

# Stellungnahme der Börse Stuttgart

Die Börse Stuttgart begrüßt den Referentenentwurf zur „Einführung von elektronischen Wertpapieren“. Das Bundesschuldenwesengesetz für Inhaberschuldverschreibungen weiterzuentwickeln, ist ein erster Schritt hin zu elektronischen Wertpapieren. Der Schritt, Privatanlegern den Erwerb und Handel der neuen Produkte zu ermöglichen, ist eine wichtige und richtungsweisende Entscheidung. Privatanleger auszuschließen, wäre eine ungerechtfertigte Besserstellung institutioneller Investoren. Die neu eingeführte Rolle eines „Registerführers“ erfüllt eine wichtige Schnittstellenfunktion zwischen digitaler und realer Welt. Gleichzeitig sind aus Sicht der Börse Stuttgart aber Korrekturen und Präzisierungen unabdingbar: So muss die Sicherstellung eines liquiden börslichen Sekundärmarktes im Gesetz erheblich stärker in den Fokus gerückt werden. In seiner jetzigen Form befördert der Referentenentwurf den Graumarkt und konterkariert somit den Anlegerschutz. Gleichzeitig werden bestehende Monopolstrukturen gestärkt und innovative Technologien in ihrer Fortentwicklung gehemmt. Auch sollte die dematerialisierte Begebung nicht nur für Inhaberschuldverschreibungen, sondern auch für Aktien, Fondsanteile und andere Vermögenswerte zügig ermöglicht werden. Wir möchten unsere Stellungnahme nutzen, um die genannten Punkte aus unserer Sicht zu verdeutlichen.

## 1. Handelbarkeit auf liquiden börslichen Sekundärmarkten für elektronische Wertpapiere und Kryptowertpapiere sicherstellen

Klares Ziel des Referentenentwurfs ist die Förderung und Verbesserung der Finanzmärkte in der digitalen Welt, bei welcher „dem Anlegerschutz Rechnung getragen werden [soll]. Zugleich soll durch das Schaffen rechtssicherer regulatorischer Rahmenbedingungen und Aufsichtsstrukturen die Integrität, die Transparenz und die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte geschützt und verbessert werden“. Diese Ziele unterstützen wir als Börse Stuttgart uneingeschränkt.

Gerade die Corona-Pandemie zeigt, wie wichtig ein funktionierender börslicher Sekundärmarkt ist, um auch in volatilen Marktphasen einen liquiden Handel zu ermöglichen. Auf europäischer Ebene steht das Ziel in Einklang mit den Bemühungen der MIFID II, Transparenz und Anlegerschutz auf regulierten Märkten zu stärken. Während bei elektronischen Wertpapieren bisher bestehende Strukturen fortgeführt werden, geht der Referentenentwurf bei Kryptowertpapieren nicht weit genug. Dabei gilt es gerade jetzt, den Grundstein für den Handel auf transparenten und regulierten Märkten zu legen, damit weitere Produkte wie e-Aktien oder e-Fondsanteile folgen können.

### 1.1. Mit dem elektronischen Wertpapier werden bestehende Monopolstrukturen gestärkt: Eine Entwicklung, die wir als Börse Stuttgart kritisch sehen

In der Begründung des Referentenentwurfes heißt es wie folgt: „Für elektronische Wertpapiere, die an einer Börse oder einem anderen Handelsplatz im Sinne der CSDR (neben dem „geregelten Markt“ werden sogenannte multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelssysteme erfasst) gehandelt werden sollen, ist unionsrechtlich ohnehin eine Verwahrung beim Zentralverwahrer erforderlich.“

Auf dem deutschen Markt ist lediglich ein Anbieter, die Deutsche Börse AG mit ihrer Tochter Clearstream, in der Lage, diese Vorgaben zu erfüllen. Dies ist negativ zu bewerten, da quasi-monopolistische Strukturen auch bei elektronischen Wertpapieren fortbestehen würden. Somit bleibt das Wettbewerbs- und Innovationspotenzial durch den Markteintritt weiterer Akteure ungenutzt. Dies bremst die vielversprechende Fintech-Szene in Deutschland und auch die Börse Stuttgart aus, mit innovativen Lösungen im Bereich elektronischer Wertpapiere auf den Markt zu treten.

## 1.2. Eine durchgängige Infrastruktur für den regulierten Handel<sup>1</sup> von Kryptowertpapieren gibt es nicht. Aus Sicht der Börse Stuttgart wird damit vor allem der Graumarkt für Wertpapiere gestärkt

Voraussetzung für den börslichen Handel ist das Effektingiro („Durch die Einbuchung im Effektingiro nach § 12 Absatz 3 [eWpG]<sup>2</sup> ist auch der Börsenhandel von auf diese Weise eingetragenen elektronischen Wertpapieren problemlos möglich.“). Im Gegensatz zu elektronischen Wertpapieren werden Kryptowertpapiere nicht im Effektingiro eingebucht und sind damit auch nicht börslich handelbar. Stattdessen werden für Kryptowertpapiere Parallelstrukturen geschaffen, die direkt in den OTC Handel und damit zwangsläufig in einen unregulierten Graumarkt führen. Je mehr Wertpapierarten dematerialisiert werden, desto stärker wird der Anlegerschutz leiden. Für den OTC Handel gelten keine strikten Regelungsvorschriften für Anlegerschutz, Transparenz und Integrität, sodass die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts geschwächt wird.

Ein besserer Ansatz wäre, die Teilnahme von Kryptowertpapieren am Effektingiro zu ermöglichen. Beispielsweise indem Sammeleintragungen bei Wertpapiersammelbanken oder Verwahrern – wie bei elektronischen Wertpapieren im Effektingiro – eingebucht werden könnten, wenn bestimmte Anforderungen durch den Kryptowertpapierregisterführer erfüllt sind. Ohne solche Anpassungen ist der Mehrwert des Kryptowertpapiers mehr als fraglich. Denkbar wäre auch ein neues Segment für Kryptowertpapiere im börslichen Handel zu schaffen, vergleichbar beispielsweise mit SME Growth Markets, um die Innovationen in einem eigenen, sicheren Umfeld zu fördern.

## 2. Finanzmärkte brauchen klare rechtliche Regeln – ansonsten ergeben sich Schwierigkeiten bei der Umsetzung von dezentralen Registern, unabhängig von der gewählten Technologie

Kryptowertpapierregisterführung wird mit dem Referentenentwurf eine neue, erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung und ermöglicht die dezentrale Registerführung

<sup>1</sup> Handel an einer Börse wäre möglich, wenn das dezentrale Register von einem Zentralverwahrer selbst geführt wird und die Kryptowertpapiere bei ihm sammelverwahrt werden.

<sup>2</sup> Gesetz über elektronische Wertpapiere

<sup>3</sup> Nach Art. 4 Satz (2) eWpG ist ein Kryptowertpapier ein elektronisches Wertpapier, das in ein Kryptowertpapierregister eingetragen ist.

von Kryptowertpapieren. Wir als Börse Stuttgart sehen diese Öffnung der Registerführung positiv, weil sie eine Alternative zur zentralen Registerführung bieten kann.<sup>3</sup>

Gleichzeitig möchten wir anmerken, dass trotz technologieutraler Ausgestaltung ein sinnvoller Einsatz der Blockchaintechnologie nach Ansicht der Börse Stuttgart für dezentrale Register aktuell nicht gegeben ist. Ein Grund sind offene Fragen mit Blick auf die Finalität von Transaktionen, den Datenschutz, die Abwicklung und die Haftung. Zwar sind weitere Verordnungen und Marktstandards geplant, aber bis dahin fehlt Marktteilnehmern ein rechtssicherer Handlungsrahmen für dezentrale Kryptowertpapierregister. Diesen rasch zu schaffen ist zwingend erforderlich.

### 2.1. Rechtliche Klarheit über die Finalität von Transaktionen und den Datenschutz sind Voraussetzung für die Kryptowertpapierregisterführung.

Für die **Finalität** von Transaktionen muss klar festgelegt werden, wann eine Transaktion bei dezentraler Registerführung final ist. Um beispielsweise die Blockchaintechnologie einzusetzen, muss definiert werden, nach wie vielen Blöcken eine Transaktion als final anzusehen ist.

Um die im Referentenentwurf definierten Anforderungen an den **Datenschutz** zu wahren, reicht die dezentrale, pseudonymisierte Registerführung auf der Blockchain nicht aus. Vielmehr benötigt ein Kryptowertpapierregisterführer verschiedene Orte, an denen Informationen gespeichert werden. Registerführer können die Daten bei Bedarf zusammenführen, beispielsweise bei einer Registerabfrage. Durch die Einbindung verschiedener Speicherorte wird die Registerführung unnötig komplex und aufwändig. Mögliche Effizienzgewinne durch die Nutzung einer blockchainbasierten, dezentralen Registerführung werden nicht realisiert.

Nach Art. 16 (1) eWpG muss ein Kryptowertpapierregister auf einem dezentralen, fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden.

## 2.2. Klare Rollenabgrenzung der Kryptowertpapierregisterführung zu Zentralverwahrern<sup>4</sup>

Ein Punkt ist, dass Kryptowertpapierregisterführer ungewollt unter die Zentralverwahrerverordnung (CSDR) fallen könnten. Dieses Risiko kann nur durch eine klare Rollendefinition und die Abgrenzung der dezentralen Registerführung zu anderen, CSDR-pflichtigen Tätigkeiten vermieden werden.

Ein weiterer Punkt betrifft die Führung eines dezentralen Kryptowertpapierregisters. Mit dem eWpG wird die Kryptowertpapierregisterführung eine neue Finanzdienstleistung und damit erlaubnispflichtig.<sup>5</sup> Zentralverwahrer erfüllen in ihrer heutigen Rolle bereits die Anforderungen eines Registerführers und benötigen keine weitere Lizenz.<sup>6</sup> Um ein Level Playing-Field zwischen zentralen und dezentralen Registerführern zu ermöglichen, halten wir als Börse Stuttgart eine Übergangslösung für Registerführer für sinnvoll, wie sie beispielsweise bei der Kryptoverwahrung angewendet wird. Ansonsten könnten im ersten Schritt nur bereits bestehende Zentralverwahrer die Anforderungen erfüllen und hätten damit einen klaren Wettbewerbsvorteil gegenüber neu in den Markt tretenden dezentralen Registerführern.

## 3. Regulierung von elektronischen Wertpapieren findet im europäischen Kontext statt

Abschließend möchten wir noch einen Blick auf den europäischen Markt für digitale Wertpapiere (Crypto-Assets) werfen. Der deutsche Referentenentwurf für elektronische Wertpapiere kann nur ein erster Schritt sein und ist im Kontext der aktuellen Entwicklungen in Europa zu bewerten. Hier erwarten wir zeitnah einen Gesetzentwurf der Europäischen Kommission zu Crypto-Assets. Es ist zu erwarten, dass Investment (Security) Token als Finanzinstrumente unter MiFID II eingestuft werden. Zudem ist bereits jetzt die Schaffung einer eigenen EU-Verordnung für Crypto-Assets angedacht, die nicht unter bestehende Regelungen fallen (sogenannte Markets in Crypto-Asset Regulation). In Deutschland

<sup>4</sup> Zu § 16 (Kryptowertpapierregister) Absatz 1 (Anforderungen): ... Es kann daher in Einzelfällen nicht ausgeschlossen werden, dass die registerführende Stelle einer Zulassungspflicht für die Erbringung von Dienstleistungen nach Artikel 16 Abs. 1 CSDR unterliegt [...] Dies gilt insbesondere in den Fällen, in denen das dem Kryptowertpapierregister zugrundeliegende dezentrale Aufzeichnungssystem auch durch die registerführende Stelle betrieben bzw. verantwortet wird.

<sup>5</sup> Zu Absatz 2 Registerführende Stelle. „Dabei ist die Führung eines Kryptowertpapierregisters als Finanzdienstleistung im Sinne des Kreditwesengesetzes ausgestaltet.“

könnten davon auch die erst neu geschaffenen Kryptowerte, die geplanten elektronischen Wertpapiere und Kryptowertpapiere sowie die Kryptoverwahrung und die Registerführung tangiert werden.

Diese Entwicklung stimmt uns als Börse Stuttgart nachdenklich, weil sie zeigt, wie fragmentiert und komplex der Markt für diese neue Assetklasse wird. Wir sehen die Gefahr, dass Anlegerschutz und Transparenz leiden und der Graumarkt schlussendlich gestärkt wird. Daher sollte der deutsche Gesetzgeber die zügige Harmonisierung auf EU-Ebene unterstützen.

## 4. Fazit

Mit dem Referentenentwurf hat Deutschland die Chance, seine Vorreiterrolle beim Thema Blockchain weiter auszubauen und zu festigen. Vielversprechende innovative Lösungen für elektronische Wertpapiere können die Finanzmärkte revolutionieren. Diese Chance gilt es zu ergreifen. Der Referentenentwurf droht jedoch bestehende Monopolstrukturen zu festigen, den Graumarkt zu stärken und Anlegerschutz zu konterkarieren. Hier gilt es gezielte Verbesserungen vorzunehmen. Außerdem muss die Regulierung von elektronischen Wertpapieren zügig europaweit harmonisiert werden, um im internationalen Wettbewerb zu bestehen.

## Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH Regulatory Affairs

Börsenstraße 4  
70174 Stuttgart  
T +49 711 222 985-0  
RegulatoryAffairs@boerse-stuttgart.de  
boerse-stuttgart.de

<sup>6</sup> In der Begründung bestimmt Absatz 2, dass die registerführende Stelle nur ein zugelassener Zentralverwahrer sein kann, der die in Abschnitt A des Anhangs zur Zentralverwahrerverordnung (Verordnung (EU) Nr. 909/2014) genannten Kerndienstleistungen im Inland erbringt.... Neben den Anforderungen der Zentralverwahrerverordnung bestehen keine spezifischen Aufsichtsvorgaben (insb. keine Erlaubnispflichten) für den Registerführer des zentralen Wertpapierregisters.