

## **Stellungnahme**

**der Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.  
(DSW)**

**zur**

**Verbändeanhörung des BMF zum Entwurf eines Gesetzes  
zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG)**

### **Einleitung**

Die DSW begrüßt den vorgelegten Gesetzentwurf, mit dem die Einführung elektronischer Schuldverschreibungen ermöglicht wird. Insbesondere begrüßt die DSW die zivilrechtliche, aber auch die aufsichtsrechtliche Ausgestaltung des Gesetzes, die unter Wahrung des Anlegerschutzes mittelfristig eine generelle Öffnung des deutschen Rechts für elektronische Wertpapiere ermöglicht. Die Öffnung für Aktien und (Investment-)Fondsanteile sollte insofern zeitnah erfolgen, da gerade dies Instrumente sind, bei denen der private Anleger von den Vorteilen der Distributed Ledger Technologie (DLT) profitieren würden. Die bisherige Abwicklung und der Vertrieb von Wertpapiergeschäften, aber auch die Rechteaübung könnte hierdurch deutlich kürzer, effizienter und kostengünstiger gestaltet werden. Gerade die grenzüberschreitende Rechteaübung würde durch die DLT deutlich erleichtert werden.

Daneben ist es aus Sicht der DSW essenziell, dass der Gesetzentwurf sich nahtlos in die anstehende EU-Regulierung (Digital Finance Strategy) einfügen lässt. Durch eine einzelstaatliche Regelung kann kein Level Playing Field in Europa bzw. international geschaffen werden.

Die DSW begrüßt grundsätzlich auch die technologieneutrale Ausgestaltung des Gesetzentwurfs. So ermöglicht der Entwurf, dass

elektronische Wertpapiere künftig theoretisch sowohl über (bestehende) zentrale Register als auch über dezentrale Kryptowertpapierregister emittiert werden können. An die Verlässlichkeit des Registerführers und die Richtigkeit des Registerinhalts werden dabei berechtigterweise hohe Anforderungen gestellt, um einen Anlegerschutz auf gleichem Niveau wie im Rahmen der derzeitigen Rechtslage zu gewährleisten. Allerdings hegt die DSW Bedenken, ob die Anforderungen, die im Gesetzentwurf an die dezentrale Kryptowertpapierregisterführung gestellt werden, tatsächlich einem gleichberechtigten Wettbewerb beider Registerarten zuträglich sind oder hierdurch nicht vielmehr die Vorteile der dezentralen Begebung von elektronischen Wertpapieren, namentlich Zeit-, Kosten- und Effizienzvorteile, konterkariert werden.

Aus Anlegersicht ist es bedenklich, dass der Gesetzentwurf nicht in ausreichendem Maß auch denkbare Manipulationstatbestände, insbes. durch den registerführenden Emittenten erfasst. Hier besteht aus Sicht der DSW noch Ergänzungsbedarf.

Es ist eine Tatsache, dass ein Großteil der eigentlichen Ausgestaltung mittels untergesetzlicher Regelungen (insbes. Verordnungen) erfolgen soll, die in ihrer Detailgestaltung heute noch nicht absehbar sind. Obwohl die DSW die Flexibilität dieses Instruments sehr begrüßt, da es sich rascher an technische Entwicklungen anpassen lässt, sind wir der Auffassung, dass durch die Festschreibung in einem Gesetz, beispielsweise bei den Angaben nach § 15 Nr. 5 bzw. § 23 Abs. 1 Nr. 8 eWpG-E (Einsichtsrecht in das Register) oder dem Registerauszug für Verbraucher bei Sammeleintragungen (§ 19 eWpG-E) mehr Rechtssicherheit und Rechtsklarheit für Anleger erzeugt werden sollte.

### **Im Einzelnen**

Neben der fiktiven Einordnung von elektronischen Wertpapieren bzw. Kryptowertpapieren als ‚Sache‘ i.S.v. § 90 BGB sieht der Gesetzentwurf auch vergleichbare aufsichtsrechtliche Regelungen vor. Dies wird von der DSW ausdrücklich begrüßt. Ob sich Rechte

aus Wertpapieren auf papierbasierte oder elektronische Dokumente beziehen, darf im Ergebnis keinen Unterschied machen.

Die Abwicklung und der Vertrieb von Wertpapieren erfordern derzeit eine Vielzahl von Abgleich- und Prüfprozessen – je nachdem, wie viele Intermediäre in den Prozess zwischen Emittent/Verkäufer und Käufer eingebunden sind. Aufgrund dessen kann es Tage dauern, bis eine Transaktion tatsächlich durchgeführt wird. Die im Gesetzentwurf nunmehr neu geschaffene Möglichkeit der Emission von vor allem Kryptowertpapieren könnte diesen **Weg deutlich verkürzen**, da eine Vielzahl an Intermediären im Prozess nicht mehr notwendig sein werden. Der Handel könnte dadurch für den Anleger kostengünstiger und schneller erfolgen. Dieses Ziel wird von der DSW deutlich begrüßt. Weitergedacht, mit Blick auf Aktien, könnte hier eine direkte Kommunikation zwischen Aktionären und Emittenten zum Beispiel bei der Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen erfolgen – ein aus Sicht der DSW ebenfalls sehr begrüßenswerter Effekt.

Um eine echte **Gleichstellung von elektronischen und Kryptowertpapieren** zu erzielen, ist die volle Handelbarkeit insbes. auf dem Sekundärmarkt notwendig. Klärungsbedarf erscheint aus Sicht der DSW noch hinsichtlich der Frage zu bestehen, ob für die Handelbarkeit von Kryptowertpapieren weiter eine Einbuchung bei einem Zentralverwahrer notwendig ist, was für Wertpapiere die an durch die Richtlinie 2014/65/EU und die Verordnung (EU) Nr. 600/2014 geregelten Handelsplätzen gehandelt werden, im Einklang steht mit Art. 3 CSDR. Nach unserem Verständnis wird die Begebung von Kryptowertpapieren über dezentrale Systeme allerdings konterkariert, so lange ihre Übertragung über einen Zentralverwahrer wird erfolgen müssen. Denn in diesen Fällen kann das volle Potenzial dezentraler Systeme nicht ausgeschöpft werden. Hier erscheint ein Handeln auf europäischer Ebene sinnvoll, aber auch notwendig, will man eine echte Gleichstellung von elektronischen und Kryptowertpapieren erzielen.

Obwohl die DSW den auch für Kryptowertpapierregisterführer vorgesehenen Pflichtenkanon (u.a. Mindestkapital von EUR 730.000, KWG-Pflichten, MaRisk etc.) grundsätzlich als notwendig erachtet,

um ein gleichbleibend hohes Anlegerschutzniveau zu gewährleisten, hegen wir Bedenken, ob die Anforderungen, die im Gesetzentwurf an die dezentrale Kryptowertpapierregisterführung gestellt werden, tatsächlich einem, vom Gesetzgeber doch eigentlich gewollten, gleichberechtigten Wettbewerb beider Registerarten zuträglich ist oder hierdurch nicht vielmehr die Vorteile der dezentralen Begebung von elektronischen Wertpapieren, namentlich Zeit-, Kosten- und Effizienzvorteile, konterkariert werden. Es steht zu befürchten, dass es zu einer weiteren Stärkung der Position der existierenden (Zentral-)Verwahrer führen könnte, da Emittenten mehrheitlich auf etablierte, große Anbieter im Markt zurückgreifen werden.

Zum Schutz der Anleger muss der Gesetzentwurf sicherstellen, dass **mögliche Manipulationen** ausgeschlossen bzw. verhindert werden können. Hier ist insbes. auf §§ 7, 17 und 21 eWpG-E hinweisen. Insbesondere in den Fällen, in denen die Registerführung vom Emittenten selbst vorgenommen wird, scheint eine missbräuchliche Ausnutzung der Registerführung nicht in ausreichendem Maße in § 7 eWpG-E normiert. Gleiches gilt für die Haftung, § 21 eWpG-E. Auch erscheint es angezeigt, § 17 eWpG-E um z.B. Angaben zu personellen Verflechtungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten zu ergänzen. Daneben sollten auch für Änderungen am Softwarecode selbst klare Regelungen und Prozesse existieren.

**Gemäß § 19 eWpG-E** ist Verbrauchern, die Inhaber von einzeln eingetragenen Kryptowertpapieren sind, nach Eintragung, bei jeder Veränderung und einmal jährlich ein Registerauszug in Textform zur Verfügung zu stellen. Dieser ist notwendig, da mangels Materialisierung ein Nachweis über die Inhaberschaft an einem Kryptowertpapier nur über den Registerinhalt geführt werden kann. Neben den im Entwurf normierten Fällen sind jedoch weitere Fälle denkbar, in denen ein Registerauszug für Verbraucher erforderlich sein kann, zum Beispiel, wenn die Inhaberstellung im Klageverfahren oder bei der Durchsetzung rechtlicher Ansprüche notwendig wird. Da das Gesetz auch für weitere Wertpapiere Anwendung finden soll, ist hier insbesondere auch mit Blick auf die angedachte Ausweitung des Gesetzes auf Aktien eine Nachbesserung angeraten. Im Fall von Aktien ist nämlich der Nachweis der Inhaberschaft

gerade dann, wenn registerführende Stelle und Emittent auseinanderfallen, für die Ausübung von Aktionärsrechten, zum Beispiel in der Hauptversammlung, von entscheidender Bedeutung. Der Registerauszug ist dem Depotauszug insoweit gleichzustellen.

Daher ist die DSW daneben auch der Ansicht, dass auch und gerade bei Sammeleintragungen die Verpflichtung der registerführenden Stelle, dem Verbraucher auf Antrag einen Nachweis der Inhaberschaft zur Verfügung zu stellen, bereits im Gesetzentwurf aufgenommen werden sollte. Eine untergesetzliche Regelung mit Verweis auf sich hier noch bildende Marktstandards (vgl. Anmerkung zu § 19) ist insbesondere mit Blick auf die angedachte Ausweitung des Gesetzes auf weitere Wertpapierarten nicht ausreichend.

Aus Sicht der DSW besteht zudem Klärungsbedarf **mit Blick auf § 9 Abs. 2 eWpG-E**. Hier ist unklar, ob eine Sammeleintragung durch Wertpapiersammelbank oder Verwahrer nur getrennt erfolgen kann oder aber auch, ebenso wie bei nicht elektronischen Schuldverschreibungen, vgl. § 6 Abs. 2 BSchuWG, gemeinsam mit eigenen Anteilen erfolgen kann. Hier scheinen sich aus Sicht der DSW die Anmerkung zu der entsprechenden Vorschrift („insbesondere gilt auch das Segregationsprinzip, so dass Eigen- und Kundenbestand getrennt voneinander zu verwalten sind“) und die Vorschrift selbst („kann die Sammeleintragung für die Berechtigten gemeinsam mit eigenen Anteilen verwalten“) zu widersprechen.

Unklar erscheint auch, ob der Gesetzentwurf eine **Eigenverwahrung von Kryptowertpapieren** zulässt. Sofern diese Möglichkeit eröffnet wird oder werden soll, sind flankierende Maßnahmen gesetzlich zu normieren, damit sichergestellt ist, dass der Anlegerschutz gewährleistet bleibt. Zu denken ist beispielsweise an die Notwendigkeit der Einholung einer Einverständniserklärung vom Anleger.

Um den Berechtigten elektronischer Wertpapiere das gleiche **Schutzniveau** zukommen zu lassen wie Eigentümern verbriefter Wertpapiere, sollen elektronische Wertpapiere als Sachen gelten. Für die Sammeleintragung erfolgt dies durch eine Gleichstellung

der Eintragung mit einem Wertpapiersammelbestand. Bei der Einzeleintragung sieht der Gesetzentwurf Sonderregelungen für Verfügungen, einschließlich der Eigentumsübertragung und insbesondere den gutgläubigen Erwerb vor. Allerdings erscheint aus Sicht der DSW bislang noch nicht abschließend geregelt, wie der Schutz des Anlegers im Falle der **Insolvenz des Registerführers** aussieht. Unter anderem stellt sich hier die Frage, ob die Fiktion der ‚Sache‘ nicht auf den Private Key auszuweiten ist, um Probleme im Rahmen einer insolvenzrechtlich notwendigen Aussonderung gar nicht erst entstehen zu lassen.

### **Ergänzende DSW-Vorschläge für (noch) mehr Anlegerschutz**

Abschließend möchte die DSW die Gelegenheit nutzen, erneut auf die nachfolgenden Maßnahmen hinzuweisen, die den Anlegerschutz bei der Begebung elektronischer Wertpapiere flankierend unterstützen würden (vgl. insoweit auch unsere Stellungnahme zum Eckpunktepapier für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto Token (<https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Publikationen/Stellungnahme-DSW-Krypto-Token.pdf>):

- Angebot bzw. Einführung von Garantie- oder Versicherungsplänen – also eines sog. Feuerwehrfonds, der mögliche Schadenersatzfälle abdeckt.
- Einführung von entsprechenden Governance-Strukturen, die die einzelnen Kompetenzen, Aufgaben, Verantwortlichkeiten der Stakeholder in der gesamten Blockchain berücksichtigt.
- Verpflichtende Informationen auf den offiziellen Webseiten dieser Blockchain Projekte zu zeigen, die auf diese Governance-Strukturen und die entsprechenden Rechtsmittel hinweisen.
- Damit die nationalen und europäischen Aufsichtsbehörden in der Lage sind die neuen Produkte auch entsprechend zu beaufsichtigen, ist die Schaffung von entsprechenden Ressourcen sowohl bei der BaFin als auch bei der ESMA auf europäischer Ebene unerlässlich.

- Wichtig wäre es auch, eindeutige Vorgaben zur steuerlichen Behandlung von Kapitalerträgen im Einkommensteuergesetz zu verankern.
- Bei dem Thema Blockchain und Kryptowährungen sollten auch ESG-Themen, wie der hohe Stromverbrauch u.ä., mit in eine Regulierung Eingang finden.

DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG  
FÜR WERTPAPIERBESITZ e.V.  
Die Geschäftsführung



i.A. Christiane Holz  
Landesgeschäftsführerin NRW