

7. März 2019

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

**- Digitale Innovationen ermöglichen - Anlegerschutz gewährleisten -**

### **I. Hintergrund und Ziele**

Der Finanzmarkt ist zunehmend von Digitalisierungseffekten und innovativen Technologien wie der Blockchain geprägt. Die Bundesregierung verfolgt dementsprechend die im Koalitionsvertrag vom 12. März 2018 festgeschriebenen Ziele, das Potenzial der Blockchain-Technologie zu erschließen, Missbrauchsmöglichkeiten zu verhindern und die Rolle der Bundesrepublik als einen der führenden Digitalisierungs- und FinTech-Standorte zu stärken. Im Koalitionsvertrag wurde zudem verankert, dass die Bundesregierung eine Blockchain-Strategie entwickeln wird.

Dieses Eckpunktepapier ist die erste umzusetzende Maßnahme im Rahmen der Blockchain-Strategie. Es wird das Ziel verfolgt, elektronische Wertpapiere unter Wahrung der Erfordernisse des Anlegerschutzes zu ermöglichen und im Zivil- und Aufsichtsrecht die notwendige Rechts- und Anwendungssicherheit zu schaffen. Das Eckpunktepapier geht insoweit über die Blockchain-Strategie hinaus, als elektronische Wertpapiere auch außerhalb der Blockchain-Technologie und vergleichbarer Technologien ermöglicht werden sollen. Im Hinblick darauf, dass auch andere Staaten die Nutzung der Blockchain-Technologie für Finanzinstrumente zulassen, wird durch eine Regulierung in Deutschland die Attraktivität des hiesigen Finanzstandorts gesichert. Auf eine EU-weite Harmonisierung, die einige Jahre in Anspruch nehmen würde, soll indes nicht gewartet werden, zumal das materielle Wertpapierrecht in der EU nicht harmonisiert ist. Gleichwohl werden die Diskussionen über Initial Coin Offerings (ICOs) auf europäischer und internationaler Ebene berücksichtigt; ein „deutscher Sonderweg“, der bei einer späteren EU-weiten Harmonisierung wieder verlassen werden müsste, soll so vermieden werden. Der Regulierungsbedarf im Bereich der Prävention von Geldwäsche, der sich bei Kryptotoken jeder Ausprägung stellt, ist nicht Gegenstand dieses Konsultationspapiers; diese Fragen werden im Rahmen des Umsetzungsgesetzes zur 5. Geldwäscherichtlinie (EU) 2018/843 vom 30. Mai 2018 adressiert.

Dieses Eckpunktepapier stellt im Folgenden Kernaspekte digitaler Wertpapiere nach dem Vorbild des Bundesschuldenwesengesetzes vor und diskutiert Regulierungsoptionen und die regulatorischen Herausforderungen von Kryptotoken, insbesondere sog. Utility Token.

Das deutsche Recht soll generell für elektronische Wertpapiere geöffnet werden, d.h. die derzeit zwingende urkundliche Verkörperung von Wertpapieren soll nicht mehr uneingeschränkt gelten. Auch wenn das derzeitige System der Wertpapierurkunden in der Praxis ohne nennenswerte Probleme und sehr effektiv funktioniert, muss nicht an einer körperlichen Urkunde festgehalten werden, die regelmäßig physisch beim Zentralverwahrer lagert und den Inhabern der darin verkörperten Rechte zu keinem Zeitpunkt gezeigt oder übergeben wird. Es soll aber nur eine Option und keine Pflicht zur elektronischen Begebung von Wertpapieren eingeführt werden; die Emittenten sollen am bewährten System der Wertpapierurkunden festhalten dürfen. Die Regulierung elektronischer Wertpapiere soll technologieneutral erfolgen, d.h. insbesondere im Hinblick auf den nach heutigem Stand der Entwicklung zum Teil hohen Energiebedarf öffentlicher Blockchain-Technologien und deren klimatische Auswirkungen soll die Nutzung der Blockchain-Technologie nicht privilegiert werden.

## **II. Elektronische Wertpapiere**

### **1. Regelungsumfang: Elektronische Schuldverschreibungen**

Der Gesetzentwurf soll – als Artikelgesetz – zum einen zivilrechtliche Regelungen zu elektronischen Wertpapieren enthalten und zum anderen das geltende Aufsichtsrecht anpassen. Die Öffnung soll sich zunächst auf elektronische Schuldverschreibungen beschränken; die Regulierung von elektronischen Aktien soll ggf. zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen. Im Hinblick darauf, dass sich die technischen Standards und Anforderungen rasch ändern können, soll eine Ermächtigung vorgesehen werden, die konkreten technischen Einzelheiten durch Rechtsverordnung zu regeln. Das Gesetz wird ferner – um insbesondere Änderungen der Anleihebedingungen elektronischer Schuldverschreibungen zu ermöglichen – eine Änderung des Schuldverschreibungsgesetzes enthalten, das derzeit ebenfalls das Vorliegen einer Urkunde voraussetzt.

### **2. Wertpapierregister**

Nach dem Vorbild des Bundesschuldenwesengesetzes sollen elektronische Wertpapiere durch Eintragung in ein Register entstehen. Ebenfalls nach dem Vorbild des Bundesschuldenwesengesetzes könnte es sich anbieten, elektronische Wertpapiere kraft gesetzlicher Fiktion zu Sachen zu erklären; dann würden automatisch alle Vorschriften zum Schutz des Eigentums an Sachen gelten, insbesondere im Fall der Zwangsvollstreckung oder der Insolvenz. Alternativ

könnten – nach dem Vorbild des schweizerischen Bucheffektengesetzes – elektronische Wertpapiere zu einem neuen Recht *sui generis* gemacht werden; dann müssten hierfür allerdings dem Eigentumsschutz gleichwertige Schutzbestimmungen ausdrücklich geschaffen werden. In jedem Fall sollen eigenständige Regelungen über den Erwerb und die Übertragung elektronischer Wertpapiere sowie den Gutgläubensschutz vorgesehen werden.

Die Dokumentationsfunktion der Wertpapierurkunde wird bei den geplanten elektronischen Wertpapieren durch Erfassung der Rechte in einem elektronischen Wertpapierregister ersetzt. Die Kernfunktionen eines Wertpapiers sind:

- Die Legitimationsfunktion (dies bedeutet: an die Innehabung des Papiers ist die Rechtsvermutung zugunsten des Gläubigers geknüpft),
- die Liberationswirkung (dies bedeutet: durch die Leistung an denjenigen, der das Papier besitzt, wird der Schuldner - es sei denn er hat positive Kenntnis von der Nichtberechtigung - von seiner Leistungspflicht befreit) und
- die Übertragungsfunktion (dies bedeutet: das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier)

Diese zivilrechtlichen Kernelemente sollen bei elektronischen Wertpapieren durch die Eintragung im Register gewährleistet sein. Dabei müssen die Authentizität (d. h. Feststellung des Urhebers) und die Integrität (d. h. Unverfälschtheit seit der Herstellung) der Wertpapiere sichergestellt werden. Deshalb sind an die Verlässlichkeit der Registerführung und die Richtigkeit des Registerinhalts hohe Anforderungen zu stellen.

Das elektronische Wertpapierregister soll die Anleihebedingungen aller in ihm erfassten Schuldverschreibungen sowie nähere Informationen über das Register im Internet für jedermann kostenlos abrufbar halten. Die technischen Einzelheiten zum elektronischen Wertpapierregister sollen in einer Rechtsverordnung geregelt werden.

Um Manipulationsmöglichkeiten zu vermeiden, soll grundsätzlich nicht der jeweilige Emittent selbst das Wertpapierregister führen können, sondern die Registerführung soll durch eine (zentrale) staatliche oder eine unter staatlicher Aufsicht stehende Stelle erfolgen.

Ist durch Verwendung der Blockchain-Technologie ausgeschlossen, dass Eintragungen im Wertpapierregister ab einem zu definierenden Zeitpunkt nachträglich unbefugt verändert werden, d.h. Authentizität und Integrität der Wertpapiere durch die Technik in gleicher Weise sichergestellt ist wie durch bewährte Systeme und Verfahren, sollte es möglich sein, dass der Emittent selbst oder ein von ihm beauftragter Dritter das Register führt, sofern keine Einbuchung bei einem Zentralverwahrer erforderlich ist. Dabei muss (z. B. durch die Aufnahme des

Blockchain-Wertpapierregisters in ein öffentliches Verzeichnis) für Emittenten und Anleger Rechtssicherheit darüber geschaffen werden, dass die im Blockchain-Wertpapierregister erfassten Werte Wertpapiere im Sinne des Zivilrechts darstellen.

Die Führung des Wertpapierregisters auf einer Blockchain wirft allerdings EU-rechtliche Fragen auf. In Abhängigkeit von der Nutzung einer öffentlichen Blockchain oder einer privaten Blockchain stellt sich die Frage, ob dadurch die Tätigkeiten erbracht werden, die als Zentralverwahrung im Sinne der europäischen Vorgaben der EU-Verordnung über Zentralverwahrer (EU Nr. 909/2014) einzustufen sind. Insoweit bedarf es weiterer Prüfungen, insbesondere im Hinblick auf die Erfüllung der Voraussetzungen, die zu einer Einordnung der von der jeweiligen Blockchain erbrachten Funktionen als Zentralverwahrung führen könnten, für die de lege lata ein Betreiber zuzulassen wäre. Abhängig von diesen Prüfungen ist auch die Bewertung der Frage, ob der Emittent auch das Wertpapierregister auf der Blockchain führen darf und welchen aufsichtsrechtlichen Anforderungen er zu unterwerfen ist oder ob ein Intermediär bzw. Infrastrukturanbieter genutzt werden muss.

Im Hinblick auf das Internationale Privatrecht soll, da bei elektronischen Wertpapieren eine Bestimmung des anwendbaren Rechts nach dem Belegenheitsort der Sache/der Wertpapierkunde ausscheidet, und das Register bei einer elektronischen Registerführung auch schwierig zu lokalisieren ist, das Recht desjenigen Staates maßgeblich sein, unter dessen Aufsicht das Wertpapierregister steht.

### 3. Verwahrung elektronischer Wertpapiere

Auch unkörperliche Gegenstände - zu denen auch elektronische Wertpapiere gehören – können verwahrt werden. Wenn also elektronische Wertpapiere auf Depotkonten verbucht werden, z.B. zum Zwecke des Börsenhandels, gelten die Vorschriften über die Verwahrung von Wertpapieren. Werden Geschäfte mit elektronischen Wertpapieren an einem Handelsplatz im Sinne der MiFID (Richtlinie EU 2014/65) ausgeführt, ergibt sich ohnehin aus Artikel 3 Absatz 2 der EU-Verordnung über Zentralverwahrer, dass die Wertpapiere in den Effektengiroverkehr einbezogen, d. h. bei einem Zentralverwahrer eingebucht sein müssen. Es soll aber klargestellt werden, dass die bloße Erfassung elektronischer Wertpapiere in einem Wertpapierregister keine Verwahrung dieser Wertpapiere darstellt, sondern dass der Registerführer nur die Dokumentationsfunktion übernimmt.

#### 4. Anlegerschutz bei Führung des Wertpapierregisters auf einer Blockchain

Eine der zentralen Fragen ist, wie der Anlegerschutz bei elektronischen Wertpapieren sichergestellt werden kann, insbesondere bei Führung des Wertpapierregisters auf einer Blockchain durch den Emittenten oder einen von ihm mit der Führung beauftragten Dritten. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass Emittenten innerstaatlichem Anlegerschutz ausweichen könnten, indem sie elektronische Wertpapiere nach ausländischem Recht begeben und dann gleichwohl Anlegern in Deutschland anbieten.

Zur Berücksichtigung des Anlegerschutzes bei in einem Blockchain-Wertpapierregister begebenden Schuldverschreibungen (im Folgenden: "Blockchain-Schuldverschreibungen") im Hinblick auf das Manipulationsrisiko durch den das Blockchain-Wertpapierregister führenden Emittenten kommen insbesondere folgende Optionen - ggf. auch kumulativ - in Betracht, die zunächst ergebnisoffen diskutiert werden sollen:

- Blockchain-Schuldverschreibungen dürfen nur von institutionellen/qualifizierten Anlegern erworben werden, nicht von Privatanlegern.
- Der das Wertpapierregister führende Emittent oder der von ihm mit der Führung beauftragte Dritte wird in gewissen Umfang staatlich beaufsichtigt.
- Blockchain-Schuldverschreibungen dürfen nur dann von Privatanlegern erworben werden, wenn das betreffende Blockchain-Wertpapierregister von einem in der EU unter Aufsicht stehenden Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut geführt wird.
- Privatanleger dürfen Blockchain-Schuldverschreibungen nicht direkt vom Emittenten oder einem anderen Anleger erwerben, sondern der Erwerb muss stets über einen zugelassenen und überwachten Intermediär erfolgen, der für die Aufklärung und Beratung des Anlegers sorgt.
- Privatanleger dürfen Blockchain-Schuldverschreibungen zwar direkt vom Emittenten erwerben, diesen treffen aber spezielle Informations- und Dokumentationspflichten (Hinweis im Prospekt bzw. Wertpapier-Informationsblatt über Risiken der Blockchain; Pflicht, einmal jährlich sowie zusätzlich bei Änderungen der jeweiligen Eintragung im Wertpapierregister dem Anleger einen Registerauszug in Textform zuzuleiten). Ein Weiterverkauf der Blockchain-Schuldverschreibungen von einem Privatanleger an einen anderen Privatanleger kann nur über den Emittenten als zwischengeschaltete Gegenpartei erfolgen, so dass auch hier die Informations- und Dokumentationspflichten sichergestellt sind.

## 5. Geltung weiterer kapitalmarktrechtlicher Vorschriften

Elektronische Wertpapiere unterliegen grundsätzlich dem Anwendungsbereich des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), da der Wertpapierbegriff des § 2 Absatz 1 WpHG keine körperliche Verbriefung voraussetzt. Das gilt auch für das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) und die Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung (EU Nr. 596/2014).

### III. Emission von Utility-Token/ Kryptowährungen

Utility-Token stellen in der Regel keine Wertpapiere, Vermögensanlagen oder andere Finanzinstrumente im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes dar und werden auch in den meisten Fällen zukünftig keine elektronischen Schuldverschreibungen darstellen. Damit unterfällt die Emission dieser Token anders als die zukünftige Emission von elektronischen Schuldverschreibungen nicht dem Wertpapierprospektgesetz bzw. der Wertpapierprospektverordnung. Auch der Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes ist regelmäßig nicht eröffnet. Es besteht daher derzeit in der Regel keine gesetzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospektes oder Informationsblattes vor dem öffentlichen Angebot von Utility-Token. Die gleichwohl regelmäßig veröffentlichten sogenannten „Whitepaper“ stellen kein vergleichbares Informations- und Haftungsdokument dar. Sie enthalten regelmäßig nur unzureichende Angaben u.a. zum Projekt, zu den Risiken, zu den mit den Token verbundenen Rechten und zu potentiellen Interessenkonflikten. Sie ermöglichen daher regelmäßig keine informierte Investorenentscheidung. Gleichzeitig birgt die Investition in Utility-Token erhebliche Risiken.<sup>1</sup> Die Notwendigkeit, angemessene Risikoaufklärungspflichten zu schaffen, wird auch von der europäischen Finanzaufsichtsbehörde ESMA in ihrer jüngsten Empfehlung an die europäischen Institutionen zu ICOs und Crypto-Assets vom 9. Januar 2019 (Advice to the European Union Institutions on initial coin offerings and crypto-assets, ESMA-157-1391) betont.

Vor diesem Hintergrund ergeben sich folgende Handlungsoptionen:

- a) Die auf Grund der Empfehlung der ESMA zu erwartende europäische Regulierung wird abgewartet und Deutschland bringt sich aktiv in diesen europäischen Gesetzgebungsprozess ein. Nur mit einer europäischen Regulierung wird das für den gemeinsamen digitalen Binnenmarkt notwendige einheitliche Rahmenwerk für die Emission von Utility-Token erreicht. ESMA spricht sich daher in seiner Empfehlung an die Europäischen Institutionen gegen nationale Regulierungsregime aus.

---

<sup>1</sup> Nach einer im Herbst 2018 veröffentlichten Studie (Ernst & Young, „Initial Coin Offerings, The Class of 2017 - one year later“ vom 19. Oktober 2018) notierten von den 2017 emittierten Token 86% unter ihrer ersten Kursfeststellung; 30% haben nahezu ihren vollständigen Wert verloren. Im Durchschnitt weisen ICOs aus dem Jahr 2017 einen Verlust gegenüber den erreichten Höchstkursen von 66% aus.

- b) Als Brückenlösung könnte bis zur Schaffung eines europäischen Regulierungsregimes das öffentliche Angebot von Utility-Token national reguliert werden. Dazu könnte gesetzlich bestimmt werden, dass ein öffentliches Angebot von Utility-Token erst erfolgen darf, wenn der Anbieter zuvor ein Informationsblatt veröffentlicht hat. Der Inhalt des Informationsblattes und die Reihenfolge der Angaben sollten gesetzlich festgelegt werden und die Veröffentlichung muss von der BaFin gestattet werden.

#### **IV. Weiteres Vorgehen**

Nach Durchführung und Auswertung der öffentlichen Konsultation dieses Eckpunktepapiers ist die Erstellung eines Referentenentwurfs geplant, der die Rückmeldungen zu diesen Papier und den darin vorgeschlagenen Handlungsoptionen entsprechend berücksichtigt.