

BVI¹-Stellungnahme zur Konsultation des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz zu den Eckpunkten für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token

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

Wir begrüßen das im Koalitionsvertrag festgeschriebene Ziel, das Potenzial der Blockchain-Technologie zu erschließen und in diesem Zusammenhang die notwendigen rechtlichen Voraussetzungen für elektronische Wertpapiere zu schaffen.

Unter den verschiedenen Anwendungsmöglichkeiten der Blockchain-Technologie in der Asset Management Branche spielen die Ausgabe und der Handel von Wertpapieren über die Blockchain eine wesentliche Rolle. Die in Wertpapieren verbrieften Rechte und Pflichten würden dann in entmaterialisierter Form als digitale Security Token existieren. Wir unterstützen daher die Intention der Bundesregierung, das deutsche Recht für elektronische Wertpapiere zu öffnen und damit das derzeitige Erfordernis einer zwingenden urkundlichen Verkörperung von Wertpapieren zu überwinden.

Dabei ist zu beachten, dass für Fondsgesellschaften, die das ihnen von den Anlegern anvertraute Vermögen nach strengen gesetzlichen Vorgaben verwalten und die ausschließlich im Interesse der Anleger handeln, grundsätzlich nur Lösungen in Betracht kommen, die die hohen Anforderungen an die rechtliche und operative Sicherheit erfüllen.

Aus rechtlicher Perspektive sollten Security Token Offerings (STO) als Wertrecht anerkannt werden und es müssen hinreichende zivil- und aufsichtsrechtliche Klarstellungen getroffen werden, was im Hinblick auf Kredit- und Liquiditätsrisiken auch insolvenzrechtliche Aspekte und Regeln für einen rechtssicheren Sekundärmarkt einschließt. In diesem Zusammenhang sollte auch die Abwicklung von Wertpapier-STOs in Zentralbankgeld/Geschäftsbankgeld (cash on ledger) ermöglicht werden. Gegenwärtig können z.B. Anteilscheingeschäfte über die Distributed-Ledger-Technologie (DLT) nicht DVP (delivery vs. payment) abgewickelt werden.

Wir sehen die Notwendigkeit einer einheitlichen europäischen Auslegung zur Qualifikation von elektronischen Finanzinstrumenten, um – ganz im Sinne der Kapitalmarktunion – Rechtsunsicherheiten bei grenzüberschreitenden Sachverhalten und Regulierungsarbitrage zu vermeiden. Dies sollte auch für die Definitionen bzw. die Abgrenzung zwischen Kryptowährungen als Rechnungseinheiten, Security Token als Wertpapiere und Utility Token gelten.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 108 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 22 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU und der am zweitschnellsten wachsende Markt. (EU Transparency Register: 77748) www.bvi.de



Aus operationeller Sicht dürften für institutionelle Anleger, wie Fondsgesellschaften, insbesondere STO-Lösungen über nicht-öffentliche sog. permissioned DLT von Bedeutung sein. Für die Akzeptanz von elektronischen Wertpapieren am Markt, das Vertrauen der Anleger und zum Schutz vor Missbrauch treten wir daher für die Entwicklung von Marktstandards für kryptographische Token ein und sind als Gründungsfördermitglied bei der International Token Standardization Association (ITSA) engagiert. Analog zur ISIN für klassische Wertpapiere soll mit der International Token Identification Number (ITIN) ein verbindlicher Identifikationsstandard für kryptographische Token geschaffen werden. Darüber hinaus ist ein globaler Klassifikationsstandard für Token anzustreben und Emittenten sollten zwingend über den Legal Entity Identifier (LEI) identifizierbar sein.

Der im Eckpunktepapier vorgesehene Regelungsumfang erscheint uns nur als Ausschnitt eines notwendigen ganzheitlichen Ansatzes zur Digitalisierung des Rechtsverkehrs und der grundsätzlichen Ermöglichung elektronischer Wertpapiere im Rahmen einer deutschen Blockchain-Strategie.

Wir sehen in der Schaffung eines gesetzlichen Rahmens für elektronische Schuldverschreibungen deshalb nur einen ersten Schritt, da genauso Aktien oder Fondsanteilscheine als elektronische Wertpapiere ausgestaltet und in STOs als Wertrechte ausgegeben werden können. Die Überlegungen, die der Bundesverband deutscher Banken e.V. in technischer und rechtlicher Sicht in seinem Diskussionspapier zu Wertpapieren mittels DLT dargestellt hat, weisen hierzu den Weg.

Bei der Überprüfung des zivil- und aufsichtsrechtlichen Rechtsrahmens für elektronische Wertpapiere sollte daher auch die Emission von Anteilscheinen und Investmentaktien in entmaterialisierter Form ermöglicht und insofern in den Normen des Kapitalanlagegesetzbuches vom Urkundserfordernis Abstand genommen werden (vgl. §§ 95, 109, 141 KAGB).

Der im Eckpunktepapier skizzierte technologieneutrale Ansatz zeigt im Zusammenhang mit der Einrichtung eines Wertpapierregisters zutreffend die Problematik auf, dass die Registerführung in manipulatio-
nssicherer Weise erfolgen muss, wodurch der Emittent als Registerführer grundsätzlich ausscheiden würde und stattdessen die Registerführung durch eine staatliche oder eine unter staatlicher Aufsicht stehende Stelle erfolgen müsste. Klarstellend verstehen wir unter letzteren Stellen auch solche, die nicht nur die Funktion des Registerführers ausüben, sondern für die ein grundsätzlich strenges Aufsichtsregime besteht, wie es z.B. für Kreditinstitute oder Kapitalverwaltungsgesellschaften gilt. Im Ergebnis müssen damit Kreditinstitute und Kapitalverwaltungsgesellschaften als Registerführer für eigene Emissionen geeignet sein. Bereits nach geltendem Recht (§ 20 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 Nr. 4 KAGB) kann eine Kapitalverwaltungsgesellschaft die Verwaltung von Fondsanteilen als Nebendienstleistung erbringen.

Gleichzeitig wird im Eckpunktepapier anerkannt, dass durch die Verwendung der Blockchain-Technologie eine nachträgliche Veränderung von Registerinformationen ausgeschlossen und damit die Authentizität und Integrität des Wertpapiers sichergestellt werden kann. Durch die Schaffung eines „qualifizierten digitalen Registers“ (QDR) auf DLT-Basis könnte die Registerführung dezentralisiert und somit das Erfordernis eines Zentralverwahrers vermieden werden, der momentan noch durch die EU-Zentralverwahrer-Verordnung (CSDR) vorgeschrieben ist.

Wie im Eckpunktepapier klargestellt, übernimmt der Registerführer nur die Dokumentation, nicht jedoch die Verwahrfunktion für das elektronische Wertpapier. Insofern müssen auch die operationellen und rechtlichen Voraussetzungen für eine Verwahrung von elektronischen Wertpapieren durch Verwahrstellen geschaffen werden. Dies gilt in Bezug auf Fondsanteilscheine auch für Kapitalverwaltungsgesell-



schaften, die nach geltendem Recht die Verwahrung von Fondsanteilen als Nebendienstleistung erbringen können.

Im Interesse des einheitlichen Anlegerschutzes sollte grundsätzlich ein technikneutraler risikobasierter Regulierungsansatz verfolgt werden. Dies bedeutet, dass Aspekte des Verbraucherschutzes und der Anlegerinformation in gleichem Maße wie bei der klassischen Anlage zu berücksichtigen sind und das Schutzniveau bei der Ausgabe eines elektronischen Wertpapiers nicht gegenüber der klassischen Wertpapieremission zurückstehen darf. Den sich aus der rein digitalen Natur der Produkte ergebenden Risiken sollte mit der Setzung von Standards, Verifizierungs- und Zertifizierungssystemen begegnet werden.

Im Hinblick auf den Zugang zu elektronischen Wertpapieren für Privatanleger oder professionelle Investoren kann jedenfalls für die Investmentfondsbranche festgestellt werden, dass die bestehende Fondsregulierung für Publikumsfonds, die u.a. eine Diversifizierung der Anlage und ein Risikomanagement vorschreibt und bei der Anlageentscheidungen von qualifizierten Fondsmanagern getroffen werden, grundsätzlich geeignet ist, das Anlegerrisiko zu streuen und gegenüber einer Direktanlage zu reduzieren.

Mittelfristig könnte durch eine Tokenisierung auch die Investierbarkeit von eher illiquiden Vermögensgegenständen erleichtert werden, wobei sich das Anlegerschutzniveau an den bestehenden Regelungen für längerfristige illiquide Investitionen in Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und Europäische Langfristige Investmentfonds (ELTIF) orientieren könnte.