

RECHT UND KAPITALMARKT

Gekommen, um zu bleiben

Bundesfinanzministerium legt Eckpunkte zur regulatorischen Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token vor

Von Eric Romba und Robert Oppenheim*)

Börsen-Zeitung, 16.3.2019
Die große Koalition hat sich mit dem Koalitionsvertrag vom vergangenen Jahr zu einer Stärkung der Rolle Deutschlands als führender Digitalisierungs- und Fintech-Standort positioniert. Eine umfassende Blockchain-Strategie soll entwickelt werden, um das Potenzial der Technologie zu erschließen und Missbrauchsmöglichkeiten zu verhindern. Die Schaffung eines angemessenen Rechtsrahmens für den Handel mit Kryptowährungen und Token auf europäischer und internationaler Ebene soll verfolgt werden. Einen Beitrag leistet das am 7. März 2019 veröffentlichte Eckpunktepapier der Bundesministerien der Finanzen (BMF) und der Justiz und Verbraucherschutz (BMJV). Das Eckpunktepapier stellt erstmals die Öffnung des deutschen Rechts für die Einführung von elektronischen Wertpapieren sowie die Regulierung der Emission von Krypto-Token zur Diskussion. Das Papier soll als Grundlage für einen Referentenentwurf dienen.

Beim Zentralverwahrer

Derzeit lagern Wertpapiere in Deutschland noch immer als körperliche Urkunden physisch beim Zentralverwahrer (Clearstream). In Zeiten der Digitalisierung erscheint dieses System überholt. Mit der Einführung von elektronischen Wertpapieren soll dem Grundsatz, dass „technologieneutral“ reguliert wird, Rechnung getragen werden. Das bedeutet, dass die Begebung von Wertpapieren zukünftig auch auf einer Blockchain bzw. auf Grundlage der Distributed Ledger Technologie (DLT) ohne Urkunde möglich sein soll, wenn der Emittent dies wünscht. Ein geplanter Gesetzesentwurf soll hierfür die zivilrechtlichen Regelungen schaffen und das geltende Aufsichtsrecht anpassen. Die Systemöffnung soll sich dabei zunächst auf elektronische Schuldverschreibungen beschränken. Der Regelungsaufwand für die Einführung einer elektronischen Aktie wird derzeit als zu hoch eingeschätzt, um eine zeitnahe Einführung des elek-

tronischen Wertpapiers zu ermöglichen.

Im elektronischen Register

Nach dem Vorbild des Bundes-schuldenwesengesetzes sollen elektronische Wertpapiere durch die Eintragung in ein Register entstehen. Die zivilrechtlichen Kernelemente des in einer Urkunde verbrieften Wertpapiers (Legitimations-, Liberations- und Übertragungsfunktion) sollen bei elektronischen Wertpapieren durch die Eintragung im elektronischen Register gewährleistet werden. Das bedeutet, dass derjenige der im Register als Schuldner eingetragen ist, zugunsten des Gläubigers (Emittenten) als Inhaber der Forderung gilt und an diesen grundsätzlich auch schuldfreiend geleistet werden kann. Übertragen wird das Wertpapier durch Eintragung des neuen Gläubigers ins elektronische Register.

Daher seien – so das Eckpunktepapier – hohe Anforderungen an Verlässlichkeit und Richtigkeit des Inhalts des Registers zu stellen, insbesondere was die Aspekte der Feststellung des Urhebers und die Unverfälschtheit seit Herstellung angeht. Geführt werden soll das Register grundsätzlich durch eine staatliche oder jedenfalls eine unter staatlicher Aufsicht stehende Stelle und nicht durch den Emittenten selbst, es sei denn, durch die Verwendung der Blockchain-Technologie würden nachträgliche unbefugte Änderungen im Register ausgeschlossen.

Die Führung eines Wertpapierregisters auf einer Blockchain wirft allerdings auch EU-rechtliche Fragen auf. Denn diese Tätigkeit könnte als Zentralverwahrung im Sinne der EU-Verordnung über Zentralverwahrer anzusehen sein. Ebenso fraglich sei, welchen aufsichtsrechtlichen Anforderungen sich der Emittent unterwerfen müsse, der ein Wertpapierregister auf einer Blockchain selbst führt. Klargestellt werden solle zudem, dass die bloße Erfassung in einem Wertpapierregister keine Verwahrung im Sinne der Verordnung darstelle. Bei der Verbuchung von elektronischen Wertpapieren auf Depotkonten zum Zwecke des Börsenhandels, müssten diese

zwingend per Gesetz bei einem Zentralverwahrer eingebucht werden. Letzter zentraler Aspekt des Eckpunktepapiers ist die Sicherstellung des Anlegerschutzes, insbesondere bei der Führung eines Wertpapierregisters durch den Emittenten. Denn durch Ausgabe elektronischer Wertpapiere nach ausländischem Recht, die gleichwohl im Inland angeboten werden, bestehe die Gefahr, dass das deutsche Recht zum Anlegerschutz umgangen würde. Um dadurch entstehenden Risiken zu begegnen, benennt das Eckpunktepapier „ergebnisoffen“ verschiedene Optionen: So könnten über ein Blockchain-Wertpapierregister ausgegebene Schuldverschreibungen nur von institutionellen oder qualifizierten Anlegern erworben werden dürfen und nicht von Privatanlegern. Alternativ dürfen Privatanleger entweder erstens nur solche Schuldverschreibungen erwerben, bei denen das betreffende Blockchain-Wertpapierregister von einem unter EU-Aufsicht stehenden Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut geführt wird, oder alternativ zweitens, wenn der Erwerb über einen zugelassenen Intermediär erfolgt, oder alternativ drittens, wenn gegenüber dem Privatanleger besondere Informations- und Dokumentationspflichten eingehalten werden.

Regelungen fehlen

Im zweiten Abschnitt widmet sich das Eckpunktepapier den Utility-Token und Kryptowährungen. Die Emission von Utility-Token unterläge derzeit in der Regel keinen aufsichtsrechtlichen Anforderungen, obwohl Investitionen in Utility-Token mit erheblichen Risiken verbunden seien. Auch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) habe daher zu Recht Anfang des Jahres gegenüber den europäischen Institutionen auf die Notwendigkeit zur Schaffung angemessener Risikoauflärungspflichten bei Initial Coin Offerings und Krypto-Assets hingewiesen.

Aus Sicht des BMF ergäben sich daraus zwei Handlungsoptionen: Warten auf eine einheitliche europäische Regulierung von Utility-Token und Krypto-Assets oder ein vorüber-

gehendes nationales Regelungsregime für das öffentliche Angebot von Utility-Token. Dies könnte beispielsweise dergestalt geschehen, dass ein solches Angebot erst erfolgen darf, wenn der Anbieter zuvor ein von der BaFin gestattetes Informationsblatt erstellt hat, deren Inhalt gesetzlich vorgeschrieben wird. Das Konzept entspricht der schon heute bestehenden Möglichkeit, in bestimmten Fallkonstellationen Wertpapiere oder Vermögensanlagen öffentlich ohne Verkaufsprospekt, aber kurzen Informationsblatt (WIB bzw. VIB), anzubieten. Letztlich, so das Eckpunktepapier, könne jedoch nur mit einer europäischen Regulierung ein für den digitalen Binnenmarkt notwendigerweise einheitliches Rahmenwerk für die Emission von Utility-Token geschaffen werden.

Diskussionsbedarf

Nach der Billigung des ersten Security Token Offerings in Deutschland durch die BaFin Ende Januar und der Expertenanhörung im Finanzausschuss des Bundestags zum Thema Blockchain setzt das Eckpunktepapier das nächste Ausrufezeichen: Deutschland positioniert sich klar als künftiger Krypto- und DLT-Standort.

Das Papier enthält viele gute Ansätze. Das Ziel, Regulierung technologieneutral zu gestalten und die „Entmaterialisierung“ im Wertpapier-Regime fortanzutreiben, ist richtig. Es gibt aber auch einige Regelungen, die zu diskutieren sind. Sind elektronische Wertpapiere tatsächlich zivilrechtlichen Sachen (§ 90 BGB) vergleichbar und lässt sich das Sachenrecht ohne weiteres

übertragen? Auch der Ansatz, das Führen eines Wertpapierregisters einer zentralen (staatlichen) Stelle zu übertragen, widerspricht dem Grundgedanken der Blockchain/ DLT mit ihrem dezentralen Organisationsansatz. Ebenso sind Überlegungen wie Privatinvestoren den Zugang zu Wertpapier-Token abzuschneiden streitbar, wenn wie bei einer herkömmlichen Wertpapieremission ein Prospekt als Aufklärungs- und Haftungsdokument erstellt wird.

Die Diskussion beginnt mit dem Eckpunktepapier. Ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einem technologieneutralen Aufsichts- und insbesondere Zivilrecht.

.....
*) Eric Romba und Dr. Robert Oppenheim sind Rechtsanwälte von Lindenpartners.