Schwelle des § 32 KWG (Vorliegen von Gewerbsmäßigkeit oder Umfang, der einen in kaufmännischerweise eingerichteten Gewerbebetrieb erfordert), bedarf auch der Emittent, der zugleich registerführende Stelle ist, stets einer Erlaubnis nach dem KWG.

Wenn Emittenten tatsächlich auch die Registerführung übernehmen können sollen, dann ist die uneingeschränkte Erlaubnispflicht in mehrerer Hinsicht problematisch.

Durch den mit einem Erlaubnisverfahren verbundenen hohen Zeit- und Kostenaufwand, insbesondere das vorzuhaltende Anfangskapital in Höhe von 730.000 EUR sowie umfangreichen Reportingpflichten und Anforderungen an die Geschäftsleiter, kann bezweifelt werden, dass ein Emittent für eine einzelne Eigenemission wirtschaftlich diese Hürde nehmen kann. Anders als ein Dienstleister, der registerführende Stelle für mehrere Emittenten ist, können sich die Kosten eines Erlaubnisverfahrens sowie der fortlaufenden Verpflichtungen beim Emittenten für eine Eigenemission mangels Skalierungseffekte kaum amortisieren. Faktisch müsste ein Emittent stets einen Dienstleister als registerführende Stelle einschalten. Dies sieht die Gesetzesbegründung jedoch gerade nicht vor. Die Begründung im Referentenentwurf gesteht - ganz im Gegenteil - im Rahmen der Solvabilitätsvorschriften (§ 2 Abs. 7b KWG) selbst ein, dass die aufsichtsrechtlichen Anforderungen so hoch sein könnten, dass Emittenten praktisch die Registerführung selbst nicht übernehmen können: "*Dass der Emittent ggfs. registerführende Stelle sein soll, spricht ebenfalls dafür, die aufsichtsrechtlichen Anforderungen nicht zu hoch zu setzen*".<sup>7</sup>

Im Gegensatz zu dem Dienstleister, der die Registerführung für mehrere Kunden erbringt, gebietet sich bei dem Emittenten, der dies im Rahmen einer Eigenemission erbringt, u.a. eine über die Solvabilitätsvorschriften hinausgehende Erleichterung hinsichtlich des Anfangskapitals. Bei der Festlegung der Beitragshöhe ist abzuwägen, dass der Betrag im Hinblick auf die jeweilige Tätigkeit einerseits ausreichend hoch ist, um die gewünschte Schutz- und Verlustauffangfunktion zu erfüllen, andererseits aber auch kein zu großes Hindernis für den Marktzugang darstellt.<sup>8</sup> Verglichen mit einem Finanzdienstleister, der die Registerführung für mehrere Emissionen erbringt, ist aus Anlegerschutzgesichtspunkten bei der Eigenemission nicht ein Anfangskapital

---

<sup>6</sup> Anders als der Tatbestand des Emissionsgeschäftes ("übernehmen") oder der Kryptoverwahrung ("für andere") sieht der Entwurf für die Erlaubnispflicht der registerführenden Stelle keine tatbestandliche Einschränkung vor.

<sup>7</sup> RefE, S. 77.

<sup>8</sup> *Albert* in: Reischauer/Kleinhans, Kreditwesengesetz, Mai 2020, § 33 KWG Versagung der Erlaubnis, Rn. 15

erforderlich, das in Einzelfällen das gesamte Emissionsvolumen übersteigen würde. Bezogen auf die Eigenemission sind die im Referentenentwurf vorgesehenen Zugangshürden unverhältnismäßig und müssen insbesondere bezogen auf das Mindestkapital herabgesetzt werden. Neben dem Anfangskapital stellen aber auch die laufenden Verpflichtungen eine nahezu unüberschreitbare Hürde für Emittenten dar, die Registerführung selbst zu übernehmen. Dies steht im Widerspruch zu der Wertung des Aktiengesetzes, das die Registerführung für Namensaktien ohne weitere Erlaubnisanforderungen den Aktiengesellschaften selbst überlässt.

Ein **Verzicht auf die Erlaubnisanforderung** für Emittenten fördert zudem das rechtspolitische Ziel, die Voraussetzungen für Innovationen im Finanzsektor zu verbessern. Die Nachfrage nach Emissionen auf Kryptowertpapierregistern geht zurzeit von den Emittenten aus. Diese können, wie dargestellt, durch die hohen Hürden bei der Erlaubnispflicht faktisch eine solche jedoch erst durchführen, wenn es Dienstleister gibt. Diese werden wiederum nur die Kosten eines Erlaubnisverfahrens auf sich nehmen, wenn feststeht, dass es genug Nachfrage am Markt gibt, damit sich die Kosten amortisieren. Ein Emittentenprivileg würde diese Kausalkette, deren Ereignisse wechselseitig Ursache und Wirkung darstellen, auflösen.

Den Anforderungen an einen Kapitalmarkt sowie Verbraucherschutz-Gesichtspunkten dürften folgende Maßnahmen entgegenkommen:

- Es sollte ein Emittentenprivileg statuiert werden, in dem Sinne, dass Emittenten keine Erlaubnis bedürfen. Die Registerführung als Dienstleistung "für andere" sollte weiterhin einer Erlaubnis bedürfen.
- Zumindest sollte die Registerführung durch den Emittenten für eine Emissionshöhe von EUR 1 Mio. über einen Zeitraum von 12 Monaten von der Erlaubnispflicht ausgenommen werden. Dies ist auch durch einen systematischen Vergleich mit der Prospektausnahme nach der Prospekt-VO sowie der MiCAR gerechtfertigt. Darüber hinaus zeigt ein rechtsvergleichender Blick, dass dies im Liechtensteinischen TVTG vergleichbar umgesetzt wird (siehe unten IV.2.2)
- Unabhängig vom Emittentenprivileg sollte das geforderte Mindestkapital alternativ durch eine Versicherungslösung ersetzt werden können
- Stattdessen sollten Emittenten ihre Eigen-Registerführung mit ausreichendem Vorlauf gegenüber der BaFin anzeigen müssen, sodass diese in ein öffentliches Register aufgenommen werden können, um die Allgemeinheit über die Tatsache zu informieren, dass hier ein Emittent ein Register führt.



- Unabhängig von der Frage der Erlaubnispflicht sollten nur Technologien zur Anwendung kommen, die anfänglich sowie zumindest einmal jährlich wiederkehrend ein Audit einer anerkannten Institution erfolgreich unterlaufen haben. Hierzu eine Offenlegung des Quellcodes zum Zwecke der Überprüfung von unabhängigen Stellen in Erwägung gezogen werden.

Bleibt es bei für Emittenten überhöhten Anforderungen ist davon auszugehen, dass Emittenten das vom eWpG vorgesehene Regime nicht verwenden können und weiterhin Forderungen privatrechtlich durch kautelarjuristische Lösungen tokenisieren und hierdurch Forderungen und Token miteinander verknüpfen. Diese "Flucht" in einen zivilrechtlich ungewissen und aufsichtsrechtlich unregulierten Bereich ist für den Anlegerschutz sowie der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte nicht förderlich.

## 5. Kollisionsrecht

§ 32 eWpG regelt das anwendbare Recht. Demnach sollen Rechte an einem elektronischen Wertpapier und Verfügungen über ein elektronisches Wertpapier dem Recht des Staates unterliegen, unter dessen Aufsicht die registerführende Stelle steht, in deren elektronischem Wertpapierregister das Wertpapier eingetragen ist.

In der Begründung heißt es, dass eine solche Regelung erforderlich sei, da bei elektronischen Wertpapieren eine Bestimmung des anwendbaren Rechts nach dem Belegenheitsort der Sache (hier der Wertpapierurkunde) ausscheidet (so die bisherige Regelung des § 17a DepotG), und da das Wertpapierregister bei einer elektronischen Registerführung auch schwierig zu lokalisieren ist, soll das Recht desjenigen Staates maßgeblich sein, unter dessen Aufsicht diejenige Stelle steht, die das Wertpapierregister führt, in dem das elektronische Wertpapier eingetragen ist.

Diese Regelung scheint noch nicht gänzlich durchdacht zu sein im Hinblick auf ihre aufsichtsrechtlichen Folgewirkungen. Soweit man auf das Recht des Staates abstellen würde, unter dessen Aufsicht die registerführende Stelle steht, in deren elektronischem Wertpapierregister das Wertpapier eingetragen ist, würde dies im Ergebnis fremdes Recht zur Anwendung bringen, sobald die registerführende Stelle unter ausländischer Aufsicht stehen würde. Soweit der Zentralverwahrer die registerführende Stelle sein sollte, wäre zwar die Bestimmung des fremden Rechts noch möglich, jedoch könnte dann das ausländische Recht das eWpG völlig ersetzen. Soweit die registerführende Stelle eine ausländische Depotbank (oder ein



anderes reguliertes Institut) sein würde oder gar verschiedene unregulierte Personen ein Register führten, wäre die Bestimmung des anwendbaren Rechts nach der derzeitigen Vorgabe nicht möglich. Daneben wären weitere komplexe Konstellationen denkbar, wie in etwa wenn die Heimataufsicht und die Ziellandaufsicht auseinanderfallen (so in etwa im Fall des grenzüberschreitenden Geschäfts innerhalb des EWR oder bei Dienstleistungen aus dem Drittland nach Deutschland).

**Wir regen an, die denkbaren grenzüberschreitenden Sachverhalte im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses noch einmal detailliert zu bewerten und in der Formulierung des § 32 eWpG zu berücksichtigen.**

### **III. Einordnung in den unionsrechtlichen Regelungsrahmen**

Nachdem die Europäische Kommission (Kommission) bereits in diesem Frühjahr mit ihrer Konsultation zu einem einheitlichen Regelungsrahmen für Kryptowerte innerhalb des europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) die Bedeutung einer EU-weit einheitlichen Kryptowertregulierung hervorgehoben hat, wurde mit dem (bisher noch nicht offiziell veröffentlichten) Entwurf der Verordnung zu “Markets in Crypto Assets (MiCA)” inzwischen ein umfassendes Paket zur Regelung der Märkte von Kryptowerten vorgeschlagen, das darauf abzielt, die Rechtssicherheit zu erhöhen, die Innovation zu unterstützen, den Verbraucher- und Anlegerschutz zu verbessern und die finanzielle Stabilität zu gewährleisten.

#### **1. Einheitlich Regulierung von Kryptowerten - Vorrang vor deutschem Sonderweg**

Die Kommission schlägt mit der MiCAR eine maßgeschneiderte Regelung vor, um auf EU-Ebene harmonisierte Anforderungen für Emittenten festzulegen, die ihre Kryptowerte in der gesamten Union anbieten wollen, sowie für Anbieter von Kryptowerte-Diensten, die eine Genehmigung für die Erbringung ihrer Dienstleistungen auf dem Binnenmarkt beantragen möchten. Diese Initiative würde etwaig bestehende nationale Rahmenwerke ersetzen, die für Kryptowerte gelten und nicht durch die bestehende EU-Gesetzgebung für Finanzdienstleistungen abgedeckt sind. Ein deutscher Sonderweg hätte für die Zukunft keine praktische Relevanz. Daher sollte die deutsche Gesetzgebung sich in der jetzigen Phase auf die Dematerialisierung der Wertpapiere konzentrieren, aber im Hinblick auf flankierende aufsichtsrechtliche Regeln die weitere Entwicklung auf EU-Ebene abwarten, um dann zu entscheiden, ob es es überhaupt über die MiCAR hinausgehender nationalen Regelungen bedarf.

## 2. Unterschiedliche Definitionen von Kryptowerten und den Krypto-Dienstleistungen

Es ist geplant, dass die MiCAR Kryptowerte und Krypto-Dienstleistungen weitestgehend kategorisiert und definiert. Die MiCAR soll damit beginnen, den Anwendungsbereich und die Definitionen der Verordnung zu präzisieren, wobei der Anwendungsbereich der MiCAR auf Kryptowerte beschränkt wäre, die nicht durch die bestehende EU-Gesetzgebung für Finanzdienstleistungen abgedeckt sind (z.B. Ausschluss von Kryptowerten, die als MiFID II-Finanzinstrumente, elektronisches Geld, Einlagen oder strukturierte Einlagen qualifizieren).

Der deutsche Ansatz würde hiermit nicht vollständig im Einklang stehen. Zwar werden im KWG Kryptowerte und das Kryptoverwahrgeschäft (und zukünftig auch die Kryptowertpapierregisterführung) genannt und definiert, jedoch ohne die in der MiCAR vorgesehene Kategorisierung und Klarstellungen. Vielmehr dient die Kryptowertdefinition als Auffangtatbestand und die regulatorische Handhabung der einzelnen Token bzw. Kryptowerten und der damit zusammenhängenden Geschäfte und Dienstleistungen ergibt sich erst durch stetig sich weiterentwickelnde Aufsichtspraxis. Damit könnte Deutschland Gefahr laufen, Kryptowerte und bestimmte Kategorien regulatorisch anders - als durch die MiCAR geplant - zu behandeln. Auch hier würde es sich anbieten die Vorschläge der Kommission abzuwarten und mit in die deutsche Gesetzgebung einzuarbeiten.

## 3. Unterschiedliche Behandlung von Kryptowerte-Emissionen

Nach derzeitigem Sachstand erwägt die Kommission bestimmte regulatorische Ausnahmen für die Emission von Kryptowerten in die MiCAR mit aufzunehmen. Die Hauptforderung der MiCAR an die Emittenten wäre die Veröffentlichung eines harmonisierten Whitepapers/ Informationsdokuments, das eine Emission von Kryptowerten in der EU mit obligatorischen Offenlegungen begleitet (detaillierte Beschreibung des Emittenten, des Projekts und der geplanten Mittelverwendung, der Bedingungen des Angebots, der mit den Kryptowerten verbundenen Rechte und Pflichten und der Risiken). Bestimmte Ausnahmen von diesem Whitepaper würden auch für kleine Angebote von Kryptowerten (Wert unter 1 Million Euro innerhalb eines Zwölfmonatszeitraums) und für Angebote, die sich an qualifizierte Anleger im Sinne der Prospektverordnung richten, gelten. Über das Whitepaper hinaus müsste der Emittent von Kryptowerten in Form einer juristischen Person (entweder mit Sitz in der EU oder in einem

Drittland) eingetragen sein und auch andere Anforderungen erfüllen (transparente Kommunikation mit den Inhabern von Kryptowerten, Umgang mit Interessenkonflikten, Wartung aller IT-Systeme nach europäischen Standards). Das Whitepaper (und Marketingmitteilungen im Zusammenhang mit der Ausgabe) würden keiner Vorabgenehmigung durch die nationalen Aufsichtsbehörden unterliegen, sollten aber vor ihrer Veröffentlichung den nationalen Aufsichtsbehörden mitgeteilt werden. Die nationalen Aufsichtsbehörden würden auch vom Emittenten mit angemessenen Details versorgt, damit sie feststellen können, ob der jeweilige Kryptowert tatsächlich nicht als Finanzinstrument gemäß MiFID II oder als E-Geld qualifiziert ist. Sollte das Whitepaper nicht den Offenlegungspflichten entsprechen, hätte die nationale Aufsichtsbehörde des Herkunftsmitgliedstaates die Möglichkeit, das Angebot auszusetzen oder zu untersagen oder bekanntzugeben, dass das Angebot nicht den EU-Vorschriften entspricht. Sobald das Whitepaper veröffentlicht ist, wäre es dem Emittenten gestattet, seine Kryptowerte in der EU zu vermarkten und zu vertreiben oder eine Zulassung dieser Kryptowerte auf einer Handelsplattform für Kryptowerte zu beantragen.

Diese geplanten Regelungen der Emission von Kryptowerten ist im derzeitigen deutschen Aufsichtsregime nicht geplant. Insbesondere der deutsche Sonderweg der Kryptowertpapierregisterführung würde solchen Ausnahmen für die Emission von Kryptowerten einschränken (wenn nicht sogar unmöglich machen). Die deutsche Gesetzgebung sollte diese Besonderheiten unbedingt im weiteren Verfahren berücksichtigen.

#### 4. Unterschiedlicher Katalog von Kryptodienstleistern

Die Kommission erwägt mit der MiCAR einen abschließenden Katalog an regulierten Kryptodienstleistern einzuführen. Die MiCAR würde die folgenden Dienstleistungen regulieren:

- 1) Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für andere;
- 2) Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte;
- 3) Austausch von Kryptowerten gegen Fiat-Währung unter Verwendung von Eigenkapital;
- 4) Austausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte unter Verwendung von Eigenkapital,
- 5) Empfang und Übermittlung von Aufträgen für Kryptowerte im Namen Dritter,
- 6) Ausführung von Aufträgen im Namen Dritter,
- 7) Platzierung von Kryptowerten,

- 8) Beratung zu Kryptowerten und
- 9) Zahlungstransaktionen in Asset-Referenced Kryptowerten.

Der deutsche Sonderweg beschränkt sich auf das Kryptoverwahrgeschäft und die Kryptowertpapierregisterführung. Zwar wurde mit der Aufnahme des Kryptowerttatbestandes der Katalog der regulierten Finanzinstrumente erweitert (womit auch diese Instrumente von den klassischen regulierten Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen umfasst wären), allerdings ist im deutschen Recht das Verhältnis von Geschäften mit Kryptowerten und mit sonstigen Finanzinstrumenten nicht eindeutig. Der Entwurf der Kommission unterscheidet hingegen klar zwischen Kryptodienstleistungen und klassischen regulierten Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen. Zudem würde das regulierte Kryptowertpapierregisterführung nicht vom Kryptodienstleistungskatalog der MiCAR umfasst sein, womit wir in Deutschland eine weitere Kryptodienstleistung reguliert hätte, damit einen Sonderweg einschlagen und dem Single Market Ansatz der Europäischen Kommission zuwiderlaufen würden.

## **IV. Regelungsvorbilder im EU/EWR-Raum: Liechtensteinisches Token- und VT-Dienstleistungsgesetz**

### **1. Motivation(en)/Anwendungsbereich**

Das Fürstentum Liechtenstein hat mit dem zum 01.01.2020 in Kraft getretenen Gesetz über Token und VT-("vertrauenswürdige Technologien")-Dienstleister (TVTG) als eines der ersten Länder weltweit abstrakte Rahmenbedingungen für die Token-Ökonomie in ihrer Gesamtheit festgelegt. Dabei war es für den liechtensteinischen Gesetzgeber wesentlich, ein technologie-neutrales Gesetz zu erlassen, das auch für nachfolgende Technologieentwicklungen und neue Geschäftsmodelle anwendbar bleibt. Im Vordergrund stand einerseits, ein möglichst breites Feld an Anwendungsfällen der Token-Ökonomie abzudecken, andererseits aber auch ein hinreichendes Maß an Rechtssicherheit sowie ein angemessenes Schutzniveau der Nutzer auf VT-Systemen zu gewährleisten.

Das TVTG beinhaltet ein neues Zulassungsmodell für zehn verschiedene VT-Dienstleistungen (Art. 2 Abs. 1 Ziff. 2 TVTG) und unterstellt diese der Regulierung durch die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA). Sämtliche VT-Dienstleister unterliegen einer Pflicht zur Registrierung im VT-Dienstleistungsregister (Art.23 TVTG), das von der FMA geführt wird. Aufsichtsrechtlich unterliegt

die Zulassung der zehn unterschiedlichen VT-Dienstleister einem eigenen Registrierungsverfahren nach Art. 11 ff. TVTG, das aber eine finanzmarktrechtlich notwendige sonstige Bewilligung nicht ersetzt.

Basierend auf dem Grundgedanken, dass die Vertrauenswürdigkeit durch Technologie und nicht durch einen Intermediär erzeugt wird, verwendet das TVTG in Art. 2 Abs.1 lit. a statt dem Begriff „Blockchain“ den Begriff „Vertrauenswürdige Technologien“ („VT“). Das TVTG erfasst VT-Dienstleistungen, wenn sie über „VT-Systeme“ erbracht werden. Diese definiert das TVTG in Art. 2 Abs.1 lit.b als Transaktionssysteme, welche die sichere Übertragung und Aufbewahrung von Token sowie darauf aufbauende Dienstleistungserbringung mittels vertrauenswürdiger Technologien ermöglichen. Ein System ist vertrauenswürdig, wenn es z.B. durch technologische Maßnahmen und softwarebasierte Regeln die Integrität von Token, deren eindeutige Zuordnung und deren sicheren Austausch gewährleistet.

## 2. Zivilrechtliche Regelungen

### a) Token als neues Rechtsobjekt sui generis

Gemäß dem in Anlehnung an das Schweizer Sachenrecht konzipierten liechtensteinischen Sachenrecht stellen Token aufgrund ihrer fehlenden Körperlichkeit keine Sache, sondern lediglich eine digitale Information dar.

Im Gegensatz zu § 2 Abs.3 eWpG, der das elektronische Wertpapier als Sache fingiert, hat das TVTG den Token als einen neuen Rechtsgegenstand sui generis eingeführt: Per Legaldefinition definiert das TVTG in Art. 2 Abs.1 lit c „Token“ als eine Information auf einem VT-System, die Forderungs- und Mitgliedschaftsrechte gegenüber einer Person, Rechte an Sachen oder andere absolute oder relative Rechte repräsentieren kann und einem oder mehreren VT-Identifikator zugeordnet wird, der die eindeutige Zuordnung von Token ermöglicht.

Anders als der Entwurf zum eWpG, der gemäß § 1 nur auf Schuldverschreibungen auf den Inhaber anzuwenden ist, erfasst das TVTG damit Token jedweder Art, somit auch Eigenkapital- wie Fremdkapitalinstrumente. Allgemein liegt dem TVTG das Konzept zu Grunde, dass der Token eine Art „digitalen Container“ darstellt, der verschiedene Arten von Rechten repräsentieren kann, der aber auch keine Rechte repräsentieren und damit reine Information sein kann.

## b) Einführung von „Wertrechten“ im Bürgerlichen Recht (PGR)

Im Zuge der Einführung des TVTG hat der liechtensteinische Gesetzgeber in § 81a SchIT PGR „Wertrechte“ gesetzlich positiviert: Wertrechte sind gemäß § 81a Abs. 1 SchIT PGR Rechte mit gleicher Funktion ausgestattet wie Wertpapiere. Eine physische Verbriefung ist somit nicht mehr notwendig, sondern Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte können in digitaler Form als Wertrechte ausgegeben werden.

Anders als der Referentenentwurf zum eWpG, der zwischen elektronischen Wertpapieren differenziert, die über ein zentrales Register begeben und verwaltet werden (§ 12 ff. eWpG) und sogenannten Kryptowertpapieren (§ 4 Abs. 2e eWpG), die lediglich auf einem Kryptowertpapierregister begeben und verwaltet werden (§ 16 ff. eWpG), unterscheidet das liechtensteinische Gesetz nicht zwischen der Art der Registrierung der Wertrechte. Vielmehr hat gemäß § 81a Abs.2 SchIT PGR der Schuldner (Emittent) selbst die Pflicht, über die von ihm ausgegebenen Wertrechte ein Buch zu führen, in das die Anzahl und Stückelung der ausgegebenen Wertrechte sowie die Gläubiger einzutragen sind. Das Wertrechtbuch kann auch unter Verwendung von vertrauenswürdigen Technologien im Sinne des TVTG geführt werden.

Die Wertrechte entstehen mit Eintragung in das Wertebuch und bestehen nach Maßgabe dieser Eintragung (§ 81a Abs. 3 SchIT PGR). Die Übertragung von Wertrechten in Form von Token richtet sich gemäß § 81a Abs. 4 SchIT PGR wiederum ausschließlich nach TVTG (vgl. unter 2.3). Wer von der im Wertrechtbuch eingetragenen Person in gutem Glauben Wertrechte oder Rechte an Wertrechten erwirbt, wird nach § 81a Abs. 5 SchIT PGR in seinem Recht geschützt, auch wenn der Veräusserer zur Verfügung über die Wertrechte nicht befugt war. Der Schuldner ist nur an den im Wertrechtbuch eingetragenen Gläubiger zu leisten verpflichtet. Er wird durch eine bei Verfall erfolgte Leistung an den im Wertrechtbuch eingetragenen Gläubiger befreit, wenn ihm nicht Arglist oder grobe Fahrlässigkeit zur Last fällt (§ 81 a Abs. 6 SchIT PGR).

Im Gegensatz zum eWpG, der das Führen des zentralen elektronischen Wertpapierregisters nur durch einen zugelassenen Zentralverwahrer (Art.1 6 CSDR, VO (EU) Nr. 909/2014) ermöglicht bzw. von der registerführenden Stelle eines sog. Kryptowertpapierregisters gemäß § 16e WpG-RefE -- im Zweifel der Emittent – eine Erlaubnis der Bafin nach § 32 KWG voraussetzt, hat das Fürstentum Liechtenstein die Anforderungen an das Führen des Wertrechtbuches weniger hoch angesetzt:

Verpflichtet ist grundsätzlich der Emittent, als derjenige, der das Wertrecht begibt.

- 1) Die Eigenemission von Token ist gemäss Art. 12 Abs. 2 TVTG nur dann registrierungspflichtig, sofern sie einen Wert von fünf Mio. Franken innerhalb von zwölf Monaten übersteigt. Eine Eigenemission von Token liegt z.B. bei der Ausgabe von Token für Finanzierungszwecke oder zur Tokenisierung von Eigentums- oder Nutzungsrechten vor. Unterhalb der genannten Grenze besteht keine Registrierungsspflicht, findet also auch keine Aufsicht durch die FMA statt.
- 2) Eine Überwachung der Registerführung durch die Aufsichtsbehörde (§ 11 eWpG-RefE) sieht das TVTG nicht vor.
- 3) Das TVTG verlangt keine Übermittlung eines Registerauszugs an den Verbraucher in regelmässigen Abständen im Sinne von § 19 eWpG-RefE.

### c) Verfügung über Token

Der erste Teil des TVTG regelt, unter welchen Voraussetzungen Token übertragen werden können. In Art. 5 TVTG finden sich eigenständige Definitionen der Begriffe „Verfügungsberechtigter“ und „Verfügungsgewalt“. Der Begriff der Verfügungsgewalt entspricht dabei funktional adäquat dem Besitz bei Sachen, „Verfügungsberechtigung“ entspricht funktional adäquat dem Eigentum an Sachen. Die Verfügung über einen Token setzt voraus, dass:

- 1) Die Übertragung des Token nach den Regeln des VT-Systems abgeschlossen ist
- 2) Der Übertragende und der Übernehmende übereinstimmend erklären, die Verfügungsberechtigung am Token übertragen zu wollen und
- 3) Der Übertragende nach Maßgabe des Art.5 TVTG verfügungsberechtigt ist.

Das TVTG sieht vor, dass Rechte, die durch Token repräsentiert werden, mit dem Token übertragen werden – die Übertragung der Verfügungsberechtigung am Token vorausgesetzt. Anders als die Fiktion der Sacheigenschaft in § 2 Abs. 3 eWpG schuf der Liechtensteinische Gesetzgeber in Art. 7 Abs. 1 TVTG einen „Kunstgriff“ in Form eines gesetzlichen Koordinationsbefehls: Liegt nach diesen Voraussetzungen eine wirksame Verfügung vor, so bewirkt sie ex lege die Verfügung über das durch den Token repräsentierte Recht, wenn diese Rechtswirkung auch von Gesetzes wegen eintritt (Art. 7 Abs. 2 TVTG). Damit hat Liechtenstein auch deutlich gemacht, dass das TVTG den Modus sachenrechtlicher Übertragung nicht ersetzt. Bewegliche und unbewegliche Sachen oder verbrieft Forderungen und Wertpapiere können auf



diese Weise zum Beispiel nicht übertragen werden - wohl aber Wertrechte gemäß § 81 a SchIT PGR.

In Art. 9 normiert das TVTG den Erwerb kraft guten Glaubens, wenn der Übertragende zur Verfügung über den Token nicht berechtigt war, es sei denn, der Erwerbende hatte vom Fehlen der Verfügungsberechtigung Kenntnis oder hätte diese bei gehöriger Sorgfalt haben müssen. Anders als § 26 eWpG, der u.a. auch die Bevollmächtigung des Vertreters und die Geschäftsfähigkeit des Veräußerers/Vertreters vermutet, kommt das TVTG mit weniger Fiktionen aus.

Art. 10 TVTG enthält Vorschriften betreffend die Kraftloserklärung von Token für den Fall des Vermissens oder der Funktionsunfähigkeit eines VT-Schlüssels sowie das damit verbundene gerichtliche Kraftloserklärungsverfahren.

Wird über den Token ohne Rechtsgrund verfügt oder fällt dieser nachträglich weg, erfolgt die Rückabwicklung nach den Vorschriften des Bereicherungsrechts.

### 3. Aufsichtsrechtliche Regelungen

Alle registrierungspflichtigen Geschäftsmodelle drehen sich um Token, also um Informationen auf einem VT-System, die Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber einer Person, Rechte an Sachen oder andere Rechte repräsentieren und einem VT-Identifikator zugeordnet werden können.

Personen mit Sitz oder Wohnsitz im Fürstentum Liechtenstein, die berufsmässig VT-Dienstleistungen im Fürstentum Liechtenstein erbringen wollen, haben gemäss Art. 12 Abs.1 TVTG vor erstmaliger Erbringung der Dienstleistung bei der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein schriftlich eine Eintragung ins VT-Dienstleisterregister zu beantragen. Die Registrierungspflicht gemäss TVTG gilt nur für Dienstleister mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein und Dienstleistungserbringung im Inland, nicht für solche, die Dienstleistungen aus dem Ausland an liechtensteinische Einwohner erbringen oder ihre Dienstleistungen nur ans Ausland richten.

#### a) Katalog der VT-Dienstleister

Das TVTG definiert folgende VT-Dienstleister:

- Token-Emittent (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. k),
- Token-Erzeuger (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. l),



- VT-Schlüssel-Verwahrer (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. m),
- VT-Token-Verwahrer (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. n),
- VT-Protector (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. o),
- physischer Validator ((Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. p),
- VT-Wechseldienstleister (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit.q),
- VT-Prüfstelle (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. r),
- VT-Preisdienstleister (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. s) und
- VT-Identitätsdienstleister (Art.2 Abs.1 Nr.2 lit. t).

Token-Emittent definiert das TVTG in Art. 2 Abs.1 Nr.2 lit. k als Person, welche Token im eigenen Namen oder im Namen eines Auftraggebers öffentlich anbietet. Token-Emittenten haben gemäß Art. 30 ff TVTG Basisinformationen in einfach zugänglicher Weise zu veröffentlichen und der FMA die Token-Emission anzuzeigen. Ähnlich wie in § 5 Abs.1 eWpG-RefE hat ein Token-Emittent nach Art. 33 TVTG Informationen über die zu emittierenden Token und die damit verbundenen Rechte, eine Bezeichnung des verwendeten VT-Systems, eine Beschreibung über den Zweck sowie die Art des der Token-Emission zugrunde liegenden Rechtsgeschäfts, eine Beschreibung der Erwerbs- und Übertragungsbedingungen für die Token, Hinweise über die mit dem Erwerb der Token verbundenen Risiken sowie eine Zusammenfassung inklusive Warnhinweisen zu veröffentlichen.

Der physische Validator ist nach der Idee des TVTG eine Art Vertrauensperson zwischen den Vertragsparteien. Er trägt Sorge dafür, dass entweder digitalisierte Rechte real durchsetzbar sind oder – wie ein Verwahrer – dass die zu übertragende Sache vorhanden ist. Auch die VT-Prüfstelle übernimmt eine Funktion zur Sicherung der Nutzer, in dem sie die Voraussetzungen für die Verfügung über Token prüft – zum Beispiel die Geschäftsfähigkeit der Vertragsparteien. Der VT-Schlüssel-Verwahrer verwahrt VT-Schlüssel für die Berechtigten. Der VT-Token-Verwahrer verwahrt aufgrund eines Auftragsverhältnisses Token für die Verfügungsberechtigung. Der VT-Protector wird selbst Verfügungsberechtigter über anvertrautet Token, ist jedoch im Innenverhältnis aufgrund einer Treuhandabrede in der Verwendung gebunden. Diese VT-Dienstleistung erfordert zusätzlich eine Bewilligung nach dem Treuhändergesetz (Art. 13 Abs.1 lit. i TVTG)

## b) Voraussetzungen der Registrierung

Die Registrierung und Eintragung als VT-Dienstleister setzt nach Art. 13 TVTG Handlungsfähigkeit, Zuverlässigkeit (Art.14 TVTG; keine Vorstrafen, Kreditwürdigkeit), fachliche Eignung (Art. 15 TVTG; inklusive Spezialisierung und Kenntnisse/Erfahrung im Bereich Sorgfaltspflichten), ein Mindestkapital zwischen 30.000 und 250.000 Schweizer Franken (Art.16), eine angemessene Organisationsstruktur, verschriftlichte interne Verfahren und Kontrollmechanismen voraus. Insoweit sind der FMA u.a. Strafregisterauszüge, Konkursregisterauszüge, Lebensläufe der involvierten Personen, einschlägige Ausbildungs- und Arbeitszeugnisse, Referenzen, eine Risikoevaluation, ein Sorgfaltspflichtkonzept samt Stellungnahme eines Wirtschaftsprüfers dazu, Dokumente zur Prüfung der Mittelherkunft, Organisationsreglements sowie eine Auflistung der Chain Analyse Tools vorzulegen. Dies alles wird von der liechtensteinischen Finanzmarktaufsicht auf Vollständigkeit und Plausibilität geprüft (Art. 19 TVTG).

## 4. Anwendbarkeit des Sorgfaltspflichtgesetzes (SPG)

Mit der Einführung des TVTG hat der Liechtensteinische Gesetzgeber auch verschiedene VT-Dienstleister dem Sorgfaltspflichtgesetz (SPG) unterworfen, welches die weltweit vereinheitlichten Anti-Geldwäsche-Präventionspflichten beinhaltet: Neu sind mit 01.01.2020 registrierungspflichtige Token-Emittenten, VT-Schlüssel-Verwahrer, VT-Token-Verwahrer, VT-Protektoren, Physische Validatoren, VT-Wechseldienstleister sowie inländische nicht registrierungspflichtige Token-Emittenten, soweit sie Transaktionen in Höhe von 1.000 Schweizer Franken oder mehr abwickeln, voll sorgfaltspflichtig. Damit haben diese insbesondere entsprechende KYC/AML-Prozesse (Identifizierung der Kunden und Verhinderung der Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung) durch geeignetes Personal zu gewährleisten.

## 5. Kollisionsrecht

In Art. 3 Abs.2 lit. b enthält das TVTG eine Rechtswahlmöglichkeit hinsichtlich des zivilrechtlichen Teils des TVTG: Es findet Anwendung, wenn Token durch einen VT-Dienstleister mit Sitz oder Wohnsitz im Inland erzeugt oder emittiert werden, oder, wenn Parteien in einem Rechtsgeschäft über Token dessen Vorschriften ausdrücklich für anwendbar erklären. Damit soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Blockchaintechnologie grundsätzlich transnational ist. Dadurch könnte das TVTG zu einer Art „Vorlage“ für vertragliche Vereinbarungen – auch im

Ausland – werden. Durch die Anwendbarerklärung des TVTG greift gleichzeitig auch der Rechtsschutz Liechtensteins: Da der Token dann gemäß Art. 4 TVTG als im Inland gelegenes Vermögen gilt, ist im zivilen Streitfall das fürstliche Landgericht zuständig.

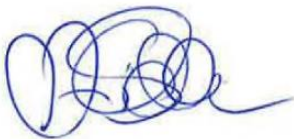
## 6. Fazit

Im Gegensatz zu dem vorliegenden eWpG, der im Wesentlichen die bestehenden Gesetze für die Besonderheiten elektronischer Wertpapiere anpasst, z.B. in dem er die Körperlichkeit einer Sache fingiert, in dem er die Registrierung im Zentralregister oder mittels Erlaubnis nach § 32 KWG verlangt, hat das Fürstentum Liechtenstein mit dem Erlass des TVTG versucht, für auf neuen Technologien beruhende Dienstleistungen einen komplett neuen Rechtsrahmen zu schaffen, um mit innovationsfreundlichen Rahmenbedingungen – die dennoch ein strenges Sorgfaltspflichtregime beinhalten – den Vorteilen von dezentralen Netzwerken eine Entwicklungsmöglichkeit zu bieten.

Mit Blick auf das Lichtensteiner Modell lässt sich festhalten, dass auch mit weniger einschneidenden Maßnahmen ein Ausgleich von Innovation und Verbraucherschutz erreichbar ist.

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

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Nina-Luisa Siedler  
Rechtsanwältin  
-Vorstand thinkBLOCKtank a.s.b.l.-



Alireza Siadat  
Rechtsanwalt  
-Vorstand thinkBLOCKtank a.s.b.l.-