

# Die Digitalisierung des Wertpapiers

Herausforderungen der „Tokenisierung“ *de lege lata* und *de lege*

Börsenrechtstag 2019


Dr. Jens H. Kunz, LL.M. (UT Austin)

15. November 2019



Alicante  
Berlin  
Bratislava  
Brüssel  
Budapest  
Bukarest  
Dresden  
Düsseldorf  
Frankfurt/M.  
Hamburg  
London  
Moskau  
München  
New York  
Prag  
Warschau

noerr.com



*Meine Herren, ich befürworte  
das neue BGB.  
Aber wie regeln wir die  
Übertragung von Kryptotoken?*

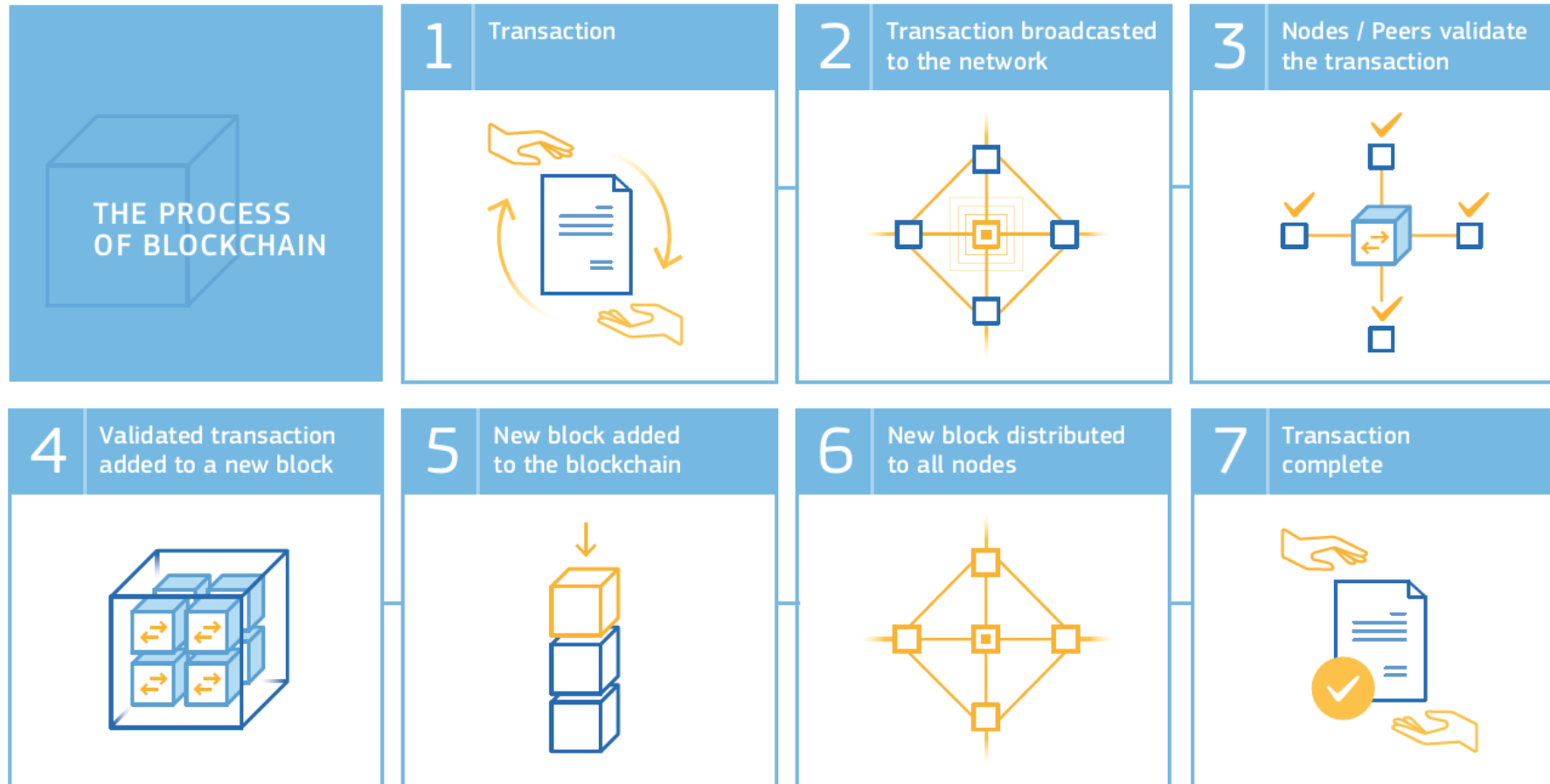
**Berliner Reichstag, 1896**

# / Einführung

# / Entwicklung zur Digitalisierung von Vermögenswerten (*Tokenisierung*) - Ausgangslage

- Ausgangspunkt: Technische Innovation in Form von Distributed Ledger Technology / Blockchain
- Gründe für den Einsatz der DLT im Rechtsverkehr:
  - ▷ Dezentralisierung => Wegfall von Intermediären und den damit verbundenen Kosten (*Peer-to-Peer-Transfer*)
  - ▷ Geringe Manipulationsrisiken / Sicherheit
  - ▷ Transparenz
  - ▷ Möglichkeit zur Nutzung von Smart Contracts
  - ▷ Schnelligkeit der Transaktionsabwicklung (bspw. im Wertpapierhandel)
- Aber: DLT-/Blockchain-Anwendungen sind mit Herausforderungen verbunden:
  - ▷ Rechtssicherheit – passen die verfügbaren rechtlichen Rahmenbedingungen?
  - ▷ Anlegerschutz – sind die regulatorischen Anforderungen ausreichend?
  - ▷ Datenschutz?
  - ▷ Energieverbrauch?
  - ▷ Praktische Use Cases?

# / Blockchain – Vereinfachter Überblick zur Funktionsweise



European Commission, Blockchain now and tomorrow, 2019

# / Digitalisierte Vermögenswerte im heutigen Rechtsverkehr

- Use Cases bspw. im Bereich Logistic, Supply Chain, IoT
- Bitcoins, Ether etc. (intrinsischer Token)
  - ▷ Grundsätzliche rechtliche Einordnung? Sache, Immaterialgut, Forderung/forderungsgleiches Recht, sonstiger Gegenstand i.S.v. § 453 (1) BGB, sonstiges Recht i.S.v. § 823 (2) BGB?
- Stable Coins (z.B. Libra)
- Token-Distribution als Mittel der Kundenbindung (Recht auf Dienstleistung/Produkt)
- Token Offerings als Mittel der Unternehmensfinanzierung
- **Wertpapierabwicklung**
  - ▷ Projekt BLOCKBASTER der Deutsche Börse AG und der Deutschen Bundesbank zum Test der Blockchain-basierten Wertpapierabwicklung (vgl. Final Report vom 25. Oktober 2018)
  - ▷ Januar 2019: Erster BaFin-gebilligter Prospekt für “tokenbasierte Schuldverschreibungen” (Bitbond)
  - ▷ Kooperation Deutsche Börse AG mit Cashlink (Börsenzeitung 29. Oktober 2019)
  - ▷ Prototyp einer Wertpapiertransaktion im Sekundärmarkt über Blockchain (digitalisierte Wertpapiere und digitalisierte Cash Tokens) durch Deutsche Börse AG, Commerzbank AG und MEAG (Börsenzeitung, 24. Oktober 2019)

# / Token – Übersicht zu den verschiedenen Typen

## Currency Token

- plattformübergreifendes Zahlungsmittel
- Jenseits der Funktion als Zahlungsmittel ggf. Spekulationsobjekt (bspw. Bitcoin)
- Stablecoins als neue Ausprägung, die FIAT-Währung 1-1 abbilden soll
- auch Payment Token genannt

## Investment Token

- verschaffen Rechte auf zukünftige Cashflows
- vermitteln ggfs. weitere Rechte auf schuldrechtlicher Basis (z.B. Mitverwaltungsrechte)
- Auch als Security Tokens bezeichnet

## Utility Token

- gewähren Zugang zur Plattform bzw. Recht auf eine Dienstleistung/Produkt
- nur im jeweiligen Netzwerk nutzbar

häufig liegen Mischformen vor

# / (Aufsichtsrechtlicher) Rechtsrahmen für Token *de lege lata*:

- *KWVG*
- *ZAG*
- *KAGB*
- *VermAnlG*
- *WpHG*
- *WpPG/EU-VO 1129/2017*



# / Rechtslage nach KWG

- Anwendungsbereich des KWG richtet sich nach Art des Tokens
- BaFin befasste sich zunächst mit *Currency Token* (Bitcoin)
  - ▷ Einordnung als Rechnungseinheit i.S.v. § 1 Abs. 11 Nr.7 KWG und damit als Finanzinstrument i.S.v. § 1 Abs. 11 KWG
  - ▷ Einstufung als Finanzinstrument kann verschiedene Erlaubnispflichten nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG begründen, z.B.:
    - Anlagevermittlung
    - Abschlussvermittlung
    - Anlageberatung
    - Finanzportfolioverwaltung
    - Betrieb eines multilateralen Handelssystems
    - Eigenhandel für andere
- BaFin-Ansatz nicht unumstritten (vgl. Urteil des Kammergerichts Berlin vom 25.09.2018 in Strafsache), doch für das Verwaltungsrecht etabliert (Problem: Einheit der Rechtsordnung? Gespaltene Rechtsbegriffe?)
- Investment Token = Finanzinstrument nach § 1 Abs. 11 Nr. 2 (Vermögensanlagen), 3 (Schuldtitel) oder 5 KWG (Anteile an Investmentvermögen) => vergleichbare Fragen + ggf. Einlagengeschäft (**aber: nicht Depotgeschäft, da Verbriefung fehlt**)

# / Rechtslage nach ZAG / KWG / WpHG

- Currency Token als E-Geld i.S.v. § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG?
  - ▷ Bitcoin etc. (-), da *Mining* statt Herausgabe gegen Zahlung von Geld
  - ▷ Stable Coins (Libra etc.): je nach Ausgestaltung möglich
  - ▷ Cash on Ledger-Lösungen typischerweise E-Geld-Lösungen (auch für Wertpapierabwicklung die naheliegende Option)
- Investment Token: ggf. Anwendbarkeit des KAGB wg. Bildung eines Investmentvermögens (Kapitalsammelstelle mit festgelegter Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger)
- WpHG:
  - ▷ Regelmäßig keine Anwendbarkeit auf Currency Token wg. Unterschieden bei FI-Definition (Rechnungseinheiten nicht erfasst)
  - ▷ Regelmäßig anwendbar auf Investment Token, da Wertpapiere/FI i.S.d. WpHG => Wohlverhaltensregeln anwendbar!
- **Also: Relevante Unterschiede auf diversen Ebenen – Art der Token, Strafrecht/Verwaltungsrecht, Definitionen im KWG vs. WpHG (und WpPG – siehe sogleich)**

# / Rechtslage nach WpPG / EU-VO 1129/2017 / VermAnlG - Prospektpflichten

- Prospektpflichten entstehen insbesondere beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren und Vermögensanlagen sowie ggf. beim Vertrieb von Investmentanteilen
  
- WpPG / EU-VO 1129/2017 knüpft an Wertpapieren an:
  - ▷ Verweis auf Art. 4 (1) Nr. 44 MiFID II verlangt (i) Übertragbarkeit, (ii) auf Finanzmärkten handelbar und (iii) wertpapierähnliche Rechte verkörpern
  - ▷ Verbriefung keine explizite Anforderung (beachte insoweit Unterschied zum Depotgeschäft nach KWG)
  - ▷ Investment Token damit typischerweise Wertpapier i.S.d. WpPG / EU-VO 1129/2017
  - ▷ Currency Token dagegen typischerweise kein Wertpapier
  - ▷ Utility Token – typischerweise nicht, aber je nach Ausgestaltung (Handelbarkeit) denkbar
  
- VermAnlG: für „klassische Vermögensanlagen“ i.S.v. § 1 (2) VermAnlG als subsidiäre Möglichkeit einer Prospektpflicht
  - ▷ Abgrenzung zum Wertpapier ggf. fließend – lt. BaFin Token als Wertpapiere *sui generis* denkbar.

# / Rechtsrahmen für Übertragung von Token

- Keine speziellen Regelungen für Token vorhanden
  - ▷ Übertragung nach §§ 398, 413 BGB – Übertragung „anderer Rechte“ (jedenfalls des mit dem Token einhergehenden Anspruchs)?
  - ▷ Übertragung des Tokens als reiner Realakt mit Anspruch des „Erwerbers“ aus Auslobung des Emittenten nach § 657 BGB?
  - ▷ Anwendbarkeit der §§ 793 ff. BGB (Schuldverschreibungen) analog für Investment Token?
- Problem: Auseinanderfallen von Blockchain-Kette und Forderungsinhaberschaft bei „Abtretung“ außerhalb der Blockchain => vertraglich ist dagegen jedenfalls Vorsorge zu treffen
- Lösung für verbrieft Finanzinstrumente über §§ 929 ff. BGB mit Einigung und Übergabe sowie gestuftem mittelbarem Besitz an Globalurkunde mangels Verbriefung nicht möglich
- Keine Anwendbarkeit des DepotG
- Kein Gutgläubensschutz
- Zwangsvollstreckung - § 857 ZPO („in andere Vermögensrechte“)?

# */ Rechtsrahmen *de lege lata**

- RegE zur Umsetzung der 5. Gw-RL*
- Eckpunktepapier des BMF/BMJV für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token (Eckpunktepapier)*

# / Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie (5. AML-RL)

- 5. AML-RL (RL (EU) 2018/843) als erste Ansatz einer EU-weiten Regulierung des Phänomens der „virtuellen Währungen“
  - ▷ Dienstleister für virtuelle Währungen (= Currency Token) werden geldwäscherechtlich zu Verpflichteten
- Wg. weitem FI-Verständnis viele Dienstleister nach deutschem Recht bereits GwG-Verpflichtete
- Geplante Umsetzung (BT-Drucks. 19/13827) trotzdem äußerst praxisrelevant:
  - ▷ Einführung „Kryptowerte“ ins KWG (verkürzt): *Digitale Darstellungen eines Wertes (außer E-Geld), der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Statuts einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder Anlagezwecken dient und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann.*
  - ▷ Einführung Kryptoverwahrgeschäft als neue Finanzdienstleistung: *Verwahrung, Verwaltung und Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte zu halten, zu speichern oder zu übertragen, für andere.*
  - ▷ **RegE: Erlaubnis für Kryptoverwahrgeschäft nur möglich ohne Kombination mit anderen KWG-Erlaubnissen – und damit auch nicht für Banken, die das Depotgeschäft betreiben. Aber: FA am 13.11.2019: Regelung ersatzlos gestrichen!**
- Frage: Utility Token ebenso erfasst wie Currency Token und Investment Token?
- Keine entsprechende Anpassung des WpHG

# / Eckpunktepapier vom 7. März 2019

- Eckpunktepapier steht im Kontext der Überlegungen der Bundesregierung zur Entwicklung einer Blockchain-Strategie
  - ▷ Erschließung der Potentiale & Förderung als Digitalisierungs-/Fintech-Standort
- Eckpunktepapier sieht Paradigmenwechsel für das Wertpapierrecht mit Blick auf Schuldverschreibungen (nicht Aktien!) vor:
  - ▷ Einführung elektronischer Schuldverschreibungen ohne Erfordernis einer Verbriefung bei vergleichbarem Sicherheitsstandard:
    - Legitimationsfunktion
    - Liberationswirkung
    - Übertragungsfunktionsollen gewährleistet sein
  - ▷ Parallele zum BSchuWG: Wertpapiere sollen durch Eintragung in Register entstehen:
    - § 5 (3) BSchuWG: *„Eine Schuldbuchforderung wird als Sammelschuldbuchforderung oder Einzelschuldbuchforderung durch die Eintragung in die jeweilige Abteilung begründet; durch die Eintragung in das Bundesschuldbuch gilt eine gesetzlich vorgeschriebene Form als beachtet.“*
    - § 6 (2) BSchuWG: *„Die Sammelschuldbuchforderung gilt als Wertpapiersammelbestand. Die Gläubiger der Sammelschuldbuchforderung gelten als Miteigentümer nach Bruchteilen.... Die Vorschriften des Depotgesetzes sind entsprechend anwendbar.“*

# / Eckpunktepapier vom 7. März 2019 (2)

- ▷ Schaffung eines elektronischen Wertpapierregisters, das geführt wird entweder
  - durch (zentrale) staatliche oder staatlich beaufsichtigte Stelle oder
  - durch Emittenten selbst, sofern Blockchain-Technologie Manipulationen ausschließt und keine Einbuchung bei Zentralverwahrer erforderlich ist
    - Art. 3 EU-VO Nr. 909/2014 (CSDR): *(1) Unbeschadet des Absatzes 2 trägt jeder Emittent mit Sitz in der Union, der übertragbare Wertpapiere ausgibt oder ausgegeben hat, die zum Handel an Handelsplätzen zugelassen sind bzw. dort gehandelt werden, Sorge dafür, dass diese Wertpapiere durch Buchungen im Effekten giro erfasst werden, indem die Wertpapiere entweder immobilisiert werden oder von Anfang in entmaterialisierter Form begeben werden.*
    - (2) Wird ein Geschäft mit übertragbaren Wertpapieren an einem Handelsplatz ausgeführt, sind die entsprechenden Wertpapiere am oder vor dem vorgesehenen Abwicklungstag im Effekten giro bei einem Zentralverwahrer einzubuchen, falls eine derartige Einbuchung nicht bereits erfolgt ist.*
  
- ▷ Spezielle Vorgaben zum Anlegerschutz noch offen



# / Eckpunktepapier – offene Themen

- Begebung elektronischer Wertpapiere stets entsprechend § 6 (1) BSchuWG als Sammelschuldbuchforderung?
- Wie funktioniert das Wertpapierregister im Einzelnen?
- Wie werden internationale Sachverhalte geregelt?
- Setzt Gutgläubenschutz nicht einen staatlich / staatlich überwachten Registerführer voraus?
- Verhältnis Registerführung zur (gesetzlich verlangten) Verwahrung i.S.d. CSDR?
- Besteht bei Verfügungen derselbe insolvenzrechtliche Schutz der Finalität?
- Ist es sinnvoll, mit einer nationalen Regelung einer EU-weiten Regelung vorzugreifen?

/ Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



**Dr. Jens H. Kunz, LL.M. (UT  
Austin)**

Rechtsanwalt  
Partner

+49 69 971477218  
jens.kunz@noerr.com