

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.
Am Sandtorkai 44, 20457 Hamburg

Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

per Mail:

III A5@bmjv.bund.de

Eckpunktepapier@bmf.bund.de

Ihr Zeichen

Gz VII A 3 –WK 5634/13/10003:024
DOK 2019/0193124

Ihre Nachricht vom

7. März 2019

Ort_Datum

Hamburg, 24.09.2021

Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token

Sehr geehrte Damen und Herren, sehr geehrter Herr Höhfeld,

in dieser Sache danken wir Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme zu dem vorliegenden Eckpunktepapier und möchten hierzu Folgendes anmerken:

Wir begrüßen das regulatorische Vorhaben, für elektronische Wertpapiere (zunächst bezogen auf Schuldverschreibungen), die auf der Grundlage einer Distributed-Lether-Technologie (DLT) ausgegeben werden, einen eindeutigen und transparenten Rechtsrahmen zu schaffen, der es insbesondere der innovativen Blockchain-Technologie ermöglicht, sich zu entfalten und weiterzuentwickeln. Hierbei können und sollten regulierte Kapitalmarktakteure als vertrauenswürdige Schnittstellen („Trusted Parties“) einbezogen werden und die Möglichkeit erhalten, namentlich das Regelungsregime mit zu bestimmen bzw. vorzugeben, um die betreffenden Gegenstände (Verträge, Güter etc.) rechtssicher auf die Blockchain zu transferieren. Hierbei gilt es insbesondere einen Wettbewerb teilnehmender Trusted Parties zu generieren und Monopolstrukturen (wie man sie bislang namentlich im hiesigen und europäischen Post-Trade-Bereich findet) entgegenzuwirken. Überdies sollte der neu zu schaffende Rechtsrahmen so ausgestaltet werden, dass Manipulationsrisiken – insbesondere im Rahmen der Überführung „realer“ Güter in die „digitale Welt“ minimiert bzw. weitestgehend ausgeschlossen sind. Vor diesem Hintergrund empfiehlt es sich aus unserer Sicht nachhaltig, den erforderlichen Anlegerschutz und ein effizientes Transparenzre-

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.

Sitz des Verbandes

Kurfürstendamm 151
10709 Berlin

Postanschrift & Geschäftsstelle

Friedrichstraße 52
60323 Frankfurt/Main

Tel.: +49 (0) 69 92 10 16 91
Fax: +49 (0) 69 92 10 16 92
mail@bwf-verband.de
www.bwf-verband.de

Vorstand

Dr. Annette Kliffmüller-Frank
(Vorsitzende)
Carsten Bokelmann
Stefan Bolle
Dirk Freitag
Holger Gröber
Kai Jordan
Thorsten Klanten
Annick Kleine
Dirk Schneider

Geschäftsführer

Michael H. Sterzenbach
m.sterzenbach@bwf-verband.de

Justiziar

Dr. Hans Mewes
Am Sandtorkai 44, 20457 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 36 80 5 - 132
Fax: +49 (0) 40 36 80 5 - 333
h.mewes@bwf-verband.de

Bankverbindung

Deutsche Bank PGK Frankfurt
BLZ 500 700 24, Kto. 0 18 32 10 00

gime im Handel „tokenisierter Wertpapiere“ analog zur „klassischen Welt“ durch die Implementierung von Standards und Kontrollmechanismen zu gewährleisten, wie sie bereits bislang für regulierte Handelsplätze gelten und sich dort nachhaltig bewährt haben.

Hinweisen möchten wir eingangs auch auf folgenden Aspekt: Global betrachtet sitzen die Treiber der Blockchain-Industrie in den USA und Asien. Deutschland hat die Chance eine „Vorreiterrolle“ in Europa einzunehmen, wenn jetzt mutige Entscheidungen zur Etablierung eines effizienten Regelungswerkes getroffen werden und diese Rolle proaktiv angenommen wird. Dafür sollten durch den Gesetzgeber zeitnah vor allem die rechtlichen Voraussetzungen geschaffen werden, um vor allem Rechtssicherheit für die Emission, den Handel und die Verwahrung digitaler Assets und Kryptowährungen zu gewährleisten.

Unbedingt zu beachten ist im Rahmen des weiteren Rechtsetzungs- und Regulierungsrahmens auch die Verschiedenartigkeit der nationalen Rechtssysteme bzw. Rechtsordnungen unter den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union, die sich insbesondere im Bereich der Übertragung von Wertpapieren ganz erheblich unterscheiden (Stichwort hiesiges Sachenrecht und Abstraktionsprinzip als gewachsene Strukturen der hiesigen Rechtsordnung). Hier gilt es im Rahmen der Regulierung i.e.S. hiesige Regelwerke und Rechtsprinzipien zu gewährleisten – was letztlich bedeutet, dass eine europäische Rechtsetzung in diesem Bereich nur einen grundlegenden Rechtsrahmen vorgeben sollte (beispielsweise im Zusammenhang mit einer staatlichen Kontrolle bei der Entstehung elektronischer Wertpapiere sowie deren Registrierung), ohne aber zahlreiche Detailfragen und Regelungsmechanismen im Einzelnen auf europäischer Ebene zu normieren. Mitgliedsstaatliche Aufsichtsregime sollten dabei namentlich ihre bewährte materiell-rechtliche Zuständigkeit für die Abwehr bzw. Bekämpfung von Manipulationsgefahren sowie für eine rechtssichere Wertpapierübertragung behalten. Inwieweit überdies nationale Spezifika über den Bereich der Übertragung der Wertpapiere hinaus (namentlich in den Bereichen Hinterlegung und Verwahrung) ebenfalls dem Grunde nach weiterhin den jeweiligen nationalen Gesetzgebern obliegen sollten, wird sich letztlich anhand der weiteren Diskussionen zeigen. Viele Fragen erscheinen hier auch angesichts des vorliegenden Eckpunktepapiers höchst offen und bedürfen u.E. zunächst klarerer Definitionen im Rahmen des Regulierungsvorhabens und einer Reihe grundlegender Weichenstellungen. Wünschenswert wäre insoweit insbesondere ein frühzeitiger und effizienter „Know-How-Transfer“ zwischen den Bereichen Technik und Recht. Würde ansonsten die Technik einseitig das Recht bzw. den künftigen Regulierungsrahmen „bestimmen“, bestünde die Gefahr, hier ansonsten gewachsene und bewährte hiesige Strukturen einer einheitlichen europäischen oder internationalen Regulierung preiszugeben.

Dies vorausgeschickt möchten wir folgende Sach- und Regelungsbereiche im Einzelnen ansprechen:

1. Mehrwert und Hindernisse bei der „Tokenisierung“ klassischer Wertpapiere

Realistischer Weise ist zu erwarten, dass sowohl Emission als auch Handel tokenisierter Wertpapiere in vielerlei Hinsicht mit den Abläufen in der „klassischen Welt“ vergleichbar sein dürften. Heutige Standards müssen auch zukünftig im Sinne des Grundsatzes „same business, same rules“ weiter gelten. Der Mehrwert in der Tokenisierung von klassischen Wertpapieren liegt u.E. sowohl in der Gestaltung effizienter Prozesse als auch der flexibleren Gestaltung im Umgang mit solchen Instrumenten. Die Komplexität der Kapitalbeschaffung wird durch die Digitalisierung reduziert, da durch die uneindeutige Zuordnung der Besitzrechte von Token zu Token-Eigentümern und ohne das Risiko des double-spendings weniger Intermediäre notwendig sein werden. Kostenstrukturen können auf dieser Basis besonders transparent und attraktiv ausgestaltet werden. Zudem ermöglichen Token die individuelle Ausgestaltung von Finanzierungs- und Investitionsinstrumenten für Emittenten und Investoren gleichermaßen (Beispiele hierfür sind Utility und Security Token). Im Einklang mit der Initiative der Europäischen Kommission zur Kapitalmarktunion bieten tokenisierte Wertpapiere zudem die Möglichkeit, den europäischen Kapitalmarkt besser grenzübergreifend zu vernetzen.

Eindeutige und transparente rechtliche Rahmenbedingungen sind notwendig, um tokenisierte Wertpapiere zu stärken. Dabei muss mit Blick auf die Emission, den Handel und die Verwahrung auf der Blockchain der Grundsatz „same business, same rules“ gelten. Die aktuelle nationale Gesetzeslage verhindert derzeit die Tokenisierung. So ist es namentlich für tokenisierte Aktien nach § 9a Depotgesetz nicht möglich, die Globalurkunde in digitaler Form zu hinterlegen. Im ersten Schritt gilt es daher einen eindeutigen und transparenten Rechtsrahmen zu schaffen, der es der innovativen Blockchain-Technologie ermöglicht sich zu entfalten und weiterzuentwickeln. Manipulationsrisiken müssen gleichzeitig – insbesondere bei der Überführung realer Güter in die digitale Welt – minimiert werden. Hier können etablierte, regulierte Kapitalmarktakteure als vertrauenswürdige Schnittstellen (sogenannte „Trusted Parties“) Vertrauen schaffen. So können Trusted Parties bspw. Regeln für die Blockchain vorgeben und Güter, Verträge etc. sicher auf die Blockchain transferieren. Monopolstrukturen – wie sie heute z.B. im Post-Trade-Bereich in Deutschland und Europa existieren – müssen durch eine ausreichende Anzahl von Trusted Parties und einen Wettbewerb untereinander vermieden werden. Auf diese Weise wird verhindert, dass die Effizienzgewinne der Blockchain durch Engpässe gefährdet werden. Anlegerschutz und Transparenz im Handel von tokenisierten Wertpapieren sollten analog zur klassischen Welt durch Standards und Kontrollmechanismen regulierter Handelsplätze gewährleistet werden.

2. Führung eines elektronischen Wertpapierregisters

Grundsätzlich eignen sich DLT (Blockchain) zur Modernisierung von Dokumentationsformen und Zentralregistern, wie es das Wertpapierregister darstellt, so dass dann elektronische Wertpapiere ebenfalls in einem elektronischen Register dokumentiert sind.

Eine der zentralen Problemstellungen bei zunehmenden Regulierungs- und Dokumentationspflichten dürfte bei Banken, Wertpapierfirmen und sonstigen Beteiligten in der Erzeugung und Gewährleistung hochqualitativer Daten entstehen, die es konsistent und revisionssicher erlauben, Berichte zu erstellen und Analysen zu generieren.

Mit zunehmender Komplexität in der IT-Landschaft und teilweise antiquierten Systemen wird diese Problemstellung zwangsläufig zur „Herausforderung“. Der Grad an „maßgeschneiderten“ Systemlösungen in Banken und Wertpapierfirmen aufgrund spezifischer Anforderungen zusammen mit den Dokumentationspflichten dürfte zudem die Kostenbasis bei Banken und Wertpapierfirmen in einem ohnehin schwierigen Marktumfeld bei ständig sinkenden Margen zusätzlich belasten.

Wenn es um die Modernisierung der Dokumentationsform und des Wertpapierregisters geht, kann die Verwendung einer DLT (Blockchain) unter der Voraussetzung der technischen Übertragungs- und Umsetzungsmöglichkeit im Rahmen der geplanten Regulierung durchaus markante Vorzüge mit sich bringen:

- Effizienter und sicherer Austausch von Informationen ist nicht mehr an physischen Kopien gekoppelt.
- Anpassungen/Eintragungen etc. könnten digital signiert vorgenommen werden.
- Sicherheit, Automatisierung und Integrität der Datenverarbeitung müssten nicht redundant vorgenommen werden.
- Geschwindigkeitsvorsprung in der Identifikationsprüfung.

Dabei sollte die geplante Regulierung die genannten Vorteile insbesondere in folgenden Bereichen bereits proaktiv berücksichtigen:

- Elektronische Wertpapiere werden in einem Wertpapierregister auf DLT basierend derart vorgehalten, dass der Informationsbezug über diese Wertpapiere sicher, konsistent und effizient erfolgen kann, d.h. es ist keine zusätzliche Überprüfung innerhalb der Bank notwendig.
- Bei der Verfügbarkeit von Informationen wird durch die Technik der DLT sichergestellt, dass Änderungen/Eintragungen autorisiert vorgenommen werden und sicher und in Echtzeit vorhanden sind und eine techni-

sche Fehlerreduktion ermöglichen – elektronisches Wertpapierregister als „single source of truth“ unter Nutzung des gewählten Konsensmechanismus.

- Der Betreiber einer solchen DLT sollte befähigt und dazu zentral zertifiziert werden, die Richtigkeit der Informationen für die Nutzer einer DLT zu attestieren.
- Wenn als relevant und notwendig erachtet, sollte die Möglichkeit bestehen, die DLT zur technischen Vertragserfüllung einzusetzen – ggfs. macht es Sinn, bei bestimmten Ausstattungsmerkmalen eines elektronischen Wertpapiers Vertragsbeziehungen durch „Smart Contracts“ verbindlich auf der DLT abzubilden (d.h. kein Wahlrecht).
- Weiterführende Technologien müssen „exploriert“ werden, um etwaige datenschutzrechtliche Anforderungen zu erfüllen (z.B. sog. Ring Signatures bzw. Stealth Addresses, um die Identität („public key“) des Senders einer Information zu verbergen)

3. Verwahrung elektronischer Wertpapiere

Elektronische Wertpapiere sollen auf Depotkonten verbucht werden können (z.B. für den Börsenhandel). Damit ergibt sich die Notwendigkeit für die Verwahrung dieser Wertpapiere (unter Einbeziehung der geltenden Vorschriften). Finden Geschäfte an einem MiFID Handelsplatz statt, greift die EU-Verordnung über Zentralverwahrer, wonach diese Wertpapiere in den Effektingiroverkehr eingebezogen werden müssen (Einbuchung bei einem Zentralverwahrer).

Unter der Annahme, dass es für elektronische Wertpapiere (zunächst Schuldverschreibungen) ein ebensolches elektronisches Wertpapierregister gibt, wäre zu überlegen, wie die Verwahrung solcher Wertpapiere von der DLT des Wertpapierregisters profitieren könnte.

Dazu gäbe es zunächst folgende Aspekte:

- a) Nutzung der technischen Vorteile eines Wertpapierregisters auf DLT, d.h. Verwahrstellen würden als Nutzer Informationen beziehen und mit den oben genannten Vorteilen.
- b) Relevante Verwahrstellen für elektronische Wertpapiere (zunächst Schuldverschreibungen) würden ihre Funktionalität selbst auf DLT abbilden.
- c) Generelle Anforderungen:
 - Durch DLT sollte die Regulierung im Melde- bzw. Berichtswesen derart vereinfacht werden, dass keine dezidierten Berichte mehr extra für den jeweiligen Meldezweck erzeugt

werden, sondern dem Regulator eine sichere Zugangsmöglichkeit (zeitpunkt- und zweckbezogen) zum relevanten Datenpunkt bzw. zum Zeitpunkt der Transaktion gibt. Damit wird es ermöglicht, dass Reports im jeweiligen Geschäftsprozess integriert werden und keine zusätzlichen Reconciliation-Prozesse mehr notwendig wären. Zusätzliche Bestätigungen hinsichtlich der Richtigkeit der Datenpunkte/Transaktionen können über eine digitale bzw. kryptografische Signatur des Informationsgebers bewerkstelligt werden, die dann dem jeweiligen Datenpunkt angefügt wird. Zusätzliche Auswertungen könnten vom Regulator „on-ledger“ selbst und zu verhältnismäßig niedrigen Grenzkosten durchgeführt werden, um dem Regulator die Möglichkeit zu geben, weitere Harmonisierungen und zusätzliche Steuerungsoptionen festzustellen

- Durch DLT, die entsprechend autorisiert ist, sollte die Notwendigkeit entfallen, dass Banken und Wertpapierfirmen zusätzliche Prozesse zur Reconciliation, Überprüfung und Auditierung von Datenpunkten vorhalten müssen.

Unter Berücksichtigung dieser Aspekte sollte eine künftige Regulierung die Vorteile von DLT explizit in ihrer Anwendung für elektronische Wertpapiere und dem dazugehörigen Register begünstigen, d.h.

- Nutzung der Technologie zur Vereinfachung der Dokumentationspflichten, Überprüfungspflichten und des Zugangs zu den vorgehaltenen Informationen, so dass eine vergleichsweise kosteneffizientere Emission elektronischer Wertpapiere bei höherem Sicherheitsstandard erzielt werden kann;
- Schaffung eines Anreizsystems, das es für den Betreiber eines elektronischen Wertpapierregisters (auf DLT) lukrativ ist, damit verbundene Pflichten einzugehen;
- Integration der Funktionalität des elektronischen Wertpapierregisters in die Geschäftsabläufe der nutzenden Teilnehmer und Verwahrer, d.h. Integration in die Business- und System-Logik;
- bei betroffenen bzw. relevanten Transaktionen sollte die Möglichkeit einer sog. „Goldenen Transaktion“ geschaffen bzw. gefördert werden, d.h. es existiert dann nur eine Version einer Transaktion (entweder auf Organisations- oder Marktebene). Damit soll die Möglichkeit genutzt werden, dass die jeweiligen Parteien in einer solchen Transaktion immer in Echtzeit die Veränderungen sehen können.

4. Anlegerschutz und Marktintegrität bei Führung des Wertpapierregisters auf einer Blockchain

Als wesentliches Risiko des Anlegerschutzes bei „Blockchain-Schuldverschreibungen“¹ wird die Manipulation durch den Emittenten gesehen. Dazu werden im Eckpunktepapier auf Seite 5 entsprechende Optionen beschrieben, die folgendermaßen kommentiert werden:

Erwerb der Wertpapiere durch Privatanleger:

Bei den genannten Pflichten sollten die technischen Möglichkeiten der DLT gefördert bzw. begünstigt reguliert werden:

- Daten im elektronischen Wertpapierregister sollten der jeweiligen EU Aufsicht derart sicher zugänglich gemacht werden, dass keine zusätzlichen Nachweispflichten für den Emittenten bzw. für den Intermediär notwendig sind.
- Spezielle Informations- und Dokumentationspflichten zur Risikoaufklärung sollten derart im elektronischen Wertpapierregister abgebildet werden können, dass sie in Echtzeit, aktuell, konsistent und verlässlich für den Anleger zugänglich gemacht werden können.

Aus unserer Sicht ist überdies ein Regelwerk mit Maß und Ziel entscheidend für den Erfolg von digitalen Assets und Kryptowährungen. Ein neues Regelwerk ist dabei nicht zwingend notwendig; es gilt vielmehr Antworten auf die sich verändernden Rollen bzw. Aufgaben traditioneller Akteure zu finden und neue Rollenvorgaben zu definieren. Den bestehenden regulatorischen Rahmen – mit seinem Fokus auf ein effizientes Transparenzregime, gilt es fortzuführen.

Der erste Schritt ist hier ein eindeutiger und transparenter Rechtsrahmen, der es der innovativen Blockchain-Technologie ermöglicht sich zu entfalten und weiterzuentwickeln. Manipulationsrisiken müssen – insbesondere bei der Überführung physischer Güter in die digitale Welt – minimiert werden. Hier können etablierte, regulierte Kapitalmarktakteure als Schnittstellen bzw. Trusted Parties Vertrauen schaffen. Sie können namentlich Regeln für die Blockchain vorgeben und Güter, Verträge etc. sicher auf die Blockchain transferieren. Monopolstrukturen – wie sie heute z.B. im Post-Trade-Bereich in Deutschland und Europa existieren – müssen durch eine ausreichende Anzahl von Trusted Parties vermieden werden. Dies verhindert, dass die Effizienzgewinne der Blockchain durch Engpässe gefährdet werden. Anlegerschutz und Transparenz im Handel von tokenisierten Wertpapieren sollten analog zur klassischen Welt durch Standards und Kontrollmechanismen regulierter Handelsplätze gewährleistet werden.

¹ Begebene elektronische Schuldverschreibung, die in einem Wertpapierregister auf DLT geführt wird. Gemäß Eckpunktepapier ist zunächst die Regulierung für Schuldverschreibungen geplant.

Die verschiedenen Tokenarten sollten auf Basis ihrer Ausgestaltungsmerkmale unterschiedlich reguliert werden: Missbräuchliche Praktiken unseriöser Anbieter, etwa auf dem „Grauen Markt“, müssen unterbunden werden. Eine Option, insbesondere bei Security Token, besteht darin, sie in das bestehende Finanzinstrumente-Regelwerk aufzunehmen. Anleger profitieren so u.a. von den bewährten Transparenzanforderungen und klaren Regeln bei Emission und Handel. Für Utility Token sind ein erster Schritt bspw. Eckpunkte für standardisierte Terms & Conditions sowie eine einheitliche Klassifizierungslogik. Falls eine internationale oder europäische Standardisierung scheitert, ist unserer Einschätzung nach eine nationale Regelung einem unregulierten Umfeld vorzuziehen. Bei Kryptowährungen (Payment Token), wie namentlich Bitcoins, findet die Emission dezentral statt. Eine Regulierung ist daher schwieriger umzusetzen. Bedeutsam bzw. erforderlich erscheinen insoweit insbesondere klare Vorgaben für Handelsplätze sowie Verwahrer für den KYC-Prozess sowie Maßnahmen zur Bekämpfung von Geldwäsche und Mindeststandards zur Robustheit der technischen Systeme sowie der Implementierung eines effizienten Notfallmanagements.

Zudem sollten die Chancen, die die Blockchain-Technologie für die Regulatoren selbst bietet, erkannt und genutzt werden. Ein funktionierendes Blockchain-System gibt Regulatoren neue Möglichkeiten, Transaktionen umfassend und rechtssicher nachzuverfolgen. Dies ermöglicht Einblicke, die aktuell in dieser Form und Effizienz noch nicht möglich sind.

5. Mögliche Missbrauchsrisiken (insbesondere für Verbraucher/Kleinanleger)

Mit Blick auf die Wertschöpfungskette von digitalen Assets und Kryptowährungen sehen wir drei Hauptrisiken, nämlich Emittenten-, Wertentwicklungs-, und Verwahrrisiken. Daneben sind auch „Querschnittsrisiken“ in der Form von Technologie- und Manipulationsrisiken zu beachten. Im Einzelnen:

Sowohl das Emittenten- als auch das Wertentwicklungsrisiko haben digitale Assets mit klassischen Wertpapieren gemein. Das Wettbewerbsumfeld von Firmen entwickelt sich beständig weiter, sodass auch Emittenten in wenigen Fällen zur Geschäftsaufgabe gezwungen sind bzw. die Wertentwicklung ihrer digitalen Assets Schwankungen unterliegt.

Ein neuer Aspekt ist das Verwahrrisiko. Digitalen Assets müssen auch digital hinterlegt werden. Fällt ein Verwahrer aus, muss der Zugang zu den verwahrten Assets weiterhin gewährleistet sein.

Das Technologierisiko bezieht sich auf den einwandfreien Einsatz von technologischen Infrastrukturen im und über das Blockchain-System hinaus. Dies ist eine notwendige Funktionsgrundlage für digitale Assets erforderlich.

Manipulationsrisiken treten an den Schnittstellen zwischen digitaler und realer Welt auf.

Den zuletzt genannten drei Risiken kann u.E. durch eindeutige und transparente rechtliche Rahmenbedingungen begegnet werden. Namentlich könnten bei der Überführung von Gütern von der realen in die digitale Welt etablierte, regulierte Kapitalmarktakteure bzw. Trusted Parties als vertrauenswürdige Schnittstellen eingesetzt werden, die Regeln für die Blockchain vorgeben und Güter, Verträge etc. sicher auf die Blockchain transferieren. Auf den hier erforderlichen Wettbewerb wurde bereits oben hingewiesen. Ein weiterer Punkt, um Missbrauchsrisiken zu vermeiden, sind insoweit einheitliche Compliance-Anforderungen. Dies betrifft namentlich die Prüfung der Transaktionshistorie digitaler Assets. Einheitliche und klar geregelte Durchführungsparameter sind hier essentiell, um Manipulationen auszuschließen.

Demgegenüber halten wir eine Zugangsbeschränkung von Kleinanlegern für digitale Assets und Kryptowährungen nicht für erforderlich. Es gilt vielmehr auch insoweit, die bewährten Verbraucherschutzstandards aus der klassischen Welt auf digitale Assets und Kryptowährungen zu übertragen. Alle Investoren und Nutzer von digitalen Assets und Kryptowährungen – Kleinanleger eingeschlossen – sehen sich prinzipiell den oben genannten Risiken ausgesetzt. Im Vergleich zu institutionellen Investoren haben Kleinanleger den Nachteil, dass für sie die Informationsbeschaffung und -verarbeitung schwieriger ist (Informationsasymmetrien). Beide Aspekte treten auf klassischen Wertpapiermärkten ebenfalls auf. Politik und Regulatoren sind gefragt, die bewährten Standards auf digitale Assets und Kryptowährungen zu übertragen – ohne dabei die neue Technologie „zu konterkarieren“. Dabei gilt es bei der Regelsetzung weiter dem Leitbild des mündigen Anlegers zu folgen. Wichtige Domäne des Verbraucherschutzes bleibt der Schutz vor missbräuchlichen Praktiken unseriöser Anbieter, etwa auf dem „Grauen Markt“. Hier darf die Politik nicht nachlassen, Menschen in ihrer Rolle als Verbraucher zu schützen und zu unterstützen. Dies umfasst angemessene Informationen für fundierte Anlageentscheidungen, die Entwicklung transparenter Anforderungen an Anbieter sowie wirkungsvolle Möglichkeiten zur rechtlichen Durchsetzung von Anlegerinteressen.

6. Geltung weiterer kapitalmarktrechtlicher Vorschriften

Wenn elektronische Wertpapiere grundsätzlich dem Anwendungsbereich des WpHG und des WpPG sowie den Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung unterliegen, wäre in einem weiteren Schritt zu eruieren, ob und in welchem Maße Erleichterungen aufgrund der erzielten Vorteile eines elektronischen Wertpapierregisters auf die Einhaltung der mit den oben genannten Gesetze und Verordnungen normierten Regelungen zu erzielen wären.

Dies sollte als weiterer Ausblick auf das geplante Regulierungsvorhaben formuliert werden – ähnlich der Erweiterung der Regelung auf weitere elektronische Wertpapiere, wie z.B. Aktien.

7. **Stellungnahme zur Regulierung der Emission von Utility-Token / Krypto Assets**

Die Token-Emission stellt u.E. eine zukunftsfähige Form der Unternehmens- und Projektfinanzierung dar. Als „digitale Weiterentwicklung“ der Verbriefung vereinfachen Token den Zugang von Unternehmen zum Kapitalmarkt. Token erfüllen grundsätzlich als Finanzierungsinstrument die gleiche Funktion wie z.B. traditionelle Unternehmensanleihen. Sie können jedoch dank der Blockchain-Technologie effizient um Zusatzfunktionen, wie z.B. die Kopplung an den Erfolg des finanzierten Projektes, ergänzt werden. Dies ist insbesondere für junge Unternehmen oder für Innovationsprozesse in Großunternehmen eine Chance, zu attraktiven Rahmenbedingungen Kapital aufzunehmen. Insofern ist damit zu rechnen, dass klassische Instrumente und Token in Zukunft nebeneinander koexistieren und Emittenten bewusst und zielgerichtet nach Art ihres Finanzbedarfs das jeweils erforderliche Instrument auswählen.

Für institutionelle und private Anleger bedeutet die Koexistenz von klassischen Instrumenten und Token eine größere Auswahl an Anlagemöglichkeiten. Neben der klassischen Unternehmensfinanzierung sind über Token-Emissionen auch Projektfinanzierungen (z.B. beim Bau eines Wohnhauses, bei dem die Freigabe von Mitteln direkt von der Erreichung vordefinierter Meilensteine und der finanzierten Wohnfläche abhängt) besser zugänglich. Diese sind zielgerichtet und gewährleisten eine direkte Beteiligung am Erfolg von Projekten. Auch die Größe der Investition kann – dank der flexiblen Tokenausgestaltung – einfacher variiert werden. So können Privatanleger gezielt auch kleinere Beträge investieren.

Insofern sind eindeutige und transparente rechtliche Rahmenbedingungen notwendig, um Token-Emissionen zu stärken. Dabei muss mit Blick auf die Akteure der Grundsatz „same business, same rules“ gelten. Wichtig ist die Berücksichtigung der unterschiedlichen Ausgestaltung von Token: Während Security Token den klassischen Wertpapieren am nächsten kommen und daher bereits bei der Emission als Wertpapier behandelt werden sollten, besitzen Utility Token (die beispielsweise das Recht auf ein Projektergebnis verbrieft) andere Eigenschaften. Hier ist es im Sinne eines effizienten Verbraucherschutzes notwendig, einheitliche Standards und Qualitätsanforderungen für die Emission zu schaffen.

Utility Tokens stellen überdies Leistungen eines künftigen Geschäftsmodells dar, wobei durch die Investition in eben diese Utility Tokens dem Projekt eine alternative Finanzierungsform gewährt wird. Sie werden derzeit nicht als Finanzinstrument gemäß MiFID II klassifiziert.

Sie bergen das Risiko der Insolvenz des Emittenten und vor allem das Performance Risiko, dass der Emittent unzureichend die Leistung erbringt, die dem Token-Inhaber aber zusteht.

Neben der Finanzierung eines neuen Geschäftsmodells/Projekts haben diese Tokens noch den Geschäftszweck, dass durch die Investoren eine Community künftiger Servicenehmer des angestrebten Geschäftsmodells geschaffen und eine Wertsteigerung angenommen wird.

Die geplante Regulierung sähe die Begrenzung der Emission von Utility Tokens auf nationaler Ebene. Diese Begrenzung sollte dann dazu führen, dass der Anlegerschutz im Hinblick auf die Aufklärung von Risiken gewahrt wird. D.h. die Begrenzung in Anzahl und ggfs. Volumen sollte mit einer ergänzenden Informationspflicht über den Geschäftszweck der mit Utility Tokens finanzierten Unternehmung bzw. des Projekts ergänzt werden. Dem Investor soll damit objektiv die Möglichkeit gegeben werden, die Risiken der Anlage in ein Utility Token sachgerecht einschätzen zu können.

8. Zur künftigen internationalen Regulierung von Emissionen von Utility-Token und Kryptowährungen

Die technologische Innovation hinter digitalen Assets ist global und nicht an nationale Grenzen gebunden. Regulierung sollte daher im besten Fall auf internationaler oder mindestens auf europäischer Ebene erfolgen. Eine Lösung auf nationaler Ebene kann nur ein erster Schritt sein. Die Regulierung von Utility Token und Kryptowährungen sollte darüber hinaus die gesamte Wertschöpfungskette von digitalen Assets umfassen. Diese beinhaltet neben der Emission auf dem Primärmarkt durch ICOs auch den Handel auf dem Sekundärmarkt sowie die Abwicklung von Transaktionen und die Verwahrung von Token.

Utility Token sind eine Anwendungsmöglichkeit digitaler Assets und stets auf das konkrete „digital verbriefte“ Projektergebnis limitiert. Dadurch eignen sie sich gut für die Finanzierung von konkreten Projekten durch Start-Ups oder für Innovationsprozesse in Großunternehmen. Sie ermöglichen somit eine effiziente und passgenaue Finanzierung sowie Erfolgsbeteiligung. Ihre Charakteristika limitieren gleichzeitig den Einsatz in einem breiteren Kapitalmarkt-kontext. Vor diesem Hintergrund gilt es angemessene, eindeutige und transparente Regeln für die Emission von Utility Token zu schaffen. Ein erster Schritt wären bspw. Eckpunkte für standardisierte Terms & Conditions sowie eine einheitliche Klassifizierungslogik von Utility Token. Sollte hier eine internationale oder europäische Standardisierung scheitern, ist unserer Einschätzung nach eine nationale Regelung einem unregulierten Umfeld vorzuziehen.

Bei Kryptowährungen (Payment Token), wie namentlich Bitcoin, Ether oder Ripple, findet die Emission dezentral statt. Eine Regulierung ist daher schwieriger umzusetzen. Essentiell sind aus unserer Sicht insbesondere klare Vorgaben für Handelsplätze sowie Verwahrer für den Know-Your-Customer (KYC) Prozess, weitergehende Maßnahmen zur Bekämpfung von Geldwäsche sowie grundsätzliche Mindeststandards zur Robustheit der technischen Systeme sowie zum Notfallmanagement.

Gegen eine Veröffentlichung unserer Stellungnahme bestehen keine Bedenken.

Für Rückfragen und jedwede Abstimmung in diesem Zusammenhang stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung. Überdies nehmen wir an der Anhörung in dieser Sache im Bundesministerium am 7. Mai 2019 teil.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Hans Mewes
Justiziar

Über den bwf

Der Bundesverband Der Bundesverband der Wertpapierfirmen ist die Interessenvertretung der hiesigen im Bereich der Wertpapierdienstleistungen tätigen Börsenmakler, Wertpapierhandelshäuser und anderer Wertpapierfirmen. Der bwf vertritt die Interessen der Branche im Rahmen anstehender nationaler und europäischer Regulierungs-, Gesetzgebungs- und nachrangiger Regelungsvorhaben im Bereich des Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarktrechts. Bei den Verbandsmitgliedern handelt es sich ganz überwiegend um mittelständische, zum Teil selber börsennotierte Unternehmen.

Hierbei sucht der bwf den fortlaufenden Dialog mit den gesetzgebenden Organen, den Aufsichtsbehörden, anderen bank- und finanzwirtschaftlichen Verbänden, der interessierten Öffentlichkeit sowie den verschiedenen Institutionen des Börsenwesens und Wertpapierhandels auf nationaler, europäischer und nationaler Ebene.

Als Vertreter der in Deutschland tätigen Wertpapierfirmen ist der bwf Mitglied des European Forum of Securities Associations (EFSA) sowie auf globaler Ebene des International Council of Securities Associations (ICMA).

Der Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V. ist unter der Nummer 23057NZ in das Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg eingetragen. Es wird beim Deutschen Bundestag in der Liste der registrierten Verbände (Lobbyliste) geführt und ist im Transparenzregister der Europäischen Union unter der Nummer 258694016925-01 registriert.