

Interessenverband kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V.,
c/o Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, An der Welle 10, 60322 Frankfurt am Main

Ansprechpartner:

Ingo Wegerich (Präsident)
Telefon + 49 (69) 27229 24875
ingo.wegerich@luther-lawfirm.com

Bundesministerium der Finanzen
11016 Berlin

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

Per E-Mail: VIIB5@bmf.bund.de
IIIA5@bmjv.bund.de

Verbändeanhörung zum Referentenentwurf der Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (eWpRV-E)

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir danken Ihnen, dass Sie uns Gelegenheit geben, zu dem Referentenentwurf der Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister nach §§ 15, 23 eWpG, Stand 11. Mai 2021, („**eWpRV-E**“) Stellung zu nehmen.

Der Interessenverband kapitalmarktorientierter KMU e.V. setzt sich insbesondere für die Verbesserung der maßgeblichen Rahmenbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen bei der Kapitalmarktfinanzierung („**KMU-Emittenten**“) ein. Wir begrüßen es, dass der deutsche Gesetzgeber mit dem eWpG erstmalig die Emission elektronischer Wertpapiere ermöglicht hat und damit den deutschen Kapitalmarkt für digitale Technologien öffnet. Hinsichtlich der eWpRV-E sehen wir an einzelnen Stellen noch Verbesserungspotential.

1. Erheblicher organisatorischer Aufwand

Aufgrund der erheblichen regulatorischen Anforderungen und dem hohen organisatorischen Aufwand gehen wir davon aus, dass für KMU-Emittenten die Führung von elektronischen Wertpapierregistern, zumindest in Form des Kryptowertpapierregisters, nicht in Frage kommt bzw. bei Beauftragung entsprechender Dienstleister zu hohen Kosten führen wird.

Aus § 16 Abs. 2 Satz 2 eWpG ergibt sich, dass auch der Emittent eines Kryptowertpapiers eine registerführende Stelle sein kann. Allerdings bedarf der Emittent gemäß § 1 Abs. 1a

Nr. 8 KWG einer Erlaubnis, wenn er das Kryptowertpapierregister selbst führt; für ihn greifen dieselben aufsichtsrechtlichen Regelungen wie für einen externen Dienstleister (vgl. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2021/fa_bj_2107_eWpG.html). Da die Anforderungen an die Erlangung einer KWG-Erlaubnis und der nachfolgende Aufwand zur Einhaltung der strengen regulatorischen Anforderungen des KWG erheblich sind, gehen wir davon aus, dass KMU-Emittenten schon aus diesem Grund nicht selbst als registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregisters tätig werden. Die eWpRV-E verstärkt diesen Abschreckungseffekt, indem sie die registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregisters mit einer Fülle von Dokumentationspflichten belastet. So sieht § 2 Abs. 1 eWpRV-E zahlreiche Festlegungen vor, die gemäß § 2 Abs. 2 eWpRV-E in einer für einen sachkundigen Dritten leicht verständlichen Art und Weise zu dokumentieren sind. Teilweise werden diese Inhalte durch § 20 Abs. 1 eWpRV-E weiter konkretisiert. Zusätzliche Anforderungen ergeben sich sodann aus § 12 eWpRV-E. Die Fülle der zu dokumentierenden Festlegungen weist Ähnlichkeiten zu den Börsengeschäftsbedingungen auf. Angesichts der Komplexität der darzustellenden Themen gehen wir davon aus, dass nur Unternehmen mit hinreichend großer Expertise und Personalkraft in der Lage sein werden, alle Festlegungen in der vom Verordnungsgeber gewünschten Form und Länge vornehmen zu können. Sofern sich ein Emittent deswegen dagegen entscheidet, selbst als registerführende Stelle zu fungieren, wird ein externer Dienstleister sich die Dokumentation angemessen vergüten lassen. Wir vermuten, dass diese Vergütung nicht niedriger als im Bereich der Zahlstellen für traditionelle Wertpapiere liegen werden. Dadurch sinkt die Attraktivität des Kryptowertpapierregisters. Zugleich droht ein interessierter Anleger in der Masse der Informationen die Orientierung zu verlieren, sog. information overload. Vorzugswürdig erscheint es uns, die registerführende Stelle (nur) dazu zu verpflichten, die wesentlichen Charakteristika des Kryptowertpapierregisters darzustellen.

Darüber hinaus sollte die in § 2 Abs. 2 eWpRV-E verwendete Figur des „sachkundigen Dritten“, die bezüglich der Festlegungspflichten als Maßstab genommen wird, weiter konturiert werden. Im eWpG wird sie nicht definiert. Damit stellt sich die Frage, ob sich der Verordnungsgeber auf einen *verständigen Anleger* bezieht, der in ein Kryptowertpapier investieren möchte? Oder ist Maßstab eine natürliche Person, die über ein vertieftes Verständnis der technischen Prozesse (Distributed Ledger Technologie, Token, Wallet) verfügt? Angesichts dieser Unsicherheit regen wir an, den Begriff zumindest in der Begründung der Verordnung näher zu definieren.

2. Begriff des Teilnehmers

Nach unserer Einschätzung sollte die Verwendung des Begriffs Teilnehmer des elektronischen Wertpapierregisters im Referentenentwurf der eWpRV überarbeitet werden.

Sowohl das eWpG als auch die eWpRV-E verwenden an verschiedenen Stellen den Begriff des *Teilnehmers* des elektronischen Wertpapierregisters. Im eWpG wird dieser Begriff bewusst nicht abschließend definiert, vgl. § 10 Abs. 1 eWpG. Zugleich wird in der Gesetzesbe-

gründung zum eWpG lediglich darauf hingewiesen, dass zum Teilnehmerkreis „Inhaber, Berechtigter oder Betroffener (etwa der Emittent) eines im Register eingetragenen Wertpapiers“ gehören und eine weitere Präzisierung des Begriffs durch eine untergesetzliche Verordnung erfolgen solle (BT-Drs. 19/26925, Seite 51). Zwar definiert § 9 Abs. 1 und Abs. 3 eWpRV-E, welche Teilnehmer zur elektronischen Einsicht in das elektronische Wertpapierregister berechtigt sind. Ferner ergibt sich aus § 2 Abs. 3 eWpRV-E, dass unter den Begriff des Teilnehmers insbesondere der Emittent, der Inhaber und eine Person fallen, zu deren Gunsten eine Verfügungsbeschränkung eingetragen ist. Im Übrigen lässt der Verordnungsentwurf den Begriff des Teilnehmers aber im Vagen, vgl. § 2 Abs. 3 Nr. 2 eWpRV-E.

Gesetzgebungstechnisch erscheint es uns zunächst vorzugswürdig, auch den Berechtigten in die Liste der einsichtsberechtigten Teilnehmer gemäß § 9 Abs. 1 eWpRV-E aufzunehmen. Denn nach der Gesetzesbegründung des eWpG ist auch der Berechtigte als Teilnehmer anzusehen, sodass er keines besonderen Interesses für die Einsichtnahme bedarf (vgl. BT-Drs. 19/26925, Seite 51 f.). Infolgedessen könnte die Vorschrift des § 9 Abs. 3 eWpRV-E gestrichen werden.

Ferner bedarf aus unserer Sicht der Begriff des Teilnehmers einer Präzisierung. Unklar ist beispielsweise, ob auch ein Treu- oder Sicherungsgeber, der ein elektronisches Wertpapier in Einzeleintragung auf einen Treuhänder oder Sicherungsnehmer übertragen hat, als Teilnehmer eines elektronischen Wertpapierregisters anzusehen und daher zur Einsicht berechtigt ist. Für uns deutet die Gesetzesbegründung des eWpG in diese Richtung, weil sie auf Veräußerungsvorgänge Bezug nimmt (vgl. BT-Drs. 19/26925, Seite 52). Unklar scheint uns zudem, inwieweit eine Partei kraft Amts, namentlich ein Insolvenzverwalter oder Testamentsvollstrecker, auch als Teilnehmer anzusehen ist. Eine Klarstellung im Verordnungstext ist daher wünschenswert.

3. Einsichtnahme in das Register

Gemäß § 10 Abs. 2 eWpG hat die registerführende Stelle jedermann, der ein berechtigtes Interesse darlegt, die elektronische Einsichtnahme in das elektronische Wertpapierregister zu gewähren. In der Gesetzesbegründung wird zur Konturierung des unbestimmten Rechtsbegriffs des „berechtigten Interesses“ insbesondere auf die Auslegung von § 12 GBO verwiesen (vgl. BT-Drs. 19/26925, Seite 52). Fraglich ist, wie der Einsichtsverlangende sein berechtigtes Interesse gegenüber der registerführenden Stelle *nachzuweisen* hat. Für die registerführende Stelle bestünde mehr Rechtssicherheit, wenn sie der Verordnung entnehmen könnte, auf welche Angaben und Unterlagen sie sich verlassen kann. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass die Überprüfung eines Einsichtnahmeverlangens erhebliche Ressourcen binden kann.

Darüber hinaus sollte die Verordnung klarstellen, inwieweit das Einsichtsrecht durch einen Dritten wahrgenommen werden kann. Wir gehen davon aus, dass es sich nicht um ein höchstpersönliches Recht handelt, sodass eine Stellvertretung (§§ 164 ff. BGB) bei der Einsichtnahme in das Register, insbesondere durch Banken, zulässig ist.

Da die Verordnungsermächtigung in § 15 Abs. 1 Nr. 5 eWpG auch zur Festlegung des Kreises der Einsichtsberechtigten durch die Verordnung ermächtigt, sollte der Verordnungsgeber die Gelegenheit zu den genannten Klarstellungen nutzen.

Unabhängig davon erweisen sich die Anforderungen an die Überprüfung der Angaben des Einsichtnahmeverlangenden nach unserer Einschätzung als sehr hoch und sollten überdacht werden. So listet § 9 Abs. 5 eWpRV-E eine ganze Reihe von Angaben auf, welche die registerführende Stelle zur Identifizierung des Einsichtnahmeverlangenden zu erheben hat. Diese Angaben lassen sich ggf. durch eine entsprechende Eingabemaske leicht erheben. Darüber hinaus muss die registerführende Stelle aber die Angaben anhand eines der in § 12 Abs. 1 Satz 1 Nrn. 1 bis 5 GwG genannten Nachweismittel überprüfen, § 9 Abs. 6 eWpRV-E. Diese Überprüfung kann im Einzelfall erheblichen Aufwand bereiten und damit zu Verzögerungen bei der Bearbeitung des Einsichtnahmeverlangens führen.

4. Zugang zum Kryptowertpapierregister

Gemäß § 23 Abs. 1 Nr. 23 eWpG kann im Wege der Verordnung festgelegt werden, nach welchen Kriterien die registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregisters die Teilnahme am Kryptowertpapierregister gewährt; die Kriterien sollen allen Interessierten einen fairen und offenen Zugang ermöglichen (vgl. Begründung von § 17 eWpRV-E auf Seite 23 des Referentenentwurfs). § 17 Abs. 1 Satz 1 und Satz 2 eWpRV-E präzisieren diese Vorgaben des eWpG dahingehend, dass die registerführende Stelle Teilnahmekriterien für den Zugang festlegen muss, die transparent und objektiv sein müssen und nicht diskriminierend sein dürfen. Gemäß § 17 Abs. 1 Satz 3 eWpRV-E kann die registerführende Stelle den Zugang nur beschränken, soweit sie damit ein bestimmtes Risiko für sich aus berechtigten Gründen kontrollieren will. Ferner fordert § 17 Abs. 3 eWpRV-E der registerführenden Stelle eine umfassende und begründungspflichtige Risikoanalyse ab. Infolgedessen dürften § 17 Abs. 1 Satz 2 und Satz 3 eWpRV-E im Grundsatz einen Zugangszwang zulasten der registerführenden Stelle in allen Fällen begründen, in denen ein Interessent die Teilnahmekriterien erfüllt.

Diese Zugangsregeln sollten noch klarer gefasst werden. Aus unserer Sicht wird zunächst nicht deutlich, was Zugang zur Teilnahme am Kryptowertpapierregister genau bedeutet: Soll ein Interessierter, der die Teilnahmekriterien erfüllt, nur die Möglichkeit erhalten, Übertragungsvorgänge im Kryptowertpapierregister nachverfolgen zu können? Oder soll der Interessierte auch in die Lage versetzt werden, Verfügungen über ein Kryptowertpapier selbst vornehmen zu können? Der Wortlaut von § 17 Abs. 1 Satz 1 und Satz 2 eWpRV-E ähnelt stark den Vorgaben zum Zugang zum Handel in einem multilateralen Handelssystem, wie sie in Art. 18 Abs. 3 MiFID II und deren deutscher Umsetzungsvorschrift des § 72 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG formuliert sind. Dies spricht dafür, dass es um die Teilnahme an den Verfügungen über Kryptowertpapiere im Kryptowertpapierregister geht.

Daran schließt sich die Frage an, ob der Zugangsbegriff der eWpRV-E nur den Zugang zum Kryptowertpapierregister nach abgeschlossener Emission erfasst (Sekundärmarkt) oder ob

Zugang bereits zu gewähren ist, sobald das Kryptowertpapier erstmalig emittiert wird (Primärmarkt). Immerhin deuten die Begriffe „offen“ und „Interessierte“ auf einen Willen des Verordnungsgebers hin, einer möglichst großen Bandbreite von Anlegern jederzeit Zugang zum Kryptowertpapierregister zu gewähren.

Sofern bereits bei der Emission des Kryptowertpapiers Zugang zum Kryptowertpapierregister zu gewähren ist, könnte es zu Konflikten mit dem Prospektrecht kommen. Häufig richten sich Emissionen, insbesondere solche von KMU-Emittenten, im Rahmen von Privatplatzierungen nur an einen ausgewählten Kreis professioneller Investoren und nicht an Privatanleger, um die Prospektpflicht gemäß Art. 3 Abs. 1 EUProspekt-VO zu vermeiden. Müssten der Emittent und die registerführende Stelle im Rahmen einer Privatplatzierung eines Kryptowertpapiers jedem interessierten Anleger Zugang zum Kryptowertpapierregister und damit zum Erwerb des Kryptowertpapiers verschaffen, bestünde ein Risiko, dass es sich um ein öffentliches Angebot eines Wertpapiers handelt und dadurch die Prospektpflicht ausgelöst wird. Prospektrecht und § 17 eWpRV-E sollten daher aufeinander abgestimmt werden. Wünschenswert wäre dementsprechend eine Klarstellung in der Verordnung, dass der Zugang zu einem Kryptowertpapierregister insbesondere anhand jener Kriterien beschränkt werden kann, die eine Ausnahme von der Prospektpflicht begründen, vgl. Art. 1 Abs. 4 EUProspekt-VO. An anderer Stelle im Verordnungsentwurf ist ein solcher Gleichlauf bereits geregelt: Gemäß § 3 Abs. 5 eWpRV-E kann die registerführende Stelle den Zugang zu den Emissionsbedingungen bei einem Angebot an einen eingeschränkten Personenkreis auf diesen Personenkreis beschränken. Wir empfehlen eine klarere Formulierung dieser Regelung als *lex specialis* oder eine Klarstellung, dass der Emittent den Zugang zum Angebot allgemein beschränken kann.

5. Angemessener Zeitraum für Umtragungen

Wir begrüßen den marktbasierten Ansatz des Verordnungsgebers in § 11 eWpRV-E, wonach die registerführende Stelle selbst den angemessenen Zeitraum festlegt, innerhalb dessen sie die Umtragungen vornimmt. Gerade bei der Emission von Schuldverschreibungen kleiner und mittlerer Unternehmen findet i.d.R. kein intensiver Handel in dem Wertpapier statt. Dementsprechend besteht kein Bedürfnis, dass Umtragungen innerhalb einer Sekunde erfolgen. Emittenten können insbesondere ein Interesse daran haben, dass diese Umtragungen durch die registerführende Stelle hinreichend kontrolliert werden und daher einen längeren Zeitraum in Anspruch nehmen.

Gerne stehen wir für einen weiteren Austausch zu dem Verordnungsentwurf zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Präsident

Interessenverband kapitalmarktorientierter KMU e.V.