

# Elektronische Wertpapiere und Digital Assets

## Regulatorische Initiativen in Deutschland und der EU

Sowohl die Bundesregierung als auch die europäische Kommission verfolgen Strategien zur **Digitalisierung des Finanzwesens**. Ein entsprechender regulatorischer Rahmen wird im Wesentlichen auf nationaler Ebene durch den Regierungsentwurf zum elektronischen Wertpapiergesetz (**eWpG**) und auf europäischer Ebene durch den Entwurf zur Regulierung von Krypto-Asset-Märkten (**MiCA**; Markets in Crypto-Assets) geschaffen. Daneben existieren noch andere regulatorische Projekte wie DORA (Digital Operational Resilience Act) und eine Pilotregelung auf EU-Ebene als Teil des 2020 beschlossenen **Digital Finance Package**.

**Elektronische Wertpapiere** sind Wertpapiere, die nicht entsprechend des Wertpapierbegriffs deutscher Rechtsnormen durch eine Urkunde verbrieft sind, sondern nur in digitaler Form. Da die Urkunden in der Praxis bei Zentralverwahrern eingelagert sind und digital repräsentiert werden, findet der Handel faktisch bereits entmaterialisiert statt.

**Krypto-Assets** oder "Kryptowerte" können gemäß § 1 XI 1 S. 3 KWG als die digitale Repräsentation von Werten oder Rechten definiert werden, die elektronisch übertragen und verwahrt werden können. Dies geschieht unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie, beispielsweise in Form der Blockchain basierten „Tokenisierung“ von Assets, die also keinen währungsgleichen Status haben und entsprechend auch nicht von einer Zentralbank garantiert sind.

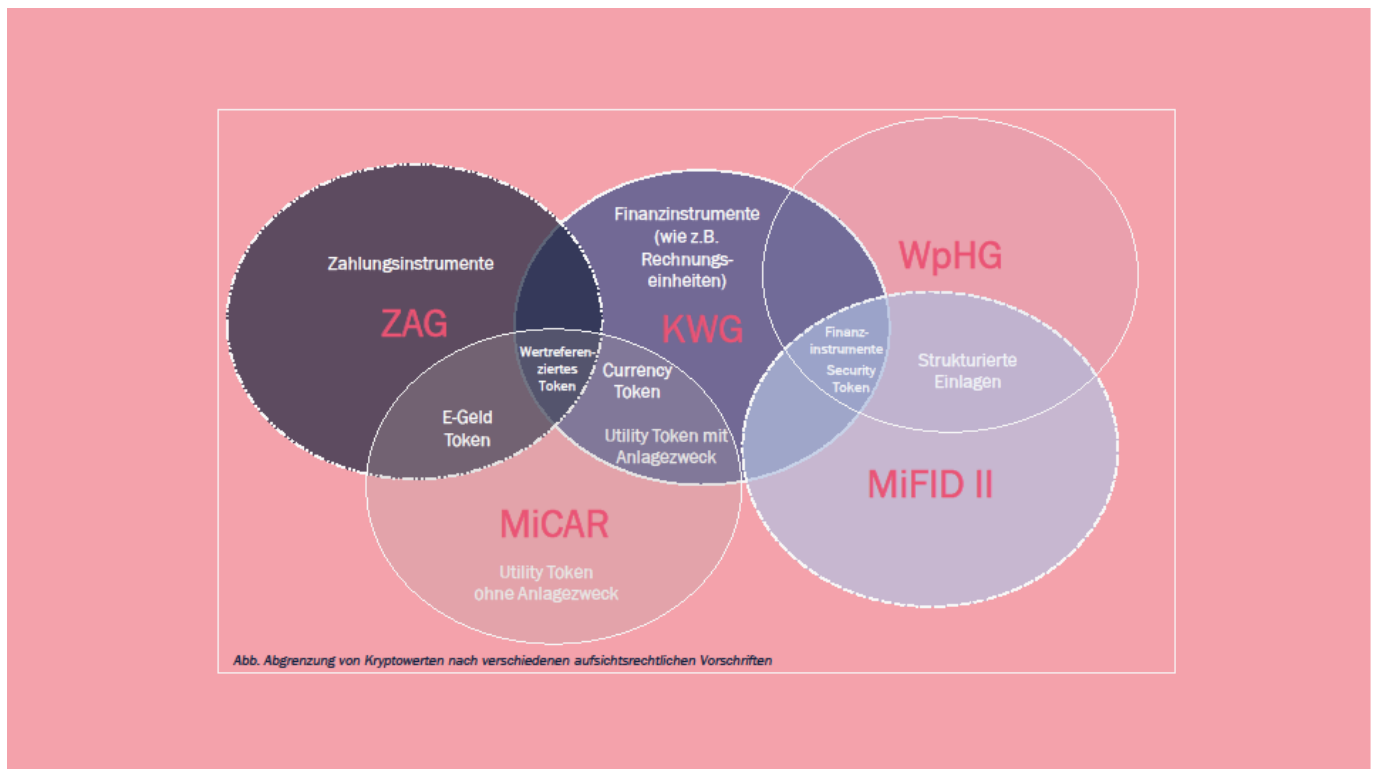
Genutzt werden Krypto-Assets mit beiderseitigem Einverständnis der Parteien als Tauschmittel, werden häufig aber auch als Anlagemöglichkeit wahrgenommen, wobei die Übertragung stets in **elektronischer Form** geschieht. Vorteile sind die erhöhte Fungibilität, Zeitersparnis und deutlich geringere Transaktionskosten.

Besonders relevant im Bereich der Krypto-Assets sind die sogenannten Token. Diese (elektronischen) Wertrechte lassen sich grob in drei Arten einteilen, nämlich Asset-Referenced Token, E-Money Token und sonstige Krypto-Assets (Catch-All Kategorie).

Als **Asset-Referenced Token** gelten Krypto-Assets, die an andere Werte wie Rohstoffe oder Fiatgeld gekoppelt sind und dadurch besonders wertstabil sein wollen. **E-Money Token** werden schwerpunktmäßig als Zahlungs- und Tauschmittel verwendet. Um ihren Wert stabil zu halten beziehen sie sich auf Fiatgeld. Die **Catch-All Kategorie** umfasst alle anderen Token, die keiner der anderen beiden Kategorien unterfallen. Dazu zählen zum Beispiel algorithmische Stablecoins.

Mit **Token** kann also bezahlt werden, sie können mit eigen- bzw. fremdkapitalähnlicher Funktion ausgestattet sein und somit Wertpapieren ähneln, da sie oft auch zur Unternehmensfinanzierung genutzt werden, oder es wird ein Recht auf Nutzung oder Gebrauch von Waren oder Dienstleistungen statuiert.

Je nach **Regulierungsrahmen** bestehen durchaus Überschneidungen zwischen den einzelnen Regelungen. So können gewisse Token per Definition mehr als nur einer Regulierung unterfallen, was auf den unterschiedlichen **Zweck** der Token zurückzuführen ist, aus dem sich die Klassifizierung ergibt.



Quelle: [https://paytechlaw.com/wp-content/uploads/MiCAR-Info-Chart\\_PayTechLaw\\_Annerton.pdf](https://paytechlaw.com/wp-content/uploads/MiCAR-Info-Chart_PayTechLaw_Annerton.pdf)

Bisher richtet sich die rechtliche Behandlung von Krypto-Assets in Deutschland zu großen Teilen nach der **Verwaltungspraxis der Finanzaufsichtsbehörde BaFin**. Nach ihrer Auffassung ergibt sich eine differenzierte aufsichtsrechtliche Behandlung von Token je nach Einzelfall und den entsprechenden gesetzlichen Tatbeständen.

Ob Token gesetzlich als **Kryptowerte** angesehen werden können, richtet sich nach Art der Token. So gelten Token, dessen Zweckbestimmung im Bezahlen liegt (**Payment Token**), als Rechnungseinheiten gem. § 1 XI 1 Nr. 7 KWG und Token, die primär als Investment dienen (**Investment Token**), ebenfalls als Kryptowert gem. § 1 XI 1 Nrn. 2, 3, 5 KWG, sofern sie nicht schon als Schuldtitel, Vermögensanlage oder Investment einzustufen sind. Bei Token, die ein Recht auf Nutzung oder Gebrauch von Waren oder Dienstleistungen einräumen (**Utility Token**), ist die Behandlung noch unklar, wenngleich es nicht unwahrscheinlich ist, sie auch als Kryptowert einzustufen, sofern sie Anlagezwecken dienen.

Weiterhin ist noch nicht abschließend geklärt, ob Token **Wertpapiere** gem. Art. 4 I Nr. 44 RL (EU) 2014/65 (MiFID II) sind, wonach sich entscheidet, ob Krypto-Token prospektpflichtig sind. Investment-Token sind eher Wertpapiere, Currency- und Utility-Token wohl eher nicht, wenn man die Wertpapiervoraussetzungen der EU-ProspektVO zugrunde legt.

### Digital Finance Package

Die Europäische Kommission möchte mit ihrem Digital Finance Package einen wettbewerbsfähigen europäischen Finanzsektor schaffen, der gleichzeitig Verbraucherschutz und Währungsstabilität gewährleistet, wobei **Krypto-Assets** im Vordergrund stehen.

Entsprechende **Legislativvorschläge** sind neben der MiCAR-Verordnung eine DLT-Pilotregelung und DORA. Mit dem Legislativvorschläge zur Betriebsstabilität digitaler Systeme **DORA** (Digital Operational Resilience Act) sollen Unternehmen besser Störungen und Bedrohungen im Zusammenhang mit Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) vorbeugen können. Daneben stellt die **Pilotregelung** (Verordnung über auf der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) basierende Marktinfrastrukturen) einen Versuch dar, mittels dessen probenhalber Finanztransaktionen mit Krypto-Assets ausgeführt werden, indem temporäre Ausnahmen von Vorschriften gemacht werden, um Distributed-Ledger-Technologien zu erproben und die Ergebnisse in die Ausgestaltung des regulatorischen Rahmens mit einfließen zu lassen.

Diese Legislativvorschläge regulieren Krypto-Assets zwar nicht unmittelbar, aber sie haben unmittelbare Wirkung auf Finanzdienstleister.

Ausführliche Informationen und weitergehende Details zum Digital Finance Package bietet das **Q&A** der europäischen Kommission ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda\\_20\\_1685](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda_20_1685)).

### Die MiCAR-Verordnung

Die MiCAR-Verordnung soll einen **EU-weit einheitlichen Regelungsrahmen für Krypto-Assets** bilden, die nicht Finanzinstrumente sind. Somit sind beispielsweise E-Money, (strukturierte) Einlagen oder Verbriefungen explizit vom Regelungsbereich **ausgenommen** und unterfallen weiterhin anderen Regelungen. Die MiCAR-Verordnung wird das deutsche Recht überlagern.

#### **Zulassung von Token**

MiCA stellt für eine notwendige Lizenzierung unterschiedliche **Anforderungen** je nach Art des Token. So muss der Emittent von **Asset-Referenced Token** eine Rechtsperson in der EU sein und gewisse Mindestkapitalanforderungen erfüllen. Eine Lizenzierung kann jedoch entfallen, wenn eine Kreditinstitution bereits der Capital Requirements Directive (CRD) unterfällt oder es sich um kleine Angebote (bis zu € 5Mio. in 12 Monaten) handelt oder um Angebote ausschließlich für qualifizierte Investoren.

Ähnliches gilt auch für das Emittieren von **E-Money Token**, wobei hier zusätzlich ein Whitepaper eingereicht und veröffentlicht werden muss.

Das Whitepaper muss ähnlich einem Prospekt u.a. eine Beschreibung des Emittenten und des angebotenen Token liefern sowie die damit verbundenen Rechte und Pflichten. Zusätzlich dazu werden je nach Art des zu begebenen Token noch zusätzliche Informationen verlangt.

Für die Ausgabe **sonstiger Krypto-Assets** sind die Vorgaben deutlich niedriger, so müssen die entsprechenden Herausgeber beispielsweise nicht zwangsweise (auch) in der EU ansässig sein.

Umgekehrt werden an "signifikante" anlagebezogene Token und "signifikante" E-Money Token strengere Anforderungen z.B. in Form von höheren Mindestkapitalanforderungen gestellt und sie unterliegen gesteigerter Aufsicht. Über das Vorliegen von "**Signifikanz**" entscheidet die European Banking Authority (EBA).

### **Regulierung von Krypto-Asset-Dienstleistern**

Für **Krypto-Asset-Dienstleister** in Europa schreibt MiCA den Besitz einer Lizenz vor. Um diese zu erhalten, muss der Dienstleister regelmäßig beispielsweise einen eingetragenen Sitz in einem EU-Mitgliedstaat haben und gewisse **Kriterien** erfüllen wie Mindestkapitalanforderungen und ein faires und professionelles Geschäftsgebaren aufweisen.

### **Wirkungen von MiCA**

Die Regelung des **EU-Passporting** ist eine der größten Errungenschaften von MiCA. Es sieht vor, dass die Lizenz, die in einem beliebigen Mitgliedstaat ausgestellt wurde, in allen anderen Mitgliedstaaten anerkannt wird. Für den Handel in anderen Mitgliedstaaten gibt es also keine weiteren Lizenzanforderungen. Selbiges gilt für in einem Mitgliedstaat genehmigte Whitepaper. Krypto-Asset Dienstleister aus Nicht-EU-Staaten hingegen werden nach denselben Regeln behandelt wie Finanzdienstleister nach den entsprechenden Vorschriften.

MiCA konstituiert darüber hinaus **Marktmisbrauchsregeln**, die ähnlich den Regeln für Finanzdienstleistungen sind, indem beispielsweise die Offenlegung von Insiderinformationen und das Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation festgeschrieben sind.

### **Regierungsentwurf zum Elektronischen Wertpapiergesetz**

Neben dem seit 2020 geregelten Kryptoverwahrgeschäft stellt der Regierungsentwurf zum **elektronischen Wertpapiergesetz** auf nationaler Ebene einen wesentlichen Vorstoß in Richtung des digitalen Wertpapiers und Handels dar.

Der Entwurf findet zunächst auf **Inhaberschuldverschreibungen** Anwendung, welche zukünftig auch ohne Urkunde durch Eintragung in ein Wertpapierregister begeben werden können sollen. Durch eine geplante Änderung des KAGB sollen überdies auch **Anteilscheine für Sondervermögen** elektronisch begeben werden können. Dabei bleibt dem Emittenten jeweils die Möglichkeit gewahrt, das Wertpapier trotzdem in gewohnter Papierform zu begeben. Bereits emittierte Wertpapiere können bei Bedarf nachträglich in die digitale Form übertragen werden. Diese **Wahlfreiheit** verdeutlicht, dass das Wertpapier auch in naher Zukunft nicht gänzlich entmaterialisiert sein wird. Um entsprechende Entwicklungen aber zu beschleunigen, setzt sich der BAI für eine Erweiterung um über die Blockchain begebene Fondsanteile ein. Damit dies eingeführt werden kann, müssen aber noch technische Details bedacht werden, wie beispielsweise das Ermöglichen der Umsetzung der unlängst eingefügten Liquiditätsmanagementtools.

### **Sacheigenschaft elektronischer Wertpapiere**

Gemäß § 2 II eWpG-E wird elektronischen Wertpapieren eine **Sacheigenschaft** gemäß § 90 BGB per gesetzlicher Definition zugesprochen, obwohl es sich bei diesen Wertpapieren explizit nicht um körperliche Gegenstände, sondern Zustände handelt. Durch diese **Fiktion** können elektronische Wertpapiere - wie sämtliche Sachen und Wertpapiere bisher auch - durch Einigung und Ein- bzw. Umtragung übertragen werden, im Zweifel sogar gutgläubig.

Dementsprechend ist auch eine **Eigentumsvermutung** zugunsten des Inhabers für die Dauer seiner Eintragung als Inhaber vorgesehen. Durch diese Regelung löst der Gesetzgeber viele zivilrechtliche Fragen im Sinne des Sachenrechts, um den Anlegerschutz sicherzustellen und Anwendungssicherheit zu gewährleisten.

### Register

Auch elektronische Wertpapiere müssen - wie alle anderen Wertpapiere auch - in ein entsprechendes **Register** eingetragen werden. Laut dem Referentenentwurf sollen für die Wertpapieremission sowohl Einzel- als auch Sammeleintragungen möglich sein.

Aus Gründen der Technologieneutralität sind neben von zugelassenen Zentralverwahrern betriebenen zentrale Register auch **Kryptowertpapierregister** geplant, die "auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem" wie beispielsweise einer **Blockchain** geführt werden können. In diesem Fall unterliegt das Register jedoch erweiterten **Pflichten**: Zwar müssen für beide Register die Emissionsbedingungen (Inhalt des Rechts einschließlich der Nebenbestimmungen) bei der registerführenden Stelle hinterlegt werden, jedoch muss das Kryptowertpapierregister weiterreichende Angaben enthalten: zusätzlich zu den allgemeinen Angaben die genaue Kennzeichnung und Kennnummer, den Hinweis auf Einzel- oder Sammeleintragung, die Verfügungshindernisse und Rechte Dritter. Für die Einsicht ins Register bedarf es eines berechtigten Interesses, für jene in die Daten des Berechtigten ein besonderes berechtigtes Interesse, was im Endeffekt besonders die Aufsicht und andere Behörden betreffen dürfte.

Für beide Registerarten gilt, dass **Änderungen** an den Registereinträgen von der registerführenden Stelle nur bei Vorliegen bestimmter gesetzlicher Tatbestände vorgenommen werden dürfen. Registerführende Stelle eines zentralen Registers ist ein entsprechend zugelassener Zentralverwahrer und eines Kryptowertpapierregisters der Emittent selbst, wenn er nicht einen anderen als registerführende Stelle benennt. Änderungen in den Registern sind zu dokumentieren. Verbraucher müssen einmal im Jahr einen Registerauszug in Textform erhalten. Eintragungen und Änderungen an Kryptoverwahrregistern sind der Aufsichtsbehörde zu melden und zusätzlich im Bundesanzeiger zu veröffentlichen.

### Sonstige Bestimmungen

Neben Sonderregelungen zum BGB enthält der Regierungsentwurf auch Bußgeldvorschriften. Zusätzlich sollen mit dem Gesetz entsprechende Anpassungen an anderen Gesetzen vorgenommen werden, nämlich der Börsenzulassungs-Verordnung, dem Wertpapierprospektgesetz, dem Depotgesetz, dem Schuldverschreibungsgesetz, dem Kreditwesengesetz, der Prüfungsberichtsverordnung, dem Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz, der Gebührenverordnung zum Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz, dem Kapitalanlagegesetzbuch und dem Pfandbriefgesetz.

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)  
ist die assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für  
Alternative Investments  
in Deutschland.

Dezember 2020