

Im Blickpunkt: Kryptowertpapiere

Die Zukunft hat begonnen: Wertpapierhandel auf der Blockchain

Von *Franziska Stuckenberg* und *Dr. Johannes Blassl*

Die Blockchaintechnologie ist momentan in aller Munde und könnte unter anderem die Finanzindustrie revolutionieren. Insbesondere im Wertpapierhandel und bei der Wertpapierverwahrung lässt sich die Blockchaintechnologie gewinnbringend einsetzen. Das gilt für die Schaffung von sogenannten Kryptowertpapieren, also Wertpapieren, die nur in einer Blockchain und nicht analog in der „realen“ (analogen) Welt existieren, und ebenso für den Handel von Wertpapieren via Blockchain. Eine Wertpapiertransaktion über die Blockchain kann statt

in Tagen in Minuten abgewickelt werden. Neben dieser Zeitersparnis kommt es durch das Ausschalten von Intermediären auch zu erheblichen Kostenreduktionen.

Erste Case-Study

Wir haben dazu bei GSK Stockmann in Frankfurt am Main die erste Wertpapieremission auf der Blockchain begleitet. Continental, Commerzbank und Siemens haben mit unserer Unterstützung in einem Pilotprojekt ein Geldmarktwertpapier auf Basis der Blockchaintechno-

logie abgewickelt. Continental trat dabei als Emittentin des Geldmarktwertpapiers auf, das aufgrund rechtlicher Vorgaben in Form eines in Euro denominierten elektronischen Commercial Papers nach luxemburgischem Recht aufgelegt wurde. Die Commerzbank stellte die Corda-basierte Blockchainplattform zur Verfügung. Siemens zeichnete das Geldmarktwertpapier als Investor.

Die beteiligten Unternehmen haben sowohl die Erzeugung des Geldmarktwertpapiers als auch dessen Handel (inklusive Zahlungsabwicklung) rechtsverbindlich über die Blockchain abgewickelt. Hauptbeweggrund für die Durchführung der Transaktion war die Praxiserprobung der Blockchaintechnologie mit dem Ziel, diese mittel- bis langfristig auch bei regulären Finanzgeschäften zu nutzen.

Aktuelle Rechtslage

Nach deutschem Recht ist das Wertpapier eine Sache (Urkunde), die Rechte verkörpert. Die Übertragung von Wertpapieren folgt dem Sachenrecht. So werden Wertpapiere durch sogenannte Globalurkunden physisch verbrieft und bei einer Wertpapiersammelbank [auch Zentralverwahrer oder Central Securities Depository (CSD) genannt; in Deutschland: die Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main] zentral verwahrt. Banken unterhalten bei der inländischen Wertpapiersammelbank (sowie gegebenenfalls bei ausländischen CSDs oder ▶



© MysteryShot/istock/Getty Images Plus

Insbesondere im Wertpapierhandel und bei der Wertpapierverwahrung lässt sich die Blockchaintechnologie gewinnbringend einsetzen.

entsprechenden Korrespondenzbanken) eigene Depots für die Wertpapiere ihrer Kunden, so dass die Wertpapiere praktisch durch Buchungen zwischen diesen Depots übertragen werden.

Zentral für das Entstehen eines Wertpapiers ist also das Erfordernis einer physischen Urkunde. Die Verbriefung in einer physischen Urkunde ist bei Kryptowertpapieren jedoch gerade nicht möglich. Eine Anknüpfung an Urkunden auf technischen Umwegen erscheint ebenfalls nicht zweckmäßig. Das gesetzliche Urkundenerfordernis steht somit einem praktikablen Einsatz von Kryptowertpapieren entgegen. Auch die (finanz)aufsichtsrechtliche Einordnung von Kryptowertpapieren bereitet gewisse Schwierigkeiten. Da das Finanzaufsichtsrecht aber weitgehend technikneutral ist, bestehen weniger Friktionen als im deutschen Zivilrecht, hier wiederum insbesondere im abschließend geregelten Sachenrecht.

Grundlage des Aufsichtsrechts ist es hingegen, angemessene Vorgaben zum Umgang mit bestehenden Risiken für vergleichbare Sachverhalte festzulegen. Der Schaffung und dem Handel mit Kryptowertpapieren stehen auch gewisse aufsichtsrechtliche Hindernisse entgegen, wobei eine urkundliche Verbriefung von Finanzinstrumenten aufsichtsrechtlich nicht erforderlich ist. Ausgewählte Vorschriften bedürfen weiterer Anpassungen und Klarstellungen, die angesichts des fortgeschrittenen Harmonisierungsgrads des Aufsichtsrechts weitestgehend in die Zuständigkeit des Unionsgesetzgebers fallen dürften.

Sofern Globalurkunden lediglich auf der Blockchain „verwahrt“ werden sollen, ist insbesondere zu klären, ob dies genehmigungspflichtiges Depotgeschäft im Sinne des KWG darstellt.

Weiterhin stellt sich die Frage, ob und, wenn ja, wer der „Verwahrer“ der Kryptowertpapiere ist. Sofern die Kryptowertpapiere in einer Public Blockchain liegen, die keinen feststellbaren Betreiber hat, ist fraglich, wer diese Verwahrereigenschaft erfüllt und ob es haftungsrechtliche Konsequenzen gibt, etwa für den Emittenten des Wertpapiers.

Auch müssen Globalurkunden auf eine bestimmte Art und Weise verwahrt werden. Hier müsste geprüft werden, inwieweit sich Konformität mit diesen Vorgaben zur Verwahrung bei Nutzung einer Blockchain herstellen lässt.

Anstehende gesetzliche Änderungen

Bereits am 07.03.2019 hat das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) gemeinsam mit dem Bundesministerium der Finanzen (BMF) ein Papier veröffentlicht, in dem die Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Tokens vorgestellt und eine „Öffnung des deutschen Rechts für Kryptowertpapiere“ angekündigt werden.

Kürzlich, am 20.05.2019, veröffentlichte das BMF einen Referentenentwurf zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur 4. EU-Geldwäscherichtlinie, die unter anderem auch eine Änderung des Kreditwesengesetzes umfasst. So soll der neue Tatbestand des Kryptoverwahrgeschäfts geschaffen werden, der die Verwahrung, Verwaltung und Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptographischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte zu halten, zu speichern und zu übertragen, für andere umfasst. Die Einordnung des Kryptoverwahrgeschäfts als Finanzdienstleistung löst eine Erlaubnis-

pfligt für das die Leistung erbringende Institut und die damit einhergehende Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht aus.

Dies sind spannende Entwicklungen.

Fazit und Ausblick

Der Startschuss hin zur vollständigen Digitalisierung und Dematerialisierung des Wertpapierhandels ist gefallen und ein wichtiger Schritt hin zur technischen Skalierung automatisierter Wertpapieremissionen getan.

Selbstverständlich ist noch rechtliches, aber auch technisches Feintuning notwendig, und es wird noch einige Zeit dauern, bis sämtliche Wertpapiertransaktionen vollständig digitalisiert ablaufen werden, aber dies ist zweifelsohne die Zukunft. Ob diese in fünf Jahren zur Realität wird oder erst in zehn Jahren, wird sich zeigen, aufzuhalten ist dieser Prozess aber nicht mehr. ◀



Franzisca Stuckenberg,
Rechtsanwältin, GSK Rechtsanwälte,
Frankfurt am Main

Franzisca.stuckenberg@gsk.de
www.gsk.de



Dr. Johannes Blassl,
Rechtsanwalt, GSK Rechtsanwälte,
Frankfurt am Main

johannes.blassl@gsk.de
www.gsk.de