Deutsches Aktieninstitut

Mit neuen Technologien die Attraktivität des Kapitalmarkts stärken

Elektronische Begebung von Wertpapieren schafft neue Zugangsmöglichkeiten zum Kapitalmarkt

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zu den Eckpunkten für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz, 11. April 2019

Das Deutsches Aktieninstitut begrüßt die Möglichkeit, zu den Eckpunkten für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz Stellung zu nehmen.

Wir befürworten das Ziel der Bundesregierung, die Rolle Deutschlands als einen der führenden Digitalisierungsstandorte zu stärken. Ebenso unterstützen wir das Vorhaben, zu den Vorreitern bei der Nutzung neuer Technologien wie der Blockchain (im Finanzbereich) zu gehören und damit den deutschen Kapitalmarkt attraktiver zu machen. Die Einführung einer elektronischen Begebung von Wertpapieren und die Regulierung von Token stellen hierfür einen wichtigen Schritt dar.

Im Folgenden legen wir unsere Sicht auf die Vorschläge und Fragen des Eckpunktpapiers dar.

1.1 Die elektronische Begebung von Wertpapieren ist ein wichtiger Schritt für die Digitalisierung der Kapitalmärkte

Die zunehmende Digitalisierung im Finanzbereich stößt immer öfter an rechtliche, oftmals historisch bedingte Grenzen. Während einige Beschränkungen sinnvoll sind, stehen andere der Weiterentwicklung zukunfts- und leistungsfähiger Finanzmärkte entgegen. Hier gilt es die notwendigen Weichen zu stellen, um als Finanzstandort attraktiv für finanzierungssuchende Unternehmen sowie Investoren zu sein. Mit dem Eckpunktepapier geht Deutschland einen Schritt in die richtige Richtung. Insbesondere die geplante Einführung einer rein elektronischen Wertpapierbegebung birgt großes Potential.

Bei der geplanten sowie den daran anschließenden Gesetzesanpassungen sollten folgende grundlegende Punkte beachtet werden:

- Wir verstehen unter dem neuen, im Eckpunktepapier definierten elektronischen Wertpapier die elektronische Begebung von Wertpapieren. Damit sind grundsätzlich bestehende, wertpapierrechtliche Regelungen auch auf elektronische Wertpapiere anzuwenden. Jedoch sollten Änderungen vorgenommen werden, die eine rein elektronische Begebung optional möglich machen.

- Es muss sich folglich nur um eine Option und nicht um eine Pflicht zur elektronischen Begebung von Wertpapieren handeln. Gleichzeitig sollte umgekehrt aber die Möglichkeit bestehen, die Neuerungen auch auf bereits existierende Wertpapiere anzuwenden. Damit werden die Zugangsmöglichkeiten zum Kapitalmarkt erweitert und unterschiedliche Marktteilnehmer können den für sie passenden Prozess wählen.

- In diesem Sinne müssen sich die Änderungen in das bestehende, historisch gewachsene System einfügen und nicht unabhängig davon existieren. Die etablierten Schutzfunktionen sind auch für elektronische Wertpapiere erforderlich. Auch der abgeänderte Rechtsrahmen muss einen angemessenen Anlegerschutz gewährleisten und gleichzeitig neue Möglichkeiten sowie Anwendungssicherheit für die Marktteilnehmer schaffen.

- Die Blockchain-Technologie ist der Treiber für die geplanten Gesetzesänderungen, der Anwendungsbereich sollte aber nicht auf diese beschränkt werden. Wir unterstützen aus diesem Grund ausdrücklich den technologieneutralen Ansatz der Vorschläge. Einerseits können aufgrund oder unabhängig von den zu erwartenden Änderungen neue technologische Möglichkeiten entstehen. Andererseits können traditionelle Prozesse und Strukturen ebenso von der stärkeren Ausrichtung der rechtlichen Vorgaben auf die Digitalisierung profitieren.

- Aufgrund der Komplexität und Breite der erforderlichen Gesetzes-anpassungen, begrüßen wir das geplante schrittweise Vorgehen. Mit der Regulierung von Schuldverschreibungen zu beginnen ist sinnvoll, da die meisten Pilotprojekte auf Blockchain-Basis im Anleihemarkt stattfinden. Diese Erfahrungen können in den Gesetzänderungsprozess einbezogen werden. Zudem ist der Regulierungsbedarf von Schuldverschreibungen zum Beispiel im Vergleich mit Aktien einfacher. Die im Rahmen der Gesetzesänderungen für Schuldscheine gewonnenen Erkenntnisse können und sollten dann für weitere Wertpapierarten genutzt werden. Wir empfehlen in diesem Kontext, vergleichbare Änderungen zeitnah auch für andere Wertpapiere vorzunehmen, soweit dies von den gewonnenen Erkenntnissen getragen wird. Es ist wichtig, eine solche Möglichkeit – keine Pflicht – so schnell wie möglich zu schaffen, um Wettbewerbs-nachteile für den deutschen bzw. europäischen Finanzmarkt zu vermeiden.

In Bezug auf das geplante Wertpapierregister sind neben den bereits genannten, grundlegenden Punkten nachfolgende Aspekte zu beachten:

- Vorzugswürdig erscheint, elektronische Wertpapiere bzw. deren Begebung zu einem neuen Recht sui generis zu machen. Dieses wäre flexibler als eine Erklärung zur Sache kraft gesetzlicher Fiktion und würde so den Besonderheiten elektronischer Wertpapiere besser Rechnung tragen. Werden eigenständige Regelungen über den Erwerb und die Übertragung elektronischer Wertpapiere wie ein Gutglaubensschutz angestrebt, müssen dem Eigentumsschutz gleichwertige Schutzbestimmungen eingeführt werden.

- Sind die obengenannten Schutzbestimmungen erforderlich, dann sind an die Verlässlichkeit der Registerführung und die Richtigkeit des Registerinhalts hohe Anforderungen zu stellen, um die zivilrechtlichen Kernelemente von Wertpapieren sicherzustellen. In diesem Fall sehen wir eine staatliche Aufsicht über das Register bzw. die registerführende Stelle als notwendig an. Wie diese ausgestaltet werden soll, ist noch zu definieren. Zu berücksichtigen sind hier Spezifika der neuen Technologien und deren Weiterentwicklungen. So kann beispielsweise eine aus heutiger Sicht als sicher geltende Blockchain-Technologie durch Innovation in diesem sich schnell entwickelnden Bereich schon in naher Zukunft als nicht mehr sicher einzustufen sein. Experten sind bereits heute der Meinung, dass die aktuelle Blockchain-Technologie mit den Computern von morgen gehackt werden könnte.

- Es wäre deshalb zu überlegen, ob die erforderliche Qualität eines Wertpapiers dann noch gegeben und ob eine Registrierung weiterhin gerechtfertigt ist. Aus beschriebenen Gründen erscheint es überlegenswert, ob die registerführende Stelle nicht nur bei der Eintragung die Erfüllung der Voraussetzungen für eine Eintragung des elektronischen Wertpapiers im Register zu prüfen hat, sondern ob eine laufende Überprüfung zumindest der technischen Anforderungen notwendig ist.

- Bei der Führung des Wertpapierregisters auf einer Blockchain sollte der Erwerb von Blockchain-Wertpapieren durch Privatanleger möglich sein. Grundsätzlich trägt jeder Anleger selbst die Verantwortung, ob, wieviel und worin er investiert, jedoch muss dem Anlegerschutz angemessen Rechnung getragen werden.

- Darüber hinaus muss aus unserer Sicht sowohl bei der Aufsicht über das Registergericht als auch bei der generellen Aufsicht über dieses neue Segment darauf geachtet werden, dass hier nur die Nutznießer und Verursacher die Kosten für die Aufsicht tragen. Eine Kostentragung über die allgemeine Umlagefinanzierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht würde die Kosten auf Markteilnehmer übertragen, die weder Nutznießer noch Verursacher sind. Dies wäre nicht sachgerecht und würde die Vorgaben der Verfassung missachten.

1.2 Publizitätspflichten bei der Emission von Utility-Token

Utility-Token werden von Startups zur Finanzierung der ersten Schritte genutzt. Da unter den Angeboten auch unseriöse und vor allem sehr riskante Projekte sind, ist eine angemessene Risikoaufklärung der Anleger notwendig. Hierauf hat unter anderem auch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hingewiesen.[1]

Bis jedoch eine europäische Lösung gefunden wird, empfehlen wir eine überbrückende, nationale Lösung für das öffentliche Angebot von Utility-Token. Diese sollte nach Möglichkeit so ausgestaltet sein, dass durch eine spätere, europäische Regulierung keine zweimalige „Umwälzung“ des Systems notwendig ist.

Grundsätzlich trägt auch hier jeder Anleger selbst die Verantwortung, ob, wieviel und worin er investiert. Ob er zum Beispiel das Sparbuch, Wertpapiere, Utility-Token, Crowdfunding oder das Wettbüro wählt, muss ihm freigestellt sein. Er sollte also generell die Möglichkeit haben, über Utility-Token in junge Unternehmen zu investieren. Ebenso darf eine Emission für Unternehmen nicht durch zu hohe Haftungsrisiken unpraktikabel werden. Es gilt jedoch sicherzustellen, dass Anleger nicht durch falsche Vorstellungen, unter anderem aufgrund falscher oder fehlender Angaben, in eine Risikoanlage investieren, obwohl sie eigentlich eine sichere Anlage präferieren.

Wir sehen deshalb aus den nachfolgenden Gründen ein Informationsblatt für Utility-Token kritisch:

- Utility-Token sind kein Instrument regulierter, finanzaufsichtsrechtlich überwachter Märkte. Es ist natürlich nicht ausgeschlossen, dass zukünftige Marktentwicklungen (Zielgruppe, Marktgröße, Verflechtungen etc.) eine aufsichtsrechtliche Einordnung erforderlich machen. Sollte dies geschehen, sind die damit einhergehenden Vorgaben auch für Utility-Token anzuwenden. Derzeit ist dies jedoch noch nicht der Fall.

- Alle für eine Investitionsentscheidung wesentlichen Informationen können nicht auf wenigen Seiten wiedergeben werden. Dies gilt insbesondere für risikoträchtige neue Finanzanlagen. Eine zu kurze und unzureichende Information kann zur Irreführung von Anleger führen und das Vertrauen in den Markt nachhaltig schädigen.

[1] ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9. Januar 2019, unter https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/crypto-assets-need-common-eu-wide-approach-ensure-investor-protection.

- Ebenso ist eine haftungssichere Formulierung von Risiken etc. auf wenigen Seiten nicht möglich. Damit setzt sich der Emittent unabsehbaren Haftungsrisiken aus.

Aus den genannten Gründen schlagen wir eine Lösung vor, die der derzeit noch geringen Marktgröße und der fehlenden Verflechtung mit den traditionellen Finanzmärkten Rechnung trägt.

Anleger sollten verpflichtend darüber aufgeklärt werden müssen, dass es sich bei dem Utility-Token nicht um ein reguliertes und finanzaufsichtsrechtlich überwachtes Instrument handelt und der Erwerb mit gravierenden Risiken verbunden ist. Dies muss in jeder zu diesem Utility-Token erstellten Information enthalten sein, unabhängig von der Form der Informationsbereitstellung – sei es beispielsweise in dem freiwillig erstellten Whitepaper, auf der Webseite oder einem anderen Beiblatt (im nachfolgenden Informationsbereitstellung genannt).

Eine darüberhinausgehende gesetzliche Beschreibungspflicht des Finanzinstruments oder von dessen Risikofaktoren sollte es dagegen nicht geben. Eine solche könnte zu der irreführenden Annahme führen, dass die Informationsbereitstellung über die wichtigsten oder gar alle wesentlichen Informationen aufklärt. Damit würde eine nicht bestehende Sicherheit suggeriert.

Wir empfehlen deshalb nur folgende verpflichtende Hinweise aufzunehmen:

- Die Informationsbereitstellung muss einen hervorgehobenen Hinweis enthalten, dass es sich um eine Anlage handelt, die grundsätzlich als sehr riskant einzustufen ist und damit mit einem vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens zu rechnen ist.

- Die Informationsbereitstellung muss zudem einen Hinweis enthalten, dass

  (1) die inhaltliche Richtigkeit der Informationsbereitstellung nicht der Prüfung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unterliegt, und

  (2) für das Wertpapier kein von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gebilligter Wertpapierprospekt hinterlegt wurde und der Anleger weitergehende Informationen unmittelbar vom Anbieter oder Emittenten des Wertpapiers erhält.

Kontakt

Michaela Hohlmeier
Leiterin Kapitalmarkttrends und Innovation
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-31
Fax + 49 69 92915-12
hohlmeier@dai.de
www.dai.de

Donato Di Dio
Junior-Referent Kapitalmarktpolitik und Digitalisierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-34
Fax + 49 69 92915-12
didio@dai.de
www.dai.de