

VÖB DIGITAL



Öffnung des Wertpapiergeschäfts für die DLT: Quo vadis, Regulierung?

Der Kapitalmarkt als Belastungsprobe

Der sich seit einigen Jahren anbahnende Trend zur umfassenden Digitalisierung und Dezentralisierung von Finanzdienstleistungen lässt auch den Kapitalmarkt alles andere als unberührt. Neben dem Zahlungsverkehr bietet das Wertpapiergeschäft das wohl wichtigste Feld für die Anwendung der Distributed-Ledger-Technologie (DLT). Die ersten Belastungsproben für die disruptive Kraft der DLT im Finanzsektor finden im Bereich der Wertpapieremission und -abwicklung statt. Der Übergang zur DLT stellt Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden vor neue Herausforderungen. Dies resultiert auch daraus, dass bislang vor allem zentralisierte, eng überwachte und stark regulierte Marktinfrastrukturen ein aus Sicht der Kapitalmarktregulierung wünschenswertes Ziel darstellen.

Europäische Regulierung

Mit der [europäischen Strategie für ein digitales Finanzwesen von 2020](#) sollen die Rechtsvorschriften der Europäischen Union über Finanzdienstleistungen für das digitale Zeitalter gut aufgestellt werden. Teil dieser Strategie sind die Verordnung 2022/858 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen (DLT Pilot Regime) sowie die kürzlich veröffentlichte Verordnung für Märkte in Kryptowerten (Regulation on Markets in Crypto-Assets, MiCAR).

DLT Pilot Regime – der Innovations-Sandkasten

Das DLT Pilot Regime findet seit März 2023 Anwendung. Mit ihm soll dem Markt ein Rahmen zum Testen der neuen, durch die Nutzung von DLT entstehenden Möglichkeiten gegeben und dabei gleichzeitig ein hohes Maß an Anlegerschutz, Marktintegrität, Finanzstabilität und Transparenz gewahrt werden. Aufsichtsarbitrage und Schlupflöcher sollen vermieden werden.

Das DLT Pilot Regime ist eine befristete, regulatorische Testumgebung für auf der DLT basierende Marktinfrastrukturen. Es bietet Wertpapierfirmen, Marktbetreibern und Zentralverwahrern die Möglichkeit, in den Handel mit tokenisierten Finanzinstrumenten an regulierten Märkten auf Basis der DLT einzusteigen. Entsprechende Anträge können seit dem 23. März 2023 bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gestellt

Glossar

Beim **Distributed Ledger** handelt es sich um ein verteiltes, elektronisches Knotenbuch, das digitale Transaktionen in einem dezentralen Netzwerk aufzeichnet, verifiziert und abwickelt.

Die bekannteste (Unter-)Form eines Distributed Ledgers ist die **Blockchain**. Diese ist durch zwei Hauptmerkmale gekennzeichnet: eine Kette von Blöcken und eine kryptografische Verschlüsselung.

VÖB DIGITAL

und Genehmigungen von bis zu sechs Jahren erteilt werden. Auf den durch das DLT Pilot Regime regulierten DLT-Marktinfrastrukturen können auf Basis der DLT emittierte Finanzinstrumente wie Aktien, Schuldverschreibungen und Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen gehandelt und abgewickelt werden.

Indem das DLT Pilot Regime vorsieht, dass bestimmte Regeln der MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) oder CSDR (Central Securities Depositories Regulation) keine Anwendung finden, soll verhindert werden, dass die die DLT nutzenden Marktteilnehmer beim Handel mit Kryptowerten und bei der Abwicklung von Kryptotransaktionen durch die ansonsten geltenden, teilweise inkompatiblen Vorschriften – etwa der CSDR – behindert werden.

Der Status einer DLT-Marktinfrastuktur ist fakultativ. Finanzmarktinfrastrukturen wie Handelsplätze, Zentralverwahrer und zentrale Gegenparteien werden nicht daran gehindert, im Einklang mit den bestehenden Unionsvorschriften über Finanzdienstleistungen Handels- und Nachhandelsdienstleistungen und -tätigkeiten für Kryptowerte zu entwickeln, die als Finanzinstrumente gelten oder auf der Distributed-Ledger-Technologie basieren. Marktteilnehmer können demnach frei entscheiden, ob sie der Verordnung unterliegen wollen und die damit verbundenen Ausnahmen nutzen wollen oder nicht.

MiCAR – das umfassende Krypto-Regelwerk

Kryptowerte, die nicht unter die Definition des Finanzinstruments im Sinne der MiFID fallen, werden künftig (Geltung ab 2025) von der MiCAR erfasst. Die MiCAR schafft erstmals eine einheitliche Definition von Kryptowerten in der EU. Bislang gab es lediglich nationale Definitionen von Kryptowerten, beispielsweise im Kreditwesengesetz (KWG), die nun von dem europäischen Begriff abweichen können.

Mit der MiCAR werden die etablierten Regeln der Finanzwelt, wie etwa die MiFID oder die MAR, auf Emittenten von Kryptowerten und Anbietern von Dienstleistungen im Kryptouniversum erstreckt. Wer demnach künftig im europäischen Markt Krypto-Dienstleistungen erbringen oder Kryptowerte anbieten möchte, muss bestimmte Anforderungen erfüllen und eine behördliche Genehmigung erhalten. Betroffene Institute sollten frühzeitig analysieren, welche Auswirkungen die MiCAR auf ihre Produkte und Geschäftsmodelle hat. So ist zu klären, ob eine Erlaubnispflicht nach der MiCAR besteht oder ob eine beste-

hende nationale Zulassung ergänzt werden muss. Außerdem sind interne Organisationsabläufe oder Prozesse anzupassen.

Weltweit ist die MiCAR die erste umfassende Kryptoregulierung ihrer Art. Großbritannien und die USA sind hier noch nicht so weit. In Ermangelung anderer rechtlicher Rahmenbedingungen werden die EU-Vorschriften unweigerlich als Benchmark dienen, bis ein internationaler Konsens über einen globalen Standard erreicht ist. In diesem Zusammenhang hat die IOSCO (International Organization of Securities Commissions), die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden, Ende Mai 2023 globale Vorschläge zur Regulierung von Kryptowerten unterbreitet.

Deutsche Regulierung

In der klassischen Wertpapierwelt wurden Wertpapiere bei einem verwahrenden Institut hinterlegt und als physische Urkunden in einem Tresor aufbewahrt. Sie waren daher verschiedenen Gefahren ausgesetzt, wie Diebstahl, Verlust oder Beschädigung. Um diesen Gefahren vorzubeugen und dem aufkommenden modernen Wertpapierhandel gerecht zu werden, setzte sich in den Nachkriegsjahren die (Giro-)Sammelverwahrung als Regelform für die Verwahrung von Wertpapieren durch. Mit dem Einschalten eines Zentralverwahrers bzw. einer Wertpapier-sammelbank und der Bildung eines Sammelbestandes war bei Übertragung der Wertpapiere keine Übergabe der Urkunden mehr erforderlich. Als nunmehr dritte Evolutionsstufe in der kurz skizzierten Geschichte der Wertpapiere verspricht der Einsatz von dezentralen, DLT-basierten, digitalen Systemen eine fast Realtime-basierte Abwicklung von Transaktionen zu niedrigeren Kosten, mit besserer Nachvollziehbarkeit und Transparenz sowie einer grundsätzlichen 24/7-Funktionalität.

KWG – neue lizenzpflichtige DLT-basierte Marktinfrastrukturen

Bereits zum Jahresende 2019 führte der deutsche Gesetzgeber in Umsetzung europäischer geldwäscherechtlicher Vorgaben die Kryptoverwahrlizenz ein, wonach die neuen Marktinfrastrukturen, die das sogenannte Kryptoverwahrgeschäft erbringen, der Finanzaufsicht unterstellt werden. Solche Verwahrstellen für digitale Vermögenswerte (Kryptowerte) bzw. Kryptoverwahrer treten neben bereits bestehenden Marktinfrastrukturen für Emission, Handel und Abwicklung auf. Parallel dazu wurden Kryptowerte erstmals gesetzlich definiert und in die Liste der Finanz-

VÖB DIGITAL

instrumente nach dem KWG aufgenommen. Allerdings weist die aufsichtlich getriebene Regulierung noch Lücken auf, insbesondere im Hinblick auf die Behandlung der verwahrten Kryptowerte in der Insolvenz des Kryptoverwahrers. Diese sollen im Rahmen des Referentenentwurfs des Zukunftsfinanzierungsgesetzes adressiert werden.

Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere – die Zeitenwende

Das Inkrafttreten des Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere (eWpG) im Juni 2021 markierte den Beginn einer neuen Ära für das heimische Wertpapierrecht. Damit wurde erstmals allen Emittenten die Möglichkeit eingeräumt, Wertpapiere ohne Papierurkunde zu begeben. Ein elektronisches Wertpapier hat dieselben Rechtswirkungen wie ein mittels Urkunde begebenes Wertpapier. Es ist über eine gesetzliche Fiktion zivilrechtlich als Sache eingestuft und entfaltet die gleichen absoluten Rechte wie eine Urkunde. Aus Sicht von Investoren besteht also weiterhin höchste Rechtssicherheit. An die Stelle der urkundlichen Verbriefung ist die Eintragung in einem elektronisch geführten Wertpapierregister getreten.

Je nach Art der Führung dieses Registers – zentral oder dezentral – wird zwischen Zentralregister- und Kryptowertpapieren unterschieden. Während Erstere im Register des Inhabers von einer zugelassenen Wertpapiersammelbank, wie beispielsweise Clearstream, bzw. von einem hierzu ermächtigten Verwahrer (Depotbank) einzubuchen sind, erfolgt die Eintragung bei den Kryptowertpapieren in einem fälschungssicheren DLT-basierten Aufzeichnungssystem, das vom Registerführer der Wahl des Emittenten oder vom Emittenten selbst verwaltet wird.

Inzwischen haben sieben Unternehmen eine **Kryptoverwahrlizenz** von der BaFin erhalten:

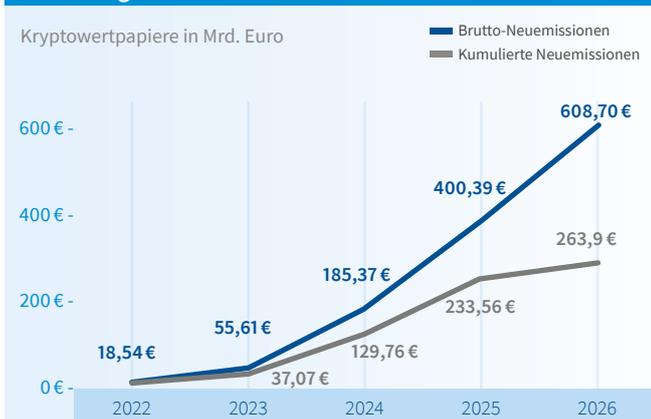
- Bitpanda Asset Management GmbH;
- blocknox GmbH;
- Coinbase Germany GmbH;
- Finoa GmbH;
- Hauck Aufhäuser Digital Custody GmbH;
- Tangany GmbH;
- Upvest GmbH.

Mit der institutsübergreifenden Blockchain-Plattform SWIAT hat die DekaBank Pionierarbeit im Segment der Kryptowertpapiere geleistet. Dabei handelt es sich um ein „digitales Ökosystem“, das den Beteiligten die Möglichkeiten eröffnet, gemeinsam Know-how aufzubauen und eigene digitale Produkte und Dienstleistungen für Blockchain-basierte Wertpapiere zu entwickeln. Damit soll ein offener Standard für das digitale Wertpapiergeschäft geschaffen werden, das die komplette Wertschöpfungskette – von der Emission über den Vertrieb bis hin zum Endkunden und die Abwicklung – umfasst.

Zukunftsfinanzierungsgesetz – Erweiterung um digitale Aktie

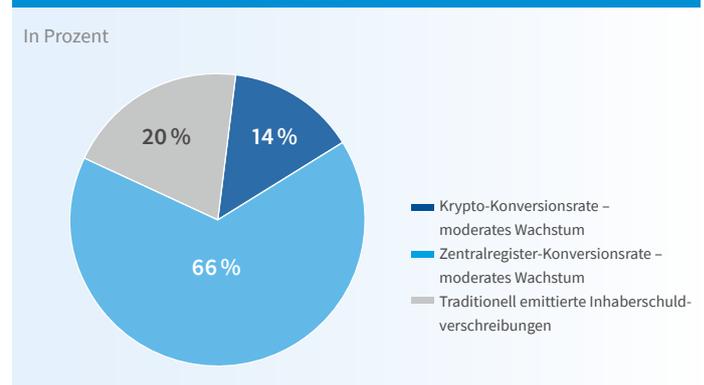
Die Möglichkeit zur Begebung digitaler Wertpapiere blieb im Rahmen des Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere vorerst auf alle auf den Inhaber lautenden Leistungsversprechen (Inhaberschuldverschreibungen) sowie nach den Fondsantheilscheinen (nach der Verordnung über Kryptofondsanteile) beschränkt. Gleichwohl kündigte der Gesetzgeber selbst an, den

Abbildung 1: Brutto-Neuemissionen und Marktvolumen



Darstellung der Brutto-Neuemissionen und des Marktvolumens von Kryptowertpapieren bei einem moderaten Wachstum. Quelle: WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse

Abbildung 2: Prognostizierter Anteil von Kryptowertpapieren an Brutto-Neuemissionen 2026



Quelle: WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse

VÖB DIGITAL

Rechtsrahmen auch auf Mitgliedschaftsrechte zu erweitern. Dies ist mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz erfolgt, das die Emission und die sichere Übertragung von digitalen Inhaber- und Namensaktien ermöglichen soll.

Aufbauend auf dem Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere erstreckt das Zukunftsfinanzierungsgesetz die Dichotomie der digitalen Wertpapiere hinsichtlich des aufgesetzten Registers auf das Aktienrecht, indem es beide Formen – Zentralregisteraktien und Kryptoaktien – einführt. Dennoch ist bei der Inhaberaktie eine Einschränkung dahingehend vorgesehen, dass sie nicht auf DLT-Basis begeben werden darf. Aus gesellschafts- und geldwäscherrechtlichen Gründen sei dies nur für Namensaktien zugelassen.

Um möglichst zeitnah Rechtsklarheit hinsichtlich des Schutzes des verwahrten Kundenvermögens insbesondere in der Insolvenz des Kryptoverwahrers zu schaffen, hat der deutsche Gesetzgeber im Rahmen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes eine sehr zu begrüßende Regelung zu einer entsprechenden Ergänzung des KWG vorgeschlagen. Diese orientiert sich an der MiCAR und wird

hoffentlich im zeitlichen Ablauf vor dieser anwendbar sein. Kryptoverwahrer sollen künftig verpflichtet werden, die verwahrten Werte und privaten kryptographischen Schlüssel getrennt von eigenen Werten und Schlüsseln sowie getrennt von den Werten und Schlüsseln anderer Kunden zu verwahren, beispielsweise durch Verwendung separierter öffentlicher Adressen. Davon kann im Fall einer gebündelten Verwahrung abgewichen werden (Nutzung von Omnibuslösungen, bei denen unter einem öffentlichen Schlüssel Kryptowerte verschiedener Kunden abgelegt sind), wenn der den einzelnen Kunden jeweils zustehende Anteil an den gebündelt verwahrten Werten jederzeit bestimmbar ist. Dieses der Aufsicht unterliegende Vermögenstrennungsgebot rechtfertigt es, die verwahrten Werte und Schlüssel dem Vermögen des Kunden auch haftungsrechtlich zuzuordnen. Zudem wird klargestellt, dass die verwahrten Kryptowerte einschließlich der privaten kryptographischen Schlüssel dem Zugriff der allgemeinen Gläubiger des Kryptoverwahrers entzogen bleiben. Die Vorschrift zieht damit die haftungsrechtlichen Konsequenzen aus dem Treuhandcharakter des Verwahrgeschäfts, der den Kunden als wirtschaftlich Berechtigten ausweist.

UNSERE POSITIONEN

Wir unterstützen die Öffnung des Wertpapiergeschäfts für die rechtssichere Anwendung der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) und sehen darin eine Chance für Innovation und Effizienzsteigerung im Kapitalmarkt.

Wir plädieren für eine ausgewogene Regulierung, die Anlegerschutz, Marktintegrität, Finanzstabilität sowie Transparenz gewährleistet, während sie zugleich Raum für die Ausschöpfung des der DLT zugesprochenen Potenzials lässt.

Wir begrüßen die im Zukunftsfinanzierungsgesetz vorgesehene Einführung von digitalen Aktien und die insolvenzrechtliche Absicherung von Kunden des Kryptoverwahrers, die die Rechtssicherheit in diesem Marktsegment erheblich steigern kann.

Wir fordern weitere gesetzgeberische Initiativen zur Klärung der mit dem Erwerb und der Übertragung von Kryptowerten einhergehenden zivilrechtlichen Fragen.

Über VÖB Digital

Die Digitalisierung verändert das Bankgeschäft tiefgreifend und stellt Banken vor enorme Herausforderungen, denen es aktiv zu begegnen gilt. Diesen Transformationsprozess wollen wir mit unserem Newsletter VÖB Digital beleuchten – aber auch aktiv mitgestalten. Mit VÖB Digital zeigen wir nicht nur Herausforderungen, sondern auch Chancen auf, suchen nach Lösungen und stellen Entwicklungsperspektiven dar.

Sie wollen VÖB Digital abonnieren?

Dann schreiben Sie bitte eine E-Mail an presse@voeb.de. Geben Sie einfach den Betreff „Anmeldung VÖB Digital“ an.

Alle VÖB-Newsletter können Sie zudem unter www.voeb.de/publikationen/newsletter bestellen und abbestellen.

IMPRESSUM

Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB
Lennéstraße 11, 10785 Berlin | Telefon: 030 8192-0
E-Mail: presse@voeb.de | Internet: www.voeb.de
Redaktion: Team Presse und Kommunikation,
Bereich Recht und Kapitalmarkt
Redaktionsschluss: 7. Juni 2023
Foto: shutterstock, whiteMocca
Registernummer im Transparenz-Register der EU: 0767788931-41