

# Konstruktive Kryptoregulierung



*Kryptowährungen und Kryptowertpapiere spielen auf den Finanzmärkten inzwischen eine wichtige Rolle, auch wenn ihr Ruf nicht der Beste ist. Der europäische und der nationale Gesetzgeber sind bemüht, einen regulatorischen Rahmen zu schaffen, der das Potenzial nutzt und Risiken begrenzt. Ob das bisher gut gelingt, haben wir mit dem Kölner Rechtsanwalt Christopher Görtz besprochen.*

**NJW:** Seit rund zwei Jahren besteht in Deutschland die Möglichkeit, elektronische Wertpapiere zu begeben. Welche sind das und welche Vorteile haben diese gegenüber der klassischen Emission?

**Görtz:** Das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) ermöglicht es Emittenten, auf den Inhaber lautende Leistungsversprechen auch rein elektronisch zu begeben. Das sind neben klassischen Anleihen etwa Wandel- und Optionsschuldverschreibungen, Genuss- und Optionsscheine, Anlagenzertifikate und strukturierte Schuldverschreibungen. Durch die im Juni 2022 in Kraft getretene Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) wurde der Anwendungsbereich des eWpG um die Möglichkeit der Begebung elektronischer Anteilscheine durch Eintragung in ein Kryptowertpapierregister (sogenannte Kryptofondsanteile) erweitert. Die Begebung eines Kryptowertpapiers bringt diverse Vorteile mit sich und eröffnet Emittenten völlig neue Möglichkeiten außerhalb der Zentralverwahrung. Neben der Möglichkeit von Kosteneinsparungen können Emissionen massiv beschleunigt werden und die Abwicklung der Geschäfte wird vereinfacht.

**NJW:** Aktuell steht eine Reform des eWpG bevor. Was beinhaltet sie und wie bewerten Sie die Änderungen?

**Görtz:** Der nunmehr vorliegende Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes sieht eine Öffnung des eWpG für Aktien vor. Das eWpG differenziert danach auch weiterhin zwischen zwei Arten elektronischer Wertpapierregister: Zentralen Registern und Kryptowertpapierregistern. Inhaberaktien können nach dem Referentenentwurf zukünftig als Zentralregisteraktien

begeben werden, Namensaktien hingegen als Zentralregisteraktien und Kryptoaktien.

**NJW:** Welche speziellen Risiken haben Kryptowertpapiere eigentlich?

**Görtz:** Eigentlich haben Kryptowertpapiere im Sinne des eWpG keine speziellen Risiken. Man muss sich vor Augen führen, dass durch die Vorschriften des eWpG lediglich die klassische Begebung durch eine Urkunde ersetzt wird, während die übrigen rechtlichen Anforderungen für die jeweils begebenen Wertpapiere weiterhin Anwendung finden. Dazu zählen beispielsweise die Regelungen zur Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten. Eher theoretisch ist das Risiko eines technischen Versagens des Kryptowertpapierregisters. Bei klassischen Wertpapieren würde auch niemand ernsthaft das Risiko thematisieren, die Systeme der depotführenden Banken könnten versagen.

**NJW:** Wie viele Kryptowertpapiere wurden seit Inkrafttreten des eWpG im Juni 2021 bislang emittiert?

**Görtz:** Die Emission von Kryptowertpapieren im Sinne des eWpG ist der BaFin anzuzeigen, die auf ihrer Internetseite eine Liste der emittierten Kryptowertpapiere führt. Stand heute wurden danach bislang 26 Kryptowertpapiere emittiert.

**NJW:** Warum nur so wenige?

**Görtz:** Diese auf den ersten Blick relativ gering erscheinende Anzahl an Emissionen ist meines Erachtens in erster Linie auf die Vorlaufzeiten mit Blick auf die tech-

nischen und regulatorischen Anforderungen zurückzuführen. Die Kryptowertpapierregisterführer mussten die entsprechenden Infrastrukturen zunächst aufbauen, testen und in Betrieb nehmen. Die Zahl der Emissionen steigt aber in letzter Zeit rapide an. So wurden ausweislich der Liste der BaFin seit Beginn des Jahres neun der 26 Kryptowertpapiere emittiert. Meiner Einschätzung nach wird die geplante Ausweitung des eWpG auf Aktien zu einer weiteren erheblichen Erhöhung der Emissionszahlen beitragen.

**NJW:** Im Herbst 2022 wurde der Kryptomarkt von einer massiven Krise erschüttert, nachdem die weltweit zweitgrößte Handelsplattform pleiteging. Hat da die Regulierung versagt?

**Görtz:** Mir ist hier wichtig zu differenzieren. Ihre Frage bezieht sich auf Kryptowährungen. Diese teilen sich zwar mit elektronischen Wertpapieren nach dem eWpG die Technologie. Damit erschöpfen sich aber schon die Gemeinsamkeiten. Kryptowertpapiere nach dem eWpG sind, wegen der zusätzlichen Anforderungen der regulatorischen Vorschriften des deutschen Rechts an die Kryptoregisterführung, schärfer reguliert als klassische Wertpapiere. Für Kryptowertpapiere nach dem eWpG besteht eine klare und ausreichende Regulierung.

**NJW:** Was macht die Regulierung des Kryptomarkts so komplex?

**Görtz:** Komplex ist sicherlich die Verzahnung der technischen Anforderungen mit der Regulierung.

**NJW:** Wie bewerten Sie die derzeitige Regulierung auf europäischer und nationaler Ebene?

**Görtz:** Die Regulierung ist erfreulich innovationsoffen und konstruktiv. Gerade Deutschland macht hier eine recht gute Figur. Es wäre zu begrüßen, wenn von der Politik mehr Mittel für die Aufsichtsbehörden zur Verfügung gestellt würden. Das würde sich dann sicherlich positiv auf die Bearbeitungsdauer von Erlaubnis- anträgen für die Kryptowertpapierregisterführung und die Kryptoverwahrung auswirken.

**NJW:** Stichwort Kryptowertpapierregister: Seit Anfang April sind Sie Vorstandsvorsitzender des Bundesverbands der Kryptowertpapierregisterführer. Wer gehört ihm an und welche Ziele verfolgt er?

**Görtz:** Als Gründungsmitglieder des Verbands haben sich die meisten Kryptowertpapierregisterführer beteiligt. Der Verband setzt sich insbesondere für die Verbesserung der maßgeblichen Rahmenbedingungen für Kryptowertpapiere im Sinne des eWpG ein, tritt aktiv für die Belange von Kryptowertpapierregisterfüh-

*Christopher Görtz studierte Jura in Düsseldorf. Nach dem Ersten Staatsexamen war er wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht der Ruhr-Universität Bochum. Im Anschluss an sein Referendariat war er zunächst als Rechtsanwalt bei CMS Hasche Sigle tätig und wechselte im September 2014 zu Heuking in Köln. Dort berät er als Salaried Partner schwerpunktmäßig im Aktien- und Kapitalmarktrecht. Dies umfasst das Transaktionsgeschäft, die laufende aktienrechtliche Beratung sowie die laufende Kapitalmarkt Compliance. Insbesondere berät er „von der ersten Stunde an“ Emissionen von Wertpapieren nach dem eWpG. Seit 5.4.2023 ist er Vorstandsvorsitzender des neu gegründeten Bundesverbands der Kryptowertpapierregisterführer e.V.*

rern und die Verbesserung der maßgeblichen Rahmenbedingungen für Kryptowertpapiere in Dialog mit Politik, Gesetzgebungsorganen, Aufsichtsbehörden, Institutionen des Kapitalmarkts, Interessenverbänden und der Öffentlichkeit ein und fördert den fachlichen Austausch seiner Mitglieder untereinander. Ein wichtiger Punkt wird es sein, Branchenstandards für das Führen von Kryptowertpapierregistern zu setzen, insbesondere um Interoperabilität und damit Handelbarkeit zu ermöglichen.

**NJW:** Wer darf ein Kryptowertpapierregister unter welchen Voraussetzungen führen und wie viele gibt es davon bei uns?

**Görtz:** Unternehmen, die ein Kryptowertpapierregister führen, üben eine Finanzdienstleistung im Sinne des § 1 Ia 2 Nr. 8 KWG aus und benötigen aus Anlegerschutzgründen nach § 32 I KWG eine Erlaubnis der BaFin. Die Anforderungen ergeben sich in erster Linie aus dem eWpG sowie der Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (eWpRV). Stand heute gibt es meines Wissens nach zehn Kryptowertpapierregisterführer mit einer vorläufigen Erlaubnis der BaFin.

**NJW:** Lassen Sie uns abschließend noch über die Funktion eines solchen Registers sprechen.

**Görtz:** Um auch bei nicht mehr physisch vorhandenen Wertpapieren Verkehrsschutz und rechtssicheren Erwerb zu gewährleisten, bedarf es nach dem eWpG der Eintragung der Wertpapiere in ein elektronisches Register. Das Register fungiert dabei an Stelle der Urkunde als Rechtsscheinträger und ermöglicht so etwa auch einen gutgläubigen Erwerb. •

---

Interview: Monika Spiekermann