

Stellungnahme

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Lobbyregister-Nr. R001459

EU-Transparenzregister-Nr. 52646912360-95

Kontakt:

Berlin, 13. März 2026

Federführer:
Bundesverband der Deutschen
Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.
Schellingstraße 4 | 10785 Berlin
Telefon: +49 30 2021-0
Telefax: +49 30 2021-1900
<https://die-dk.de/>

Lobbyregister-Nr. R001459
EU-Transparenzregister-Nr. 52646912360-95

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

1 Vorbemerkung

Das Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz (BMJV) und das Bundesministerium der Finanzen (BMF) führen die in der Gesetzesbegründung zum Gesetz über elektronische Wertpapiere eWpG vorgesehene Evaluierung, die eine Konsultation der betroffenen Wirtschaftskreise und Nutzer elektronischer Wertpapiere einschließt, gemeinsam durch. Die Ministerien bitten um Stellungnahme zu folgenden Fragen.

2 Stellungnahme

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?

Unsere Mitgliedsinstitute haben in den vergangenen Jahren bereits umfangreiche Erfahrungen mit der Begebung und dem Erwerb von Kryptowertpapieren gesammelt. Die Aktivitäten erstrecken sich über die gesamte Wertschöpfungskette, wobei die Institute in diversen Funktionen als Emittenten, Investoren, Registerführer sowie als Verwahrer für Eigen- und Fremdbestände tätig waren. Das Spektrum der begebenen Instrumente reicht dabei von Kryptowertpapieren in Form von Inhaberschuldverschreibungen und Commercial Papers bis hin zu Hypothekendarlehen. Zudem beteiligen sich unsere Mitgliedsinstitute aktiv an den aktuellen Erprobungsphasen des Eurosystems für die Abwicklung in Zentralbankgeld, etwa im Rahmen der EZB-Trials für Wholesale Settlement.

Die technischen Erfahrungen mit der zugrundeliegenden Distributed-Ledger-Infrastruktur und den neu etablierten Prozessen zur Registerführung waren hierbei überwiegend positiv und bestätigen die grundsätzliche Funktionsfähigkeit des eWpG-Rahmens. Aus Sicht der Praxis bestehen erhebliche Effizienzpotenziale durch den Einsatz von DLT, etwa durch eine schnellere Abwicklung und eine Reduktion von Abstimmungsfehlern. Dennoch zeigt die Marktrealität, dass Kryptowertpapiere derzeit noch nicht die Skalierung erreichen, die technisch möglich wäre. Ein wesentlicher Hemmschuh ist die Zurückhaltung institutioneller Investoren, die maßgeblich auf die noch fehlende Liquidität im Sekundärmarkt zurückzuführen ist. Da Kryptowertpapiere im Sinne des eWpG rechtlich (noch) nicht börsen- und effektengirofähig sind, bleiben sie gegenüber traditionellen Globalurkunden und Zentralregisterwertpapieren strukturell benachteiligt. Artikel 3 Abs. 2 CSDR setzt für die Börsenfähigkeit die Effektengirofähigkeit voraus. Da die Effektengirofähigkeit, die bei Zentralregisterwertpapieren in § 12 Abs. 3 eWpG geregelt ist, für Kryptowertpapiere weder vorgesehen noch normiert ist, besteht aus unserer Sicht gesetzgeberischer Handlungsbedarf.

Ein besonders gravierender Nachteil zeigt sich zudem in der Refinanzierung: Ab Ende März werden ausschließlich CSD-verwahrte DLT-Wertpapiere, nicht aber Kryptowertpapiere, die gemäß den Regelungen des eWpG begeben wurden, als Sicherheit bei der Europäischen Zentralbank (EZB-Collateral) akzeptiert (siehe [Mitteilung der EZB vom 27. Januar 2026](#)). Emittenten von Kryptowertpapieren, müssen im Vergleich zu Emittenten von Anleihen, die als elektronische Wertpapiere oder als herkömmliche Wertpapiere in den Effektengiroverkehr einbezogen sind, häufig Risikoaufschläge zahlen, um Investoren zu gewinnen. Interne Prozesse für neue Produkte stellen auf Investorensseite

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

oft zusätzliche Hürden dar. Solange diese strukturellen Nachteile bei Handelsfähigkeit und Notenbankfähigkeit bestehen, verharrt der Markt trotz erfolgreicher technischer Pilotierungen in einem frühen Entwicklungsstadium.

Gleichzeitig zeigen sich zentrale operative Hürden. Hervorzuheben sind zunächst aufsichtsrechtliche Unsicherheiten, insbesondere im Hinblick auf die Kapitalunterlegungspflichten unterschiedlicher technologischer Setups (z. B. *permissioned* vs. *permissionless*).

Frage 2

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

Die rechtliche Grundkonstruktion des eWpG ermöglicht eine verlässliche Abwicklung von Emissions-, Register- und Verwahrprozessen und bietet eine geeignete Basis für Innovationen. Gleichwohl zeigen die Erfahrungen unserer Mitglieder, dass die beabsichtigten Effizienzgewinne der Digitalisierung aufgrund struktureller und ökonomischer Hindernisse im aktuellen Marktumfeld noch nicht vollständig realisiert werden können.

Ökonomische Aspekte

Bei den Zentralregisterwertpapieren beobachten wir den Effekt, dass die theoretischen Kostenvorteile einer digitalen Begebung durch strukturelle Preisanpassungen der Zentralverwahrer (CSD) in der Praxis teilweise neutralisiert werden. Dies führt zu einer faktischen Konservierung bestehender Marktstrukturen, da Emittenten ökonomisch dazu gedrängt werden, elektronische Wertpapiere weiterhin primär über die etablierten Systeme der Zentralverwahrer zu begeben, anstatt das Innovationspotenzial alternativer Registerführungsmodelle zu nutzen. Eine fundierte Beurteilung in Bezug auf Pfandbriefe ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht möglich, da diese bisher immer noch nicht im Zentralregister (D7) implementiert wurden.

Regulatorische Komplexität und administrativer Aufwand

Hinsichtlich der Kryptowertpapiere sehen wir uns zudem mit bürokratischen Anforderungen konfrontiert, die im Vergleich zu traditionellen Wertpapieren eine Hürde darstellen. So erzeugt beispielsweise die Verpflichtung zur Veröffentlichung der Emissionsbedingungen gemäß § 5 Abs. 1 eWpG einen administrativen Mehraufwand, der in dieser Form für Emissionen im Effektingeroverkehr nicht vorgesehen ist.

Standardisierung von Prozessen und Schnittstellen

Zudem fehlt es für eine Skalierung noch an der notwendigen Standardisierung von Prozessen und Schnittstellen, um eine nahtlose Integration in die bestehende Bankenlandschaft ohne aufwändige Einzellösungen zu gewährleisten.

Einbettung in eine liquide Marktinfrastruktur

Das gravierendste Hemmnis für die praktische Effizienz liegt in der fehlenden Einbettung in liquide Marktinfrastrukturen. Einerseits sind Kryptowertpapiere derzeit faktisch schlechter gestellt als klas-

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

sische Globalurkunden, da ihnen kurzfristig die interoperable Anbindung an die tiefe Liquidität des etablierten Effektingerkehrs fehlt.

Andererseits können auch die prozessualen Geschwindigkeitsvorteile der DLT-Abwicklung und das Entwicklungspotential neuer, CSD-unabhängiger DLT-Marktinfrastrukturen ihren ökonomischen Nutzen noch nicht entfalten. Dies liegt an einer fehlenden gesicherten Notenbankfähigkeit sowie einer limitierten Handelbarkeit, da außerhalb des DLT-Pilot-Regimes ein Handel auf klassischen MiFID-Handelssystemen faktisch nicht abbildbar ist. Echte Effizienzsprünge erwarten wir erst, wenn sowohl die Interoperabilität zur klassischen Welt hergestellt ist, als auch rechtliche Möglichkeiten für native Emissions- und Verwahrungsmodelle geschaffen werden, die ohne zwingende Beteiligung etablierter Zentralverwahrer eine volle Kapitalmarktfähigkeit erreichen.

Einbeziehung von Zentralregisterwertpapieren in die Girosammelverwahrung ohne CSD-Registerführung

§ 12 Abs. 3 eWpG wird als Quelle struktureller Hürden gesehen: Girosammelverwahrung von Zentralregisterwertpapieren ist danach nur möglich, wenn das Register durch einen CSD geführt wird. Gleichzeitig wird darauf hingewiesen, dass die CSD-Tätigkeit nach der CSDR keine inhaltliche Verbindung zur Registerführung aufweist. Als Lösungsansatz wird daher vorgeschlagen, die Einbeziehung in die Girosammelverwahrung auch ohne Registerführung durch einen CSD zu ermöglichen, um mehr Wettbewerb zu eröffnen, ohne einen Bruch der bestehenden Infrastruktur herbeizuführen.

Vergabe/ Angabe von ISIN/ WKN

Aus der Praxis wird zudem berichtet, dass insbesondere bei Kleinemissionen (häufig im Rahmen sog. Club Deals) Inhaberschuldverschreibungen begeben werden, ohne dass hierfür zwingend eine ISIN erforderlich ist. Die Erfordernisse rund um die Vergabe/Angabe einer ISIN bzw. WKN sind dabei nicht nur kostenrelevant, sondern können auch einen Zeitfaktor darstellen und damit die Praktikabilität und Geschwindigkeit der Emission beeinträchtigen.

Gerade für Kleinemissionen und innovative, IT-lastige Geschäftsmodelle wird das Kryptowertpapier als besonders geeignet eingeschätzt. Aus Sicht der Praxis besteht jedoch die Sorge, dass eine (faktische) ISIN/ WKN-Pflicht als bürokratische Hürde das elektronische Wertpapier und insbesondere das Kryptowertpapier ausbremst.

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?

Wir erachten den gesetzlichen Anwendungsbereich des eWpG als solide Basis, die es grundsätzlich ermöglicht hat, digitale Wertpapiere rechtssicher abzubilden.

Erweiterung auf Aktien – auch für Inhaberaktien

Die durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz erfolgte Erweiterung auf Aktien begrüßen wir ausdrücklich, da sie einen wichtigen Schritt zur Modernisierung des Finanzplatzes markiert. Allerdings darf

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

die Digitalisierung in diesem Segment nicht auf Namensaktien beschränkt bleiben. Um unnötige Strukturbrüche zu vermeiden und die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu stärken, halten wir eine gesetzliche Öffnung auch für Inhaberaktien für erforderlich, wie dies in anderen Jurisdiktionen bereits praktiziert wird.

Die Dringlichkeit einer solchen Erweiterung verdeutlicht auch die aktuelle Marktpraxis. Aufgrund der bestehenden Lücken im Anwendungsbereich des eWpG weichen Marktteilnehmer vermehrt auf alternative Gestaltungen aus. In der Praxis ist hierbei strikt zwischen echten, nativ begebenen Kryptowertpapieren und bloßen Ausweichlösungen zu differenzieren. Vielfach werden aktuell noch sogenannte tokenisierte Wertpapiere genutzt. Hierbei handelt es sich um klassisch durch (Global-) Verbriefung emittierte Wertpapiere, für die nachträglich ein Token kreiert wird, so dass der Token den digitalen Zwilling des Wertpapiers darstellt. Auf diese Weise kann das Recht aus dem Wertpapier auf der Blockchain gehandelt werden. Diese Wertpapiere werden aufsichtsrechtlich häufig als „Wertpapiere sui generis“ eingeordnet und fallen nicht in den Anwendungsbereich des eWpG. Diese Entwicklung führt zu einer regulatorischen Fragmentierung und vermeidbaren Rechtsunsicherheiten insbesondere hinsichtlich der bankaufsichtsrechtlichen Behandlung dieser Instrumente. Es sollte das Ziel des Gesetzgebers sein, das eWpG als den zentralen, rechtssicheren Standard für alle digitalen Kapitalmarktinstrumente zu etablieren, um solche regulatorischen Ausweichbewegungen unnötig zu machen und einheitliche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen.

Erweiterung auf weitere Assetklassen

Über Aktien hinaus plädieren wir für eine konsequente Technologieoffenheit des Gesetzes. Es ist wünschenswert, den Anwendungsbereich perspektivisch auf weitere Assetklassen auszudehnen, um zusätzliche Anwendungsfälle zu ermöglichen und die Liquidität in DLT-basierten Marktsegmenten zu erhöhen. Es sollte das Ziel verfolgt werden, dass Begebung, Übertragung und Verwahrung aller gängigen und in einem Depot verbuchbaren Kapitalmarktprodukte elektronisch abgebildet werden können.

Erweiterung des Anwendungsbereiches der KryptoFAV

Aus unserer Sicht ist die mit der KryptoFAV geschaffene Möglichkeit zur Abbildung von Fondsanteilen als Kryptowertpapiere ein wichtiger Schritt, bleibt jedoch in ihrem Anwendungsbereich derzeit zu eng gefasst. Insbesondere die Beschränkung auf inländische Sondervermögen führt zu einer strukturellen Benachteiligung des Standorts Deutschland im europäischen Wettbewerb, da ein erheblicher Teil des Fondsmarktes über ausländische Vehikel, insbesondere aus Luxemburg und Irland, strukturiert ist. Vor diesem Hintergrund regen wir an, den Anwendungsbereich dahingehend zu erweitern, dass auch Anteile an ausländischen Fondsvehikeln unter einem klar definierten regulatorischen Rahmen in Deutschland als Kryptowertpapiere begeben bzw. in ein Kryptowertpapierregister eingetragen werden können. Eine solche Öffnung würde nicht nur die Attraktivität des deutschen Rechtsrahmens für internationale Asset Manager deutlich erhöhen, sondern auch zur Etablierung einheitlicher digitaler Marktstandards innerhalb der EU beitragen. Gleichzeitig sollte geprüft werden, ob die Beschränkung auf Sondervermögen insgesamt gelockert werden kann, um auch weitere fondsähnliche Strukturen und Vehikel abzubilden, sofern ein gleichwertiges Anleger-schutzniveau gewährleistet ist.

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Frage 4

Wie bewerten Sie Rechtssicherheit und Verständlichkeit der gesetzlichen Regelungen?

Das eWpG bietet eine verständliche Systematik und hat eine belastbare rechtliche Grundkonstruktion für die Begebung, Verwahrung und Übertragung elektronischer Wertpapiere geschaffen. Positiv hervorgehoben werden insbesondere die sachenrechtliche Fiktion, die Eigentumsvermutung, die Regelungen zum Gutgläubenserwerb sowie das Registergeheimnis. Ungeachtet dieses positiven Befundes haben sich in der praktischen Anwendung jedoch Auslegungsunsicherheiten gezeigt, die einer gesetzgeberischen Klarstellung bedürfen, um die Rechtssicherheit für alle Marktakteure zu erhöhen und eine Skalierung des Marktes zu ermöglichen.

Gleichzeitig wird darauf hingewiesen, dass in der praktischen Anwendung erhebliche Komplexität entsteht. Diese resultiert zum einen aus sehr detaillierten Ausführungsregelungen, insbesondere in der eWpRV und der KryptoFAV. Solche detaillierten Ausführungsregelungen sind in anderen Ländern nicht üblich. Cross-Border Aktivitäten werden dadurch unnötig erschwert.

Klarstellung bei Sammeleintragung – Mehrzahl von Verwahrern

Ein vordringlicher Anpassungsbedarf besteht unseres Erachtens hinsichtlich der Eintragungsmöglichkeiten im Register. Der Wortlaut des § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG führt derzeit zu Unsicherheiten darüber, ob eine Mehrzahl von Verwahrern als Inhaber in Sammeleintragung eingetragen werden kann. Da dies insbesondere für die Abbildung von Fondsstrukturen und Miteigentumsanteilen essenziell ist und depotrechtlich bereits gelebt wird, bitten wir um eine explizite Klarstellung, dass „ein oder mehrere Verwahrer“ eingetragen werden können.

Verwahrer – Institute unter europäischem Pass

Ebenso herrscht im Markt Unsicherheit darüber, inwieweit Institute, die unter dem europäischen Pass (MiFID II / CRD) in Deutschland tätig sind, als Verwahrer im Sinne des eWpG fungieren dürfen. Hier regen wir eine Ergänzung des § 4 Abs. 6 eWpG an, die rechtssicher stellt, dass auch Zweigniederlassungen von CRR-Kreditinstituten mit entsprechender EU-Erlaubnis den Status als Verwahrer innehaben.

Zulassung zum Effekten giroverkehr für Kryptowertpapiere

Ein vordringliches Anliegen der Praxis ist zunächst die Schaffung einer gesetzlichen Lösung zur Herstellung der generellen Effekten giroverkehrsfähigkeit von elektronischen Wertpapieren im Sinne des eWpG. Kryptowertpapiere sind derzeit strukturell benachteiligt, da ihnen der direkte Zugang zum etablierten Abwicklungs- und Liquiditätspool des Effekten giroverkehrs fehlt. Hier muss der Gesetzgeber Wege eröffnen, diese Marktfähigkeit herzustellen.

Registerführung nicht auf Wertpapiersammelbank beschränken

Zudem sollte im Sinne des Wettbewerbs und der Interoperabilität § 12 Abs. 3 eWpG dahingehend angepasst werden, dass Zentralregisterwertpapiere auch dann zur Abwicklung im Effekten giro zugelassen werden können, wenn das Register nicht von einer Wertpapiersammelbank geführt wird.

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Weitere technische Anwendungsfragen

Über diese grundlegenden Strukturfragen hinaus haben sich in der Praxis weitere technische Anwendungsfragen ergeben.

So ist das Verhältnis der Pflichten der registerführenden Stelle zur Gewährleistung der technischen Integrität gemäß § 7 eWpG zu den Organisationspflichten des Emittenten nach § 21 eWpG nicht eindeutig geklärt. Wir gehen hier von einem gestuften Verantwortlichkeitsverhältnis aus, bei dem der Emittent primär für die Auswahl und Überwachung haftet, was gesetzlich präzisiert werden sollte.

Des Weiteren bestehen Diskrepanzen bei den Zustimmungserfordernissen für einen Wechsel der registerführenden Stelle nach § 16 eWpG und einen Wechsel des Registers nach § 22 eWpG, obwohl diese Vorgänge in der Praxis regelmäßig zusammenfallen. Schließlich bedarf das Einsichtsrecht gemäß § 10 Abs. 3 eWpG einer Konkretisierung. Der unbestimmte Rechtsbegriff des „besonderen berechtigten Interesses“ führt zu Rechtsunsicherheit darüber, welcher Personenkreis über den Inhaber hinaus Einsicht nehmen darf. Eine Klarstellung ist hier notwendig, um den Schutz sensibler Daten und Geschäftsgeheimnisse der Beteiligten, etwa von Treuhändern, sicherzustellen.

Zusätzlich führen Unklarheiten über die zivilrechtliche Anerkennung im internationalen Kontext dazu, dass eWpG-Papiere unter der kommenden CRR3 (Basel Standards) sowie einschlägigen Auslegungen bzw. Anforderungen von EBA und BaFin potenziell mit sehr hohen Eigenkapitalanforderungen belegt werden, was die Attraktivität des Standorts massiv gefährdet.

Einsichtsrecht in das Register – Datenschutz

Für die Gewährleistung der Marktintegrität sehen wir in der Praxis noch punktuellen Klarstellungsbedarf, insbesondere im Spannungsfeld zwischen Transparenz und Datenschutz. Konkret betrifft dies das Einsichtsrecht in das Register gemäß § 10 Abs. 3 eWpG. Die derzeitige Regelung lässt offen, wer genau anspruchsberechtigt ist und wie das geforderte „besondere berechnigte Interesse“ zu definieren ist. In der Praxis führt dies zu Unsicherheiten, da beispielsweise Treuhänder legitime Interessen am Schutz ihrer Daten und Geschäftsgeheimnisse haben, die mit einem zu weit gefassten öffentlichen Einsichtsrecht kollidieren könnten. Eine präzisere gesetzliche Abgrenzung wäre hier notwendig, um Rechtssicherheit für alle Beteiligten zu schaffen.

Netzwerkentgelte

Praktische Fragen ergeben sich im Zusammenhang mit der Abwicklung von Transaktionen, etwa hinsichtlich der Bereitstellung und Verwendung von Netzwerkentgelte (sog. *Gas Fees*) für Transfers von Kryptowertpapieren, da hierfür regelmäßig native Token in derselben Wallet erforderlich sind, deren regulatorische Einordnung und Handhabung bislang nicht abschließend geklärt ist. Vor diesem Hintergrund besteht Bedarf an einer klarstellenden regulatorischen Harmonisierung bzw. Konkretisierung.

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Frage 5

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

Grundsätzlich begrüßen wir die bisherigen Erleichterungen, insbesondere den Verzicht auf die physische Urkunde und den kürzlich im Rahmen des Standortfördergesetzes (StoFöG) erfolgten Wegfall der Meldepflichten an den Bundesanzeiger nach § 20 eWpG. Dennoch besteht in der operativen Praxis weiterhin erheblicher Optimierungsbedarf, um die Effizienzvorteile der Digitalisierung voll ausschöpfen zu können.

Offenlegung des Quellcodes

Darüber hinaus sehen wir kritisches Potenzial im Bereich der technischen Anforderungen, wo nationale Vorgaben teilweise über europäische Standards hinausgehen („Gold-plating“). Dies betrifft insbesondere die Pflicht zur Offenlegung des Quellcodes gemäß der Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (eWpRV). Gemäß § 14 Abs. 1 eWpRV muss die registerführende Stelle der Aufsichtsbehörde auf Verlangen unverzüglich den vollständigen Quellcode des Aufzeichnungssystems (inkl. Smart Contracts) sowie dessen technische Beschreibung zur Verfügung stellen. Diese weitreichende Offenlegungspflicht geht unseres Erachtens über das europäische Mindestmaß hinaus, wie es beispielsweise im Digital Operational Resilience Act (DORA) definiert ist. Wir regen an, diese nationale „Übererfüllung“ anzugleichen, um deutsche Registerführer im europäischen Wettbewerb nicht durch unverhältnismäßige Dokumentations- und Offenlegungspflichten zu benachteiligen.

Standardisierung

Daneben wird eine weitergehende Standardisierung angeregt. In Anlehnung an die Entwicklungen im WpPG (Gleichstellung Englisch und Deutsch) könnten eWpG-relevante Dokumente stärker sprachlich und zugleich technisch harmonisiert werden, um die praktische Handhabung zu vereinfachen.

Proportionalität und Entlastung kleinerer Institute

Schließlich wird vorgeschlagen, die aus dem Bankenrichtlinienumsetzungs- und Bürokratieentlastungsgesetz (BRUBEG) bekannte Logik – insbesondere Proportionalität und eine gezielte Entlastung kleinerer Institute – auf eWpG-bezogene Melde- und Anzeigepflichten zu übertragen, um die operative Belastung insgesamt zu reduzieren.

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?

Vergleichbares Schutzniveau

Wir sind der Überzeugung, dass das Schutzniveau für Anleger bei elektronischen Wertpapieren im Vergleich zu traditionellen, urkundlich verbrieften Wertpapieren vollständig erhalten geblieben ist. Die Sachfiktion (§ 2 Abs. 3 eWpG) stellt sicher, dass der gutgläubige Erwerb (§§ 932 ff. BGB) mög-

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

lich ist, was für die Verkehrsfähigkeit essenziell ist. Die Transparenz der Blockchain bietet zudem Vorteile bei der Nachverfolgung von Eigentumsketten.

Aufsichtsrecht

Gewährleistet wird das Schutzniveau auch durch die Einbettung der neuen Instrumente in das bestehende Aufsichtsrecht. Da eine Führung von Kryptowertpapierregistern als erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung ausgestaltet ist, unterliegen die beteiligten Akteure der Aufsicht durch die BaFin sowie strengen Organisationspflichten, die denen des klassischen Depotgeschäfts entsprechen. Zudem finden einschlägige kapitalmarktrechtliche Vorschriften wie die MiFID II oder die Prospektverordnung uneingeschränkt auch auf elektronische Wertpapiere Anwendung, sodass Anleger von denselben Informationsrechten profitieren wie bei klassischen Emissionen.

Frage 7

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

Die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Regulierungsrahmens beurteilen wir derzeit noch als hoch, da der nationale Gesetzgeber mit der Einführung des eWpG in vielerlei Hinsicht Rechtssicherheit geschaffen hat.

Dennoch darf nicht verkannt werden, dass der Standort Deutschland in einem direkten und intensiven Wettbewerb mit anderen Jurisdiktionen wie Frankreich, Luxemburg oder der Schweiz steht, die ebenfalls über sehr progressive Regime verfügen und bereits aktiv von internationalen Instituten genutzt werden. Die Schwächen werden vor allem in der aufsichtsrechtlichen Behandlung – insbesondere im Hinblick auf Kapitalanforderungen – sowie in einer im Vergleich zu Luxemburg und der Schweiz weniger vollständig harmonisierten Gesamtarchitektur gesehen.

Für den Erhalt der künftigen Wettbewerbsfähigkeit ist entscheidend, dass sich die Regulatorik der Mitgliedsstaaten möglichst reibungslos in die technologieneutrale Kapitalmarktharmonisierung der Europäischen Union einfügt und somit überschießende aufsichtsrechtliche Hürden auf nationaler Ebene beseitigt werden. Die maßgeblichen Impulse kommen derzeit von der europäischen Gesetzgebung, insbesondere durch das DLT Pilot Regime und das zurzeit konsultierte Marktintegrationspaket (MISP). Der MISP-Entwurf bricht bisherige Strukturen auf und öffnet klassische Zentralverwahraufgaben für neue DLT-basierte Marktinfrastrukturen (*DLT notary, DLT account keeper*). Dies ermöglicht neue Handels- und Abwicklungsmodelle, die für die dringend benötigte Börsenfähigkeit und Liquidität von Kryptowertpapieren im Sekundärmarkt sorgen können – Modelle, die das aktuelle eWpG in dieser Form noch nicht abbildet. Die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzplatzes wird daher künftig maßgeblich davon abhängen, ob es gelingt, Überregulierung in der sich fortentwickelnden europäischen Marktarchitektur zu vermeiden und von überschießenden Anforderungen wie rein nationalen Erlaubnistatbeständen abzusehen.

Konkrete Unwägbarkeiten bestehen beispielsweise hinsichtlich der Verwahrung und Schlüssel-sicherung einer unbestimmten Restmenge an Finanzinstrumenten im Sinne der MiFID II, sofern die Tätigkeit zugleich das qualifizierte Kryptoverwahrgeschäft berührt und es sich um verwahrfähige

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Vermögensgegenstände im Sinne des KAGB handelt. Um Nachteile für den hiesigen Fondsstandort zu vermeiden, sollte die Verwahrstelle eines inländischen Investmentvermögens auch solche Vermögensgegenstände ohne zusätzliche Erlaubnis für das qualifizierte Kryptoverwahrgeschäft verwahren und die zugehörigen privaten kryptografischen Schlüssel sichern dürfen. Das gleiche Ergebnis sollte generell mit Blick auf (sonstige) CRR-Kreditinstitute gelten, die Finanzinstrumente über eine Zweigniederlassung im Sinne des § 53b Abs. 1 KWG aufgrund des Europäischen Passes für andere verwahren und die zugehörigen privaten kryptografischen Schlüssel sichern.

Aus Sicht der Industrie ergeben sich daraus wiederkehrende zentrale Forderungen: Der Rechtsrahmen sollte strikt technologieneutral ausgestaltet sein, Gold-Plating vermieden werden, Proportionalität – insbesondere mit Blick auf kleinere Marktteilnehmer – stärker berücksichtigt werden und Zulassungsverfahren insgesamt vereinfacht werden.

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?

Wir unterstützen das Ziel eines harmonisierten europäischen Kapitalmarktes ausdrücklich, um Fragmentierungen zu überwinden und grenzüberschreitende Skaleneffekte zu ermöglichen. Bei der konkreten Ausgestaltung einer solchen Harmonisierung plädieren wir jedoch für einen Ansatz, der pragmatisch an die Marktrealitäten anknüpft.

Dringlich erscheint uns die kohärente Verzahnung des deutschen eWpG mit den dynamischen regulatorischen Entwicklungen auf europäischer Ebene, namentlich dem im Rahmen des „Market Integration Package“ (MISP) geänderten DLT Pilot Regime, aber auch paralleler Regelungsregime wie MiCAR und der CSDR. Das eWpG hat sich vor allem in zivilrechtlicher Hinsicht bewährt, droht jedoch mittlerweile von der europäischen Gesetzgebung überholt zu werden. Um die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland zu erhalten, sollte der nationale Gesetzgeber das eWpG so fortentwickeln, dass es kompatibel zu den kommenden europäischen Standards wird.

Die angestrebte Harmonisierung sollte nach unserer Einschätzung drei Ebenen adressieren: erstens zivilrechtliche Fragen, insbesondere die Zuordnung und Ausgestaltung von Eigentum; zweitens aufsichtsrechtliche Aspekte, einschließlich der Kohärenz zwischen MiCAR, MiFID, CRD und nationalen Regelwerken wie dem KWG und WpIG; und drittens Fragen der Marktinfrastruktur, insbesondere Settlement, die Verzahnung mit der CSDR und die Ausgestaltung der Registerführung.

Abschließend weisen wir darauf hin, dass jede aufsichtsrechtliche Harmonisierung ins Leere läuft, solange die notenbankfähige Verwendbarkeit der Instrumente nicht europäisch geklärt ist. Eine wirksame EU-Strategie muss daher zwingend sicherstellen, dass nationale elektronische Wertpapiere dauerhaft als Sicherheiten (Collateral) anerkannt und im Settlement gleichberechtigt behandelt werden. Ohne dieses „Level Playing Field“ wird auch ein harmonisierter Rechtsrahmen nicht zur gewünschten Marktliquidität führen.

Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Es wird eine hohe Notwendigkeit zur europäischen Harmonisierung gesehen, insbesondere vor dem Hintergrund der MiFID II und paralleler Regelungsregime wie MiCAR, dem DLT-Pilotregime und der CSDR. Aus Sicht der Praxis bestehen derzeit strukturelle Inkonsistenzen, die eine kohärente Umsetzung erschweren. So ist etwa das Rollenbild des eWpG-Registerführers im DLT-Pilotregime nicht vorgesehen, wodurch die jeweiligen Rollenmodelle als nicht kompatibel beschrieben werden. Zudem werden CSDR-Regeln als nicht hinreichend auf elektronische Wertpapiere abgestimmt wahrgenommen. Auch die Behandlung der qualifizierten Kryptoverwahrung wird als nicht harmonisiert kritisiert, insbesondere im Zusammenspiel von MiFID II, MiCAR und KWG (etwa bei der Frage der Schlüsselaufbewahrung). Schließlich wird darauf hingewiesen, dass nationale Zusatzanforderungen Wettbewerbsnachteile erzeugen können.
