

# Stellungnahme

## zur Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

### A. Einleitung

Der Verband Internationaler Banken in Deutschland e. V. (VIB) begrüßt die Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG). Die Überprüfung der praktischen Anwendung des Gesetzes bietet die wichtige Gelegenheit, die bisherigen Erfahrungen der Marktteilnehmer systematisch zu berücksichtigen und zu bewerten, inwieweit die bestehenden Regelungen ihre Zielsetzungen erreichen.

Seit dem Inkrafttreten des eWpG hat sich gezeigt, dass elektronische Wertpapiere grundsätzlich einen wichtigen Beitrag zur Digitalisierung der Kapitalmärkte leisten können. Gleichzeitig haben sich in der praktischen Anwendung einzelne strukturelle und regulatorische Fragen ergeben, die für die weitere Entwicklung dieses Marktsegments von Bedeutung sind. Dies betrifft insbesondere das Zusammenspiel mit bestehenden europäischen Regelwerken, die praktische Ausgestaltung von Infrastrukturen sowie die tatsächliche Nutzung der verschiedenen Ausgestaltungsformen elektronischer Wertpapiere.

Vor diesem Hintergrund beschränken wir uns im Folgenden auf die aus Sicht unserer Mitgliedsinstitute besonders relevanten Aspekte, die sich aus den bisherigen praktischen Erfahrungen mit dem eWpG ergeben haben.

## B. Fragen

### Frage 1

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

- Der Verband Internationaler Banken in Deutschland (VIB) be gibt selbst keine Wertpapiere und erwirbt auch keine.
- Unsere Mitglieder begeben noch keine Kryptowertpapiere, beschäftigen sich aber projekthaft mit der baldigen Umsetzung. Eine Schwierigkeit liegt im Zusammenspiel des eWpG und der CSD-Regulierung, das im DLT-Pilot-Regime (DLTPR) nicht hinreichend geregelt ist.
- Artikel 3 der CSDR verhindert derzeit die Zulassung und den Handel von tokenisierten Wertpapieren auf Basis der Distributed-Ledger-Technologie („DLT“) an MTFs, da diese Instrumente nicht in Form von Buchungen bei einer zentralen Wertpapierverwahrstelle registriert werden können.
- Es gibt unserer Wahrnehmung nach nur wenige Kryptowertpapierregisterführer – die BaFin vergibt kaum Lizenzen, da die Eintrittsbarrieren zu hoch sind.
- Unsere Mitglieder begeben allerdings Zentralregisterwertpapiere über die Clearstream D7 Plattform.

### Frage 2

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

Das eWpG trat zwar 2021 in Kraft, die vom Zentralverwahrer CBF zur Verfügung gestellte Plattform D7 ist jedoch erst seit etwa einem Jahr nahezu vollumfänglich nutzbar. Es sind auch auf dieser bisher einzigen Plattform für elektronische Wertpapiere noch immer nicht alle Produkttypen verfügbar. So sind etwa einfache Produkte wie Tracker-Zertifikate nicht verfügbar.

In den Emissionshäusern in unserer Mitgliedschaft bedeutet die Begebung von Zentralregisterwertpapieren wenig Änderung in der technischen Anbindung an Clearstream als CSD. Die Einreichung von Globalurkunden wurde auch vorher schon aus Effizienz- und Praktikabilitätsgründen auf elektronischem Weg per Datenübertragung an die Clearstream übermittelt. Anders sieht dies bei der Umstellung für Emittenten aus, die bisher Wertpapiere in Papierform beim Zentralverwahrer eingereicht haben.

Bei der Begebung von Kryptowertpapieren sind die technischen Anforderungen eher unproblematisch. Es ist aber zu bemängeln, dass der Gesetzgeber die Börsenhandelsfähigkeit nicht vorgesehen hat. Dadurch sind die Kryptowertpapiere illiquide und ihr praktischer Nutzen gering.

Positiv ist zu bemerken, dass die Streichung der Verpflichtung, die Eintragung eines Kryptowertpapiers in ein Kryptowertpapierregister im Bundesanzeiger bekannt zu machen, eine deutliche Erleichterung für die Emittenten von Kryptowertpapieren darstellt.

Solange die Begebung von komplexen Wertpapieren nicht vom DLTPR umfasst ist, ist die praktische Relevanz des eWpG zur Begebung von Kryptowertpapieren sehr eingeschränkt.

### **Frage 3**

*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 Anwendungsbereichs um Einzelaktien war bereits mit Veröffentlichung der Ursprungsfassung des eWpG avisiert. Nach Klärung des Verhältnisses zwischen eWpG und einzelnen Bestimmungen des AktG für Namensaktien erfolgte die Einbeziehung von Aktien in den Anwendungsbereich des eWpG. Dies war folgerichtig und wird von uns befürwortet. In der Praxis ist dies jedoch von geringer Relevanz, da bei der Begebung von Aktien die Effizienz-Vorteile der elektronischen Begebung keine Rolle spielen. Eher kann es nachteilig sein, wenn ein Emittent von Aktien erst die technische Anbindung implementieren muss, bevor er auf diesem Weg Aktien begibt. Damit ist der Anreiz zur elektronischen Begebung für die in der Praxis sehr unregelmäßige Ausgabe von Aktien eher gering.

### **Frage 4**

*Wie bewerten Sie Rechtssicherheit und Verständlichkeit der gesetzlichen Regelungen?*

Die Rechtssicherheit und Verständlichkeit des eWpG sind grundsätzlich gegeben. Der Aufbau des Gesetzes ist jedoch komplex. Mehrere Regelungsbereiche aus Sachenrecht, Registerrecht und Depotrecht greifen ineinander und erzeugen Auslegungsspielräume. Die Zusammenfassung von zentralverwahrten elektronischen („klassischen“) Wertpapieren und Kryptowertpapieren ist eher unglücklich, da die Begrifflichkeiten nicht klar abgegrenzt sind und es so zu Missverständnissen kommt, die letztlich das Vertrauen in die zentralverwahrten elektronischen Wertpapiere beschädigen können.

Es wäre besser, wenn es, wie in anderen europäischen Ländern, eine klare gesetzliche Regelung zur Begebung von papierlosen elektronischen Wertpapieren in einer in sich geschlossenen gesetzlichen Regelung geben würde (Stichworte: „dematerialized form“; „Bucheffekten“).

### **Frage 5**

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

Eine deutliche Vereinfachung könnte erreicht werden durch Streichung des Kryptowertpapierregisterführers, der ja nur eine ähnliche Rolle wie ein CSD übernimmt. Das Ziel der

Regulierung, mit der Erlaubnispflicht für Kryptowertpapierregisterführer einer kleinen Gruppe von Krypto-Tech-Unternehmungen einen vereinfachten Zugang („sandbox“) zur Finanzwelt zu eröffnen, ist wohl gescheitert. Alternativ zur Streichung könnte auch über eine deutliche Vereinfachung der Zulassung als Kryptowertpapierregisterführer nachgedacht werden.

## Frage 6

*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?*

Hier ist zwischen zentralverwahrten elektronischen Wertpapieren und Kryptowertpapieren zu unterscheiden.

Bei zentralverwahrten elektronischen Wertpapieren gibt es keine Unterschiede im Schutzniveau gegenüber Wertpapieren in Papierform in Girosammelverwahrung. Für den Anleger ist es unerheblich, ob er in seinem elektronisch geführten Wertpapierdepot Miteigentumsanteile an einer Sammelurkunde in Papierform hält oder an einem rein elektronisch verbrieften Recht.

Im Bereich Kryptowertpapiere sind uns keine belastbaren Berichte bekannt, nach denen Anleger durch Mängel oder Versagen der Begebungsinfrastruktur von Kryptowertpapieren über dezentrale Register geschädigt worden wären. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass es bislang nur sehr wenige solche Wertpapiere gibt.

## Frage 7

*Wie beurteilen Sie die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Regulierung im Vergleich zu Regelungsregimen anderer Länder?*

Auch hier ist zwischen zentralverwahrten elektronischen Wertpapieren und Kryptowertpapieren zu unterscheiden.

Bei zentralverwahrten elektronischen Wertpapieren hat der deutsche Gesetzgeber nun mit anderen europäischen Ländern gleichgezogen. Vorteile im Wettbewerb ergeben sich erst, wenn die quasi-Monopolstellung des einzigen Zentralverwahrers durch Senkung der Eintrittsbarrieren für andere Marktteilnehmer als Mitbewerber gelockert werden würde.

Im Bereich Kryptowertpapiere hat die deutsche Regulierung mit dem Kryptowertpapierregisterführer eine große Hürde eingebaut. Dadurch ist die praktische Relevanz sehr eingeschränkt, es ergibt sich damit für Deutschland im internationalen Vergleich ein Wettbewerbsnachteil.

Insgesamt bietet Deutschland nach unserer Einschätzung eine verlässliche und rechtssichere Regulierung, liegt im EU-Vergleich bei der Wettbewerbsfähigkeit jedoch nicht im vorderen Bereich. Einheitliche EU-Standards und vor allem auch deren Anerkennung durch Gesetzgeber und Behörden

(Verzicht auf Goldplating) würden nationale Unterschiede aufheben und Europas Gesamtposition stärken.

## Frage 8

*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?*

Eine einheitliche europäische Regulierung für den gesamten grenzüberschreitenden Wertpapiermarkt würden wir begrüßen. Eine Wahlmöglichkeit zwischen nationalen Regelungen und einer zusätzlichen Regelung mit einem supranationalen Rechtsrahmen („28. Regime“) halten wir für unglücklich, da es so zu einer erhöhten Rechtsunsicherheit kommen würde. Das ist nicht im Interesse der Anleger und der Emittenten von Wertpapieren. Die MiFID ist das geeignete Regelwerk, zusammen mit dem Prospektrecht. Kommt es hier zu einer Harmonisierung, kann die nationale Gestaltung der Begebung elektronischer Wertpapiere unter Umständen sogar dahinstehen, ebenso wie im Bereich klassischer Wertpapiere. Der Prospekt würde hinreichend transparent machen, welches nationale Recht anwendbar ist.

\*\*\*\*\*