

BAI-Stellungnahme

Zur Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

VII B 5 - WK 6000/00083/002/002

COO.7005.100.2.10902941

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (**BAI**) befürwortet die umfassenden Bestrebungen der Bundesregierung, das Wertpapierrecht zu modernisieren und den Finanzplatz Deutschland weiter zu stärken. Das Zukunftsfinanzierungsgesetz und das Standortfördergesetz sind die richtigen ersten Schritte, um die Anwendung des eWpG zu erleichtern und den Anwendungsbereich zu erweitern.

Ein zukunftsorientierter Finanzmarkt mit attraktiven Anlagemöglichkeiten benötigt mehr denn je eine starke und innovative Fondsbranche. Der BAI bedankt sich daher für die Möglichkeit zur Stellungnahme, um das eWpG weiter an die Bedürfnisse der Branche anzupassen.

A) Haben Sie bzw. ggf. Ihre Mitglieder bereits Kryptowertpapiere begeben oder erworben? Wenn nein, was waren die Gründe hierfür? Wenn ja, was waren die Erfahrungen?

Unsere Mitglieder haben bereits sowohl Kryptowertpapiere erworben als auch begeben und berichten dabei von größtenteils positiven Erfahrungen. Mitglieder, die in Kryptowertpapiere investiert haben, berichten insbesondere von höheren Renditen sowie schnelleren Abwicklungen von Transaktionen. Während die Kosten der ersten Emissionen höher waren als die Kosten einer Globalurkunde bei Clearstream, gehen unsere Mitglieder jedoch davon aus, dass die Kosten für die Emission von Kryptowertpapieren deutlich sinken werden und elektronische Wertpapiere im Allgemeinen für viele Emittenten interessanter werden dürften. Gleichzeitig haben unsere Mitglieder jedoch auch festgestellt, dass es immer wieder Unsicherheiten im Zusammenspiel von technologischen und regulatorischen Themen gibt wie beispielsweise bei der Abgrenzung und Kompetenzverteilung zwischen Kryptoverwahrern und Verwahrstellen unter dem KAGB: Diese Rollen greifen technisch ineinander, während sie regulatorisch jedoch getrennt behandelt werden. Oftmals ist dabei aber nicht ganz klar, wo die Trennung zu vollziehen ist, da die technischen Übergänge nahtlos sind.

Im Allgemeinen gehen unsere Mitglieder davon aus, dass Kryptowertpapiere der neue Standard sein und die klassische Globalurkunde ablösen werden. In vielen Häusern wurde sich bereits mit dem Thema intensiv auseinandergesetzt und insbesondere die Anbindung vieler Depotstellen an Partner mit Wallet-Strukturen

bzw. die Schaffung eigener Wallet-Strukturen vereinfacht den Zugang zu Kryptowertpapieren für interessierte Emittenten.

B) Wie beurteilen Sie Effizienz und Praktikabilität der Regelungen zur Begebung von Zentralregisterwertpapieren und Kryptowertpapieren?

Wir sind der Ansicht, dass das eWpG grundsätzlich zu einer hohen Effizienzsteigerung führen kann. Insbesondere ein perspektivisches Settlement von T+0 bzw. T+1, was durch die Nutzung von Blockchain-Technologie möglich ist, wird unserer Ansicht nach eine deutliche Effizienzsteigerung mit sich bringen.

Wir vernehmen allerdings aus dem Markt, dass die aktuellen Regelungen als sehr komplex wahrgenommen werden – insbesondere bei der Begebung von Kryptowertpapieren. Zudem erscheint die Parallelität der Tatbestände von qualifizierter Kryptoverwahrung und Kryptowertpapierregisterführung, die nach dem KWG beide erlaubnispflichtig sind, als potenziell zu komplex.

Die Verwebung von technologischen und regulatorischen Themen stellt dabei besonders neu in den Markt eintretende Teilnehmer vor Herausforderungen. Besonders die Kryptowertpapierregisterführung bringt hohe regulatorische Anforderungen und gleichzeitig einige Haftungsrisiken mit sich, da der Registerführer aufgrund der Vorgaben des Gesetzes als Gatekeeper in jede Transaktion eingebunden werden muss. Diese zwingende Einbindung widerspricht dem Grundprinzip der Blockchain-Technologie, die auf Transaktionen ohne Intermediäre (Peer-to-Peer) ausgelegt ist. Zudem verhindert das konstitutive Eintragungserfordernis aus § 24 eWpG praktisch eine Echtzeit-Abwicklung von Transaktionen (Atomic Settlement).

Weiterhin sind Kryptowertpapiere derzeit nur dann zentralbankfähig, wenn sie bei einem Zentralverwahrer (Central Securities Depository – CSD) eingeliefert wurden. Dies schließt DLT-basierte Wertpapiere faktisch aus und sorgt für deren lediglich begrenzte Handelbarkeit außerhalb des DLT Pilot Regimes. Weiterhin können DLT-basierte Wertpapiere aufgrund dieser mangelnden Einlieferbarkeit nicht als Sicherheiten hinterlegt werden (Collateral Eligibility), was den ursprünglichen Ansatz der Technologieneutralität im Zusammenhang mit elektronischen Wertpapieren konterkariert.

C) Wie schätzen Sie den gesetzlichen Anwendungsbereich ein? Sehen Sie die Erweiterung um Aktien positiv? Halten Sie die Einbeziehung von weiteren Assetklassen für wünschenswert?

Die Erweiterung des gesetzlichen Anwendungsbereichs um Namensaktien bewerten wir als ersten positiven Schritt, da so die Vielfalt von Investitionsmöglichkeiten größer und der Kapitalmarkt flexibler geworden ist. Anlegern bietet sich dadurch eine vielfältige Landschaft von Investitionsmöglichkeiten und damit die Möglichkeit, privates Kapital möglichst gewinnbringend anzulegen. Dies ist im Rahmen der europäischen Savings & Investment Union zu begrüßen. Allerdings sehen wir die Einbeziehung von Inhaberaktien als zwingend erforderlich an, um die Effizienz von DLT-basierten Markt-Infrastrukturen nutzbar zu machen.

Darüber hinaus sprechen wir uns für eine Einbeziehung weiterer Assetklassen wie Anleihen oder Fondsanteile aus, um die Möglichkeiten für Emittenten und Anleger zu erweitern. Damit würde nicht nur ein weiterer Schritt zur Etablierung der Bundesrepublik Deutschland als ein Digitalisierungs- und FinTech-Standort gemacht; gleichzeitig würde dadurch vor allem auch die Rolle Deutschlands als Fondsstandort gestärkt. Auch die Erweiterung um Vermögensanlagen nach dem VermAnlG sowie halten wir für sinnvoll und begrüßenswert.

Daneben unterstützen wir eine Klarstellung der Definition des Begriffs des Kryptowertpapiers im KAGB. Diese wurde aus dem FinmadiG fehlerhaft übernommen, weshalb die Definition im KAGB mit der Definition in Titel 3 der MiCAR zwar vom Wortlaut übereinstimmt, jedoch entgegen der Logik der MiCAR DLT-basiert emittierte „traditionelle“ Finanzinstrumente nicht ausnimmt. Uns ist bekannt, dass diesbezüglich bereits eine Taskforce mit der BaFin und dem BMF gegründet wurde, welche eine Modifizierung des KAGB anstrebt. Diese Bestrebungen unterstützen wir ausdrücklich.

D) Wie bewerten Sie Rechtssicherheit und Verständlichkeit der gesetzlichen Regelungen?

Zwar schafft die in § 2 Abs. 3 eWpG normierte Sachfiktion einen Anknüpfungspunkt an zivilrechtliche Grundsätze, allerdings ist die Trennung zwischen der schuldrechtlichen und der sachenrechtlichen Ebene, die insbesondere bei Übertragungen von Wertpapieren relevant wird, den meisten ausländischen Rechtsordnungen fremd. Dies führt dazu, dass Deutschland im internationalen Rechts- und Kapitalmarktverkehr benachteiligt wird.

Um zudem eine bessere Verständlichkeit und Kohärenz mit europäischen Regelungen im Hinblick auf die Definition des Kryptowertpapierregisters i. S. d. § 16 Abs. 1 eWpG zu gewährleisten, empfehlen wir die Bezugnahme auf die technischen Begriffsbestimmungen aus dem DLT Pilot Regime. So ließe sich eine einheitliche Definition etablieren, was Verständlichkeit und Akzeptanz bei den Marktteilnehmern verbessern würde.

Außerdem ergeben sich im Zusammenhang mit Eigenkapitalanforderungen nach der Basel-III-VO diverse Unsicherheiten: So ist bislang nicht sicher, welche Folgen ein Wechsel des Kryptowertpapierregisters bzw. der verwendeten Blockchain während der Emission von Kryptowertpapieren auf die Eigenkapitalanforderungen hat. Auch die Auswirkungen auf die steuerliche und buchhalterische Behandlung dessen ist nicht abschließend geregelt. Hier ist unserer Ansicht nach Klarheit zu schaffen – dies würde dem Markt signifikant helfen.

Weiterhin ist die Abwicklung von Kryptowertpapieren derzeit nicht regulatorisch sauber möglich – die Regelungen der MiCAR lassen sich nicht nahtlos anwenden. Dies stellt bereits für Banken mit Vollerlaubnis und entsprechenden Strukturen eine Herausforderung dar; für CASPs sind diese Herausforderungen ungleich höher.

Schließlich sehen wir die verschuldensunabhängige Haftung des Registerführers für die Richtigkeit des Registers als unverhältnismäßig an. Insbesondere in offenen DLT-Systemen sind die tatsächlichen Möglichkeiten des Registerführers, die Inhalte des Registers durchgehend zu kontrollieren, stark eingeschränkt. Wir sprechen uns daher für eine Haftungsbeschränkung auf die technische Integrität des Systems und der jeweiligen Schnittstellen aus.

E) Sehen Sie über den o.g. bereits erfolgten Bürokratieabbau Potenzial für weiteren Bürokratieabbau?

Wir begrüßen den bereits durch das Standortfördergesetz eingeführten Bürokratieabbau durch Streichung der Veröffentlichungspflichten im Bundesanzeiger und der BaFin-Liste. Dies reduziert den Reporting-Aufwand drastisch. Dennoch könnten die weiterhin bestehenden Melde- und Anzeigepflichten im Einklang mit dem Bürokratieentlastungsgesetz zur Reduzierung administrativer Anforderungen für kleinere Institute gesenkt werden.

Zudem sehen wir Potential zum weiteren Bürokratieabbau in der Standardisierung von rechtlichen Dokumenten, um den administrativen Aufwand weiter zu reduzieren. Insbesondere eine vereinheitlichte und maschinenlesbare Fassung von (geänderten) Emissionsbedingungen bei der Niederlegung nach § 5 eWpG könnte Vorgänge signifikant vereinfachen.

- F) Wie bewerten Sie den Schutz der Anleger im Vergleich zu Anlagen in traditionelle Wertpapiere? Ist aus Ihrer Sicht in Bezug auf Anlegerschutz und Marktintegrität das bisherige Schutzniveau mindestens erhalten worden?

Die Nachvollziehbarkeit von Transaktionen auf der Blockchain stellt aus unserer Sicht einen großen Pluspunkt für den Anlegerschutz in Deutschland dar. Zudem stärkt die Registertransparenz die Marktintegrität. Insbesondere bei Kryptowertpapierregistern lässt sich jede Transaktion auf der Blockchain nachvollziehen, was sowohl Anleger schützt als auch durch die Nachvollziehbarkeit das Vertrauen in elektronische Wertpapiere stärkt. Auch der in § 26 eWpG manifestierte Gutgläubensschutz stellt einen wesentlichen Punkt für die Gewährleistung des Anlegerschutzes dar. Zudem sorgt die BaFin beispielsweise durch ihre Rundschreiben für weitere Klarheit.

- G) Wie beurteilen Sie die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Regulierung im Vergleich zu Regelungsregimen anderer Länder?

Deutschland hat einen modernen Rechtsrahmen geschaffen und steht damit gegenüber anderen Jurisdiktionen deutlich besser da, was grundsätzlich positiv zu bewerten ist. Am deutschen Markt besteht der Erfahrung unserer Mitglieder nach internationales Interesse.

Allerdings sind insbesondere die Schweiz und Luxemburg im Bereich der Regulierung von Kryptowerten auf dem Vormarsch und zeigen sich besonders technologieoffen und flexibel: Die Schweiz verfolgt einen puristischen Ansatz und setzt auf vollständig dezentrale Übertragungsmechanismen ohne zentrale Registerführer, was eine Peer-to-Peer-Übertragung von Kryptowerten sowie Atomic Settlement ermöglicht. Luxemburg ist ähnlich innovativ und erlaubt die Nutzung von DLT für Emission und Verwahrung von Wertpapieren mit deutlich flexiblerer Registerführung, wobei die Effizienz der Blockchain-Technologie gewahrt wird. Auch in den USA zeigt sich die Regulierung technologiefreundlich. Mit dem GENIUS Act und weiteren Regelungen der SEC und der CFTC hat die Regierung einen sicheren Rechtsrahmen für tokenisierte Wertpapiere und Stablecoins geschaffen, ohne in die Überregulierung zu geraten.

Wir sind der Ansicht, dass die konstitutive Eintragung durch einen Registerführer durch eine Eintragung durch Smart Contracts ersetzt werden könnte, um die Fungibilität zu erhöhen und die Vorteile der Blockchain-Technologie im vollen

Ausmaß nutzen zu können. Dabei sollten Technologieneutralität und Proportionalität im Vordergrund stehen.

H) Wie beurteilen Sie eine mögliche EU-Harmonisierung der Regelungen zur Begebung elektronischer Wertpapiere? Welches Regelungskonzept sollte bei einer möglichen Harmonisierung verfolgt werden, halten Sie z.B. statt einer Harmonisierung des jeweiligen nationalen Kryptowertpapierrechts einen zusätzlichen (vom Emittenten statt des nationalen Rechts wählbaren) supranationalen Rechtsrahmen („28. Regime“) für vorzugswürdig?

Wir halten eine Harmonisierung der Regelungen zur Begebung elektronischer Wertpapiere für essenziell zur Schaffung einer tatsächlichen Kapitalmarktunion und damit zu einem europäischen barrierefreien Binnenmarkt. Die derzeitige regulatorische Fragmentierung durch nationale Einzelregelungen bedeutet für Emittenten besonders bei grenzüberschreitenden Sachverhalten hohen Aufwand in der Umsetzung. Diese Überlegungen sind nicht neu, sondern viel mehr ein altbekanntes Problem: Bereits in den 2000er Jahren gab es Überlegungen zur Harmonisierung des materiellen Wertpapierrechts¹. Auch im Rahmen der Kapitalmarktunion wird dieser Gedanke weiterhin verfolgt.

Eine Vollharmonisierung der nationalen Kryptowertpapierregime mittels einer entsprechenden EU-Verordnung halten wir für erstrebenswert. Unserer Ansicht nach stellt dies die beste Lösung dar, um nationales Gold Plating zu verhindern und einen rechtssicheren, einheitlichen Rahmen für Kryptowertpapiere in der Europäischen Union zu schaffen. Eine solche Vollharmonisierung bedingt jedoch, deutsche Eigenheiten (insbesondere das Sachenrecht) mitzudenken bzw. anzupassen, was ein Umdenken im Hinblick auf die dogmatische Einordnung des (Krypto-)Wertpapierrechts bedingen würde.

Vor diesem Hintergrund halten wir eine Harmonisierung durch Einführung eines „28. Regime“ mittels einer entsprechenden EU-Verordnung für die praktikabelste Lösung. Diesen zusätzlich vom Emittenten wählbaren supranationalen Rechtsrahmen sehen wir als einen Lösungsansatz für mehr Flexibilität an, geben jedoch zu bedenken, dass dadurch kein erhöhter Grad an Komplexität geschaffen werden darf.

¹ [Antworten auf die zweite Konsultation zur Harmonisierung des Wertpapierrechts von 2011](#), zuletzt abgerufen am 12.03.2026.

Aus unserer Sicht ist für den Erfolg einer möglichen Harmonisierung entscheidend, dass neben dem Aufsichtsrecht auch das Zivilrecht (insbesondere Eigentums- und Übertragungsfragen) und die technischen Mechanismen mitgedacht werden.

Zudem sind wir der Ansicht, dass bei der gesetzgeberischen Ausgestaltung einer solchen Harmonisierung stets ein „Ineinandergreifen“ mit den Vorschriften des DLT Pilot Regimes anzuvisieren ist. Erst das rechtssicher ausgestaltete Zusammenspiel eines europaweit harmonisierten Primär- und Sekundärmarktes für Kryptowertpapiere bzw. DLT-Finanzinstrumente ermöglicht aus unserer Sicht die volle Entfaltung der Technologie, schafft die gewünschten Synergien und gewährleistet eine hinreichende Liquidität.

Bonn, 13. März 2026

Kontakt:

Frank Dornseifer, Rechtsanwalt

- Geschäftsführer -

dornseifer@bvai.de

Tel.: +49 (0)228-96987-50

Anna de Waele, LL.B., Rechtsanwältin

- Referentin Recht & Policy -

de.waele@bvai.de

Tel: +49 (0)228-96987-32

Sina Nennstiel, LL.B., Mag. iur.

- Referentin Recht & Policy -

nennstiel@bvai.de

Tel.: +49 (0)228-96987-13

Bundesverband Alternative Investments e.V

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

www.bvai.de

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland. Unsere derzeit rund 300 in- und ausländischen Mitgliedsunternehmen rekrutieren sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts. Der Verband versteht sich als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investments-Produkten weltweit. Er setzt sich dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können. Der BAI fördert den Bekanntheitsgrad sowie das Verständnis für alternative Anlagen in der Öffentlichkeit und setzt sich für die wissenschaftliche Forschung ein. Er führt den Dialog mit den politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden und pflegt den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Der Verband verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen