

Stellungnahme des BVI zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG)

GZ: VII B 5 – WK 6100/20/10001:004, DOK: 2020/0779342

Der BVI¹ begrüßt das Vorhaben, mit dem eWpG einen ersten Schritt zur Digitalisierung von Wertpapieren zu vollziehen. Wir meinen jedoch, dass die vorgeschlagenen Maßnahmen zu kurz greifen. Aufgrund der Vergleichbarkeit mit Inhaberschuldverschreibungen sehen wir eine Erweiterung des Anwendungsbereichs des eWpG auch auf Anteile an Sondervermögen als sinnvoll und zukunftsgerichtet geradezu notwendig an.

Aus nicht ersichtlichen Gründen wird die Einführung „elektronischer Investmentfondsanteile“ jedoch zunächst zurückgestellt. Dies bedeutet einen Wettbewerbs- und Innovationsnachteil der deutschen Fondswirtschaft gegenüber anderen EU-Mitgliedstaaten, die keinen papierhaften Fondsanteilschein voraussetzen. Der Fondsstandort Deutschland repräsentiert rund 23 Prozent des EU-Fondsmarkts. Damit bietet sich die Chance, mit dem eWpG Maßstäbe für die digitale Innovation in der europäischen Fondswirtschaft zu setzen, zumal Wertpapierfonds (OGAW) ein Musterbeispiel für grenzüberschreitend vertriebene Finanzprodukte sind und damit der Intention der Kapitalmarktunion folgen.

Der Referentenentwurf (Gesetzesbegründung zu Art. 1 Abs. 1, § 1 Anwendungsbereich, vgl. RefE, S. 35) argumentiert, dass das Gesetz zunächst auf elektronische Inhaberschuldverschreibungen beschränkt werde, „weil das praktische Bedürfnis des Finanzmarkts nach dieser Finanzierungsform am größten“ sei. Zwar gesteht man ein, dass „ein großer Teil der bekannten Token-Emissionen eher den Charakter eigenkapitalähnlicher Investitionen [hat], bei denen mehr die Teilhabe am Wertzuwachs des Unternehmens und weniger ein fester Zins angestrebt wird“, um dann zu relativieren, dass in der Regel „den Anlegern aber kein Mitspracherecht eingeräumt [wird], so dass es sich eher um Genussschein-Emissionen handelt. Bei Genussscheinen handelt es sich in der Regel um Inhaberschuldverschreibungen.“ Dieser Ansatz versucht, das Marktbedürfnis mithin retrospektiv auf Basis existierender Token-Emissionen zu ermitteln.

Wie die Gesetzesbegründung an späterer Stelle zutreffend feststellt, ergeben sich erhebliche gesellschaftsrechtliche Auswirkungen im Falle der Schaffung elektronischer Aktien. Der Umstand, dass weder Aktien noch Fondsanteilscheine nach deutschem Recht in tokenisierter Form begeben werden können, verhindert derzeit faktisch, dass Anleger gesellschaftsrechtliche Partizipationsrechte über Token-Emissionen erlangen können. Insofern ist es wenig verwunderlich, dass der Markt über den Umweg einer Tokenisierung von (mitsprachelosen) Genussrechten diese Lücke zu schließen versucht. Diese Marktbeobachtung lässt u. E. jedoch keinen Rückschluss zu, inwieweit sich künftig – nach Schaffung der rechtlichen Möglichkeit – ein Markt für z. B. elektronische Fondsanteilscheine entwickeln wird. Fondsanteilscheine verkörpern eine vermögensrechtliche Teilhabe am Sondervermögen (qua Rechtsform ohne gesellschaftsrechtliche Beteiligung), weshalb die im Zusammenhang mit (Investment-)Aktien

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 114 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 23 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.



stehenden gesellschaftsrechtlichen Herausforderungen bei Anteilen an Sondervermögen gerade nicht entstehen.

Da die mit einer Tokenisierung von Aktien verbundenen Eingriffe in das Gesellschaftsrecht nicht zu befürchten sind, sind Fondsanteilscheine daher geradezu prädestiniert, das Marktbedürfnis nach einer tokenisierten Beteiligungsform zu bedienen. Anders als Genussrechte sind sie zudem stärker reguliert und bieten die damit einhergehenden Vorteile für den Verbraucherschutz und die Akzeptanz bei institutionellen Investoren.

Darüber hinaus verengt sich die Argumentation in der Gesetzesbegründung durch die Fokussierung auf Token-Emissionen lediglich auf eine Variante, die durch das eWpG ermöglicht werden soll, nämlich die Abbildung von elektronischen Inhaberschuldverschreibungen als Kryptowertpapiere auf einer Blockchain. Die grundlegende Zielrichtung des Referentenentwurfs – und die im Finanzmarkt auch deutlich leichter implementierbare Variante – ist die schlichte Digitalisierung des Wertpapiers durch Verzicht auf die derzeit zwingende urkundliche Verkörperung. Die praktischen Anwendungsfälle dieser Variante erscheinen kurzfristig viel naheliegender, weil die prozessualen Voraussetzungen hierfür vergleichsweise gering sind.

Der Referentenentwurf wird insoweit dem eigenen Anspruch gerecht, als dass „die deutsche Finanzindustrie [...] möglichst ohne großen Umstellungsaufwand die Vorteile elektronischer Wertpapiere nutzen können [soll]; hierfür sollen sich die neu zu schaffenden Regelungen möglichst reibungslos in das bestehende Zivil- und Aufsichtsrecht einordnen“ (vgl. RefE, S. 25). Genauso wie elektronische Inhaberschuldverschreibungen könnten dann aber auch elektronische Fondsanteilscheine in ein zentrales elektronisches Wertpapierregister eingetragen werden. Anders als Kryptowertpapiere auf der Blockchain, die man eher als technologische Revolution betrachten könnte, stellen in ein zentrales Register eingetragene elektronische Fondsanteilscheine eher eine digitale Evolution dar. Es stellt sich daher umgekehrt die Frage, warum bei Fondsanteilscheinen immer noch an dem Relikt des Urkundserfordernisses festgehalten werden soll.

Auch wirft die Beschränkung des Anwendungsbereichs auf Inhaberschuldverschreibungen die Frage nach der Wettbewerbsneutralität im Vergleich zu anderen Finanzinstrumenten auf. Wirtschaftlich betrachtet können Inhaberschuldverschreibungen dazu genutzt werden, weitreichende Rechte (z. B. Zins-, aber auch (Kurs-)Gewinnansprüche) aus zugrundeliegenden Wertpapieren und anderen Anlagen, wie beispielsweise Unternehmensbeteiligungen, im Wege der „Verpackung“ als Zertifikate am Kapitalmarkt zu platzieren und auch an Verbraucher zu vertreiben. Alternativ können Anleger über den Erwerb von Anteilscheinen an Investmentfonds, die in entsprechende Anlagegegenstände investieren, von der Entwicklung dieser Anlagen oder daraus resultierenden Zinsansprüchen profitieren, ohne sich jedoch dem zusätzlichen Emittentenrisiko des Herausgebers eines Zertifikats auszusetzen.

Folgt man der Gesetzesbegründung, wonach das deutsche Recht „für innovative Technologien unter Wahrung der Erfordernisse der Rechtssicherheit, der Marktintegrität und des Anlegerschutzes sowie des Funktionierens und der Transparenz des zugrundeliegenden Finanzmarkts“ geöffnet und „die Voraussetzungen für Innovationen im Finanzsektor verbessert werden“ sollen (vgl. RefE, S. 25), stellt sich unweigerlich die Frage, warum Verbrauchern die Teilhabe an dieser Innovation nur durch den Erwerb von Zertifikaten und anderen Inhaberschuldverschreibungen, nicht aber von Fondsanteilscheinen möglich sein soll. Aus dem Risikoprofil von Zertifikaten, bei denen es sich um strukturierte Finanzprodukte handeln kann, ergibt sich eine solche Schlussfolgerung – gerade unter dem Gesichtspunkt des Verbraucherschutzes – jedenfalls nicht. Im Sinne einer wettbewerbsneutralen Ausgestaltung der Vorschriften müsste die Bundesregierung entweder den Anwendungsbereich des eWpG dahingehend



einschränken, dass nur festverzinsliche Wertpapiere / Inhaberschuldverschreibungen umfasst sind, womit allerdings auch die derzeit als Genussscheine emittierten Token außen vor blieben. Oder der Anwendungsbereich muss zur Vermeidung einer Marktverzerrung auch Fondsanteilscheine einbeziehen, da sie dem Anleger dieselben Zins- oder Gewinnansprüche aus zugrundeliegenden Vermögensgegenständen vermitteln, wie wenn diese Ansprüche in Zertifikate verpackt würden.

Für elektronische Fondsanteilscheine in Form von Kryptowertpapieren sehen wir eher mittelfristig Anwendungsfälle im Bereich der Spezialinvestmentfonds. Gleichwohl bietet sich dieses Segment für die Fondsbranche an, um im Zusammenspiel mit einem überblickbaren Kreis von professionellen und semi-professionellen Fondsanlegern über geschlossene („private permissioned“) Netzwerke wertvolle Erfahrungen mit DLT-Systemen zu sammeln.

Zudem möchten wir anregen, den Legal Entity Identifier (LEI) als obligatorisches Identifizierungsmerkmal für Emittenten vorzusehen. Der LEI ermöglicht im Geschäftsverkehr eine klare und eindeutige Identifikation der Rechtsträger, ist ein Standard der Internationalen Organisation für Standardisierung (ISO 17442) und kann als internationaler einzigartiger Code ohne Kosten veröffentlicht und genutzt werden. In der EU-Verordnung über elektronische Identifizierung und Vertrauensdienste für elektronische Transaktionen (eIDAS) ist der LEI als optionales Attribut vorgesehen und kann in eIDAS-konformen digitalen Zertifikaten verwendet werden. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht setzt den LEI für Geschäfte in Finanzinstrumenten als eindeutiges Identifizierungsmerkmal bereits voraus (https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenz/LEI/lei_artikel.html). Die vom Financial Stability Board eingerichtete, zentrale Vergabestelle für den LEI, die Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF) in Frankfurt, hat bereits die notwendige Software für die Einbindung der LEI-Informationen in DLT-Anwendungen entwickelt und stellt diese kostenlos auf der Website www.gleif.org zur Verfügung. Auch mit der DLT-LEI Initiative geht Deutschland bei der Finanzmarktinnovation voran.

Unser Vorschlag zur Berücksichtigung von Fondsanteilscheinen ließe sich durch eine Erweiterung des Anwendungsbereichs des eWpG auf Anteilscheine auf den Inhaber umsetzen. Im KAGB müssten die Vorschriften zu Anteilscheinen (§ 95 KAGB) um eine entsprechende Anwendung des eWpG erweitert werden. Änderungen des Registerinhalts (vgl. § 14 eWpG für elektronische Wertpapiere und § 18 eWpG für Kryptowertpapiere) von elektronischen Fondsanteilscheinen müssten bei offenen Publikumsinvestmentvermögen nach Maßgabe des § 163 KAGB bzw. bei offenen inländische Spezial-AIF nach Maßgabe des § 273 KAGB entsprechend den Änderungen der Anlagebedingungen erfolgen, da das KAGB in diesen Fällen kein Zustimmungserfordernis der Anleger vorsieht. Da das KAGB insbesondere bei Publikumsinvestmentvermögen bereits umfangreiche Publizitätsvorgaben in Pflichtpublikationen macht (z. B. Anlagebedingungen, Verkaufsprospekt, wesentliche Anlegerinformationen) und Genehmigungs- bzw. Anzeigepflichten an die BaFin bestehen, die auch bei einer elektronischen Begebungsform des Fondsanteilscheins nicht entfallen, sollte bei Fondsanteilscheinen § 20 eWpG keine Anwendung finden. Im Bereich der Spezial-AIF ist es zudem unüblich und würde auch nicht auf Marktakzeptanz stoßen, wenn Produktspezifika öffentlich gemacht werden müssten, weshalb im Rahmen der Niederlegung nach § 5 eWpG die Emissionsbedingungen bei inländischen Spezial-AIF nur dem Anleger zugänglich sein sollten.

Änderungsvorschlag:

1. Änderung von § 1 eWpG zur Erweiterung auf Inhaberanteilscheine:

§1 Anwendungsbereich

Dieses Gesetz ist auf Schuldverschreibungen **und Anteilscheine** auf den Inhaber anzuwenden.

2. Einfügung eines neuen Artikels 9 in den Referentenentwurf zur Ergänzung eines neuen Absatz 3 in § 95 KAGB:

Artikel 9 Änderung des Kapitalanlagegesetzbuches

Das Kapitalanlagegesetzbuch vom [...], das zuletzt durch [...] geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

§ 95 wird folgender Absatz 3 angefügt:

(3) Anteile an Sondervermögen können auch in Form eines elektronischen Wertpapiers entsprechend den Bestimmungen des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (BGBl. ...) begeben werden. Absatz 1 Sätze 3, 5 und 6 finden insoweit keine Anwendung. Absatz 2 findet entsprechende Anwendung. Für Anteile an Sondervermögen in Form elektronischer Wertpapiere erfolgen Änderungen des Registerinhalts nach Maßgabe dieses Gesetzes entsprechend den Änderungen der Anlagebedingungen. Abweichend von § 5 Abs. 1 S. 1 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere sind die Emissionsbedingungen bei inländischen Spezial-AIF nur dem Anleger zugänglich zu machen; § 20 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere findet keine Anwendung.