

## Stärkung der Unternehmensfinanzierung mit elektronischen Wertpapieren

Den richtigen Weg fortsetzen: Klarheit und  
Erleichterungen für Emittenten schaffen

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf eines  
Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren des Bundesministeriums  
der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz,  
11. September 2020

---

## 1 Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die Möglichkeit, zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz Stellung zu nehmen.

Wir befürworten das Ziel der Bundesregierung, die Rolle Deutschlands als einen der führenden Digitalisierungsstandorte zu stärken. Ebenso unterstützen wir das Vorhaben, zu den Vorreitern bei der Nutzung neuer Technologien wie der Blockchain im Finanzbereich zu gehören und damit den deutschen Kapitalmarkt attraktiver zu machen. Die Einführung einer elektronischen Begebung von Wertpapieren stellt hierfür einen wichtigen Schritt dar.

## 2 Übergreifende Aspekte

### 2.1 Die elektronische Begebung von Wertpapieren ist ein wichtiger Schritt für die Digitalisierung der Kapitalmärkte

Die Digitalisierung im Finanzbereich stößt immer öfter an rechtliche und historisch bedingte Grenzen. Gerade die zwingend urkundliche Verkörperung von Wertpapieren stellt bislang ein Haupthindernis für die Entwicklung vollständig digitalisierter Kapitalmärkte dar.

Wir begrüßen deshalb die vorgesehene Öffnung des deutschen Zivilrechts für elektronische Wertpapiere ohne zwingende urkundliche Verkörperung. Mit der beschriebenen Eintragung einer elektronischen Schuldverschreibung in ein elektronisches Wertpapierregister erfolgt die Implementierung pragmatisch und praxisnah. Der Schritt andere Wertpapiere, wie Aktien, aus dem Anwendungsbereich des Gesetzes zu nehmen ist richtig. Die Komplexität und Breite der erforderlichen Gesetzesanpassungen die gerade elektronischen Aktien benötigten, erfordern Zeit und Erfahrungswissen.

## 2.2 Sachenrechtliche Fiktion ist eine gute Möglichkeit um Vertrauen zu schaffen

Die sachenrechtliche Fiktion des § 2 eWpG-E ist zu begrüßen. Der damit einhergehende Gutgläubenschutz verleiht einem elektronischen Wertpapier die wichtige Verkehrs- und damit auch Kapitalmarktfähigkeit.

In diesem Zusammenhang erscheint überlegenswert, auch Private Keys eine „Sacheigenschaft“ zuzuweisen oder diese zumindest als wesentliche Bestandteile des Wertpapiers zu qualifizieren. Diese sind für die faktische Verfügungsgewalt über das elektronische Wertpapier notwendig. Ansonsten könnten sich bei der insolvenzrechtlichen Aussonderung Probleme ergeben.

## 2.3 Technologieneutralität bleibt gewahrt

Weiterhin unterstützen wir den technologieneutralen Ansatz des Referentenentwurfs. Die Blockchain-Technologie ist zwar der Treiber für die geplanten Änderungen, der Anwendungsbereich sollte aber nicht auf diese beschränkt werden. Einerseits könnten neue technologische Möglichkeiten entstehen. Andererseits können traditionelle Strukturen ebenso von der Digitalisierung profitieren.

Der Referentenentwurf lässt also zurecht die bisherige Begebungspraxis bestehen. § 2 Absatz 1 Satz 1 eWpG-E eröffnet lediglich eine zusätzliche Option auf die Begebung einer Papierurkunde zu verzichten und die Emission direkt als elektronischen Eintrag durchzuführen. Wir begrüßen dies ausdrücklich.

# 3 Elektronische Wertpapiere im Zentralregister

Die Rolle der Registerführung ist für das gegenseitige Vertrauen auf Kapitalmärkten von hoher Bedeutung. Wir begrüßen daher grundsätzlich die im Referentenentwurf vorgenommenen Regelungen in Bezug auf die Haftung sowie die Anforderungen an das Führen eines Zentralregisters.

Zentralverwahrer sind hochregulierte und streng überwachte Dienstleister, die unter anderem für Marktintegrität, Transparenz und Sicherheit an Kapitalmärkten

sorgen: Elektronische Wertpapiere sollten daher vor Aufnahme des Handels auf öffentlich zugänglichen Handelsplattformen auch weiterhin in das Effktengiro eines Zentralverwahrers eingebucht werden müssen. Der Verweis zum Effktengiro § 12 eWpG-E (3) und der Bezug zur EU-Finanzmarktregulierung ist deshalb richtig und sollte gewahrt bleiben. Darüber hinaus sollte klargestellt werden, dass Zentralverwahrer zukünftig auch gleichzeitig als Kryptowertpapierregister aktiv werden dürfen.

## 4 Kryptowertpapierregister: Präzisierungen und Erleichterungen für Emittenten notwendig

### 4.1 Erleichterungen für Emittenten notwendig

Der Referentenentwurf betritt mit der Schaffung sogenannter Kryptowertpapiere Neuland. Kryptowertpapiere sollen in Zukunft – ohne Abbildung im Effktengiro – lediglich auf einem Kryptowertpapierregister eingetragen werden. Die registerführende Stelle wird vom Emittenten explizit benannt (§ 16 Abs. 2 S. 1 eWpG-E) und übernimmt potenziell auch eine entsprechende Haftung (§ 7 eWpG-E). Emittenten oder von Ihnen beauftragte Dienstleister können dabei als registerführende Stelle fungieren, wobei das Führen des Kryptowertpapierregisters nach dem Entwurf eine erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung nach dem Kreditwesengesetz (KWG) werden soll.

Grundsätzlich begrüßen wir die Liberalisierung bei Kryptowertpapierregistern wobei sichergestellt werden sollte, dass das Kryptowertpapierregister aufgrund der Nähe zu Verwahrung und Abwicklung ähnlichen Schutz und Sicherheit für Anleger bietet. Die Regelungen müssen allerdings nach Augenmaß erfolgen. So könnten diese Emittenten, die als registerführende Stelle auftreten wollen, vor (zu) große Hürden stellen – egal welche Art und zu welchem Zweck Kryptowertpapiere begeben werden.

Für die Fälle in denen der Anlegerschutz dieses Schutzniveau nicht erfordert, dürfen die registerführenden Stellen nicht unter die Aufsicht der BaFin gestellt werden und müssen von den entsprechenden Regeln im KWG ausgenommen werden. Es muss zumindest sichergestellt werden, dass es zu keinen unnötigen Hürden für die Emittenten kommt und somit die Nutzbarkeit der DLT in diesem Bereich gewährleistet wird. Für Emittenten, die lediglich eigene Kryptowertpapiere

begeben und anders als Intermediäre kaum von Skaleneffekten profitieren, dürfte der Zeit- und Kostenaufwand die Nutzung der DLT ausschließen.

Ferner regen wir an, dass die im § 21 eWpG-E genannten Pflichten klargestellt werden. Dabei sollte der Pflichtenkreis zwischen Emittent, registerführende Stelle und Kryptoverwahrer konkret abgegrenzt werden. Beispielsweise stellt sich die Frage, welche „technischen und organisatorischen Maßnahmen“ und welche Überprüfungen der Emittent ergreifen muss.

#### **4.2 Abgrenzung und Präzisierung unterschiedlicher Finanzdienstleistungen**

Wir regen an, das Verhältnis der verschieden regulierten Tätigkeiten (Kryptowertpapierregister, Kryptoverwahrer, Depotbank und Zentralverwahrer) zu präzisieren und deutlicher voneinander abzugrenzen. Darüber hinaus scheint eine Abgrenzung zwischen der bloßen Sicherung kryptographischer Schlüssel und der Verwahrung von Kryptowertpapieren beziehungsweise zwischen Kryptoverwahrerlizenz und Kryptowertpapierregister nicht eindeutig.

#### **4.3 Überführung zwischen unterschiedlichen Registertypen ist unklar**

Auch bei der Überführung von elektronischen Wertpapieren aus einem Registertyp in einen anderen Registertyp bestehen aus unserer Sicht Unklarheiten. So ist es beispielsweise denkbar, dass Kryptowertpapiere aus dem Kryptowertpapierregister in ein zentrales Register überführt werden sollen. Da der Entwurf hierzu keine Aussagen trifft, regen wir dazu an, solche Überführungsfälle in dem Gesetz ausdrücklich zu regeln. Weiterhin stellt sich die Frage, ob die Übertragbarkeit von Kryptowertpapieren zwischen verschiedenen Kryptowertpapierregistern ermöglicht werden soll.

#### **4.4 Sammeleintragung versus Einzeleintragung: Übergänge präzisieren**

Wir regen zudem an, die Einzeleintragung auch im zentralen Register zu ermöglichen und den Entwurf sprachlich zu präzisieren. Die Einzeleintragung

scheint im Referentenentwurf derzeit nur für Kryptowertpapiere vorgesehen zu sein (Legaldefinition von „Einzeleintragung“ in § 8 Abs. 2 eWpG-E).

Darüber hinaus scheint auch die Umwandlung von Einzeleintragung in Sammeleintragung bei Kryptowertpapieren im Entwurfstext nicht vollumfänglich geregelt. §8 eWpG-E Abs. 3 eWpG-E eröffnet die Möglichkeit Einzeleintragungen auf Antrag des Inhabers in eine Sammeleintragung umgewandelt werden. Hier stellt sich die Frage wer der Adressat dieses Antrags ist und die Umwandlung konkret durchführt.

#### **4.5 Berechtigung in dezentralen Systemen klären**

Bei der Nutzung der Blockchain-Technologie als System der dezentralen Buchführung stellt sich bei elektronischen Wertpapieren die Frage der Berechtigung – gerade in Insolvenzfällen. So sollte der Unterschied zwischen Inhaber und Berechtigtem von private Keys präzisiert werden.

Darüber hinaus ist es denkbar, dass Krypto-Dienstleister, die die private Keys verwalten und damit den Zugang zu Kryptowertpapieren kontrollieren, Insolvenz anmelden müssen. Hier stellt sich die Frage, wie die Aussonderungsrechte und der Herausgabeanspruch von private Keys und sonstigen für den Berechtigten verwahrten Zugangsdaten (credentials) zu bewerten ist. 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.

## Kontakt

---

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main  
[www.dai.de](http://www.dai.de)

Sven Erwin Hemeling  
Leiter Primärmarktrecht  
Telefon +49 69 92915-27  
[hemeling@dai.de](mailto:hemeling@dai.de)

Donato Di Dio  
Junior-Referent Kapitalmarktpolitik und Digitalisierung  
Telefon + 49 69 92915-34  
[didio@dai.de](mailto:didio@dai.de)