

Bundesverband für elektronische Wertpapier e.V.
c/o Heuking Kühn Lüer Wojtek Magnusstr. 13 50672 Köln

Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
Mohrenstraße 37
10117 Berlin

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

Christopher Görtz
Vorstandsvorsitzender

T +49 221 205 2-220
c.goertz@heuking.de

Assistenz
Jennifer Schulz
je.schulz@heuking.de

c/o Heuking Kühn Lüer Wojtek
Magnusstraße 13
50672 Köln

Köln, den 14.03.2026

GZ: VII B 5 - WK 6000/00083/002/002
Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Sehr geehrte Frau Höfeld, sehr geehrter Herr Franke,

sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Gelegenheit, im Rahmen der Evaluierung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG) Stellung zu nehmen. Der Bundesverband für elektronische Wertpapiere e.V. vertritt die Interessen von Unternehmen, die im Bereich der DLT-basierten Wertpapierinfrastruktur tätig sind, insbesondere lizenzierte Kryptowertpapierregisterführer nach dem eWpG. Die vorliegende Stellungnahme fasst Erfahrungen und Positionen unserer Mitglieder zusammen und richtet sich an den von Ihnen übersandten Fragenkatalog.

Insgesamt bewerten wir das eWpG als eine weitgehend gelungene und im internationalen Vergleich fortschrittliche Regelung. Das Gesetz hat die Grundlage für eine neue, leistungsfähige Wertpapierinfrastruktur in Deutschland geschaffen und die Position des Finanzplatzes gestärkt. Gleichwohl zeigt die Praxis in einzelnen Bereichen Nachbesserungsbedarf, den wir im Folgenden im Einzelnen darstellen.

I. Zusammenfassung der wesentlichen Positionen

- Das eWpG hat sich in der Praxis bewährt und wird von unseren Mitgliedern grundsätzlich positiv bewertet. Es bedarf jedoch gezielter Anpassungen, um das volle Potenzial der Technologie zu entfalten.
- Die Erweiterung des Anwendungsbereichs um Namensaktien ist ein wichtiger Schritt. Zur Förderung des Finanzstandorts und im Sinne der EU-Kapitalmarktunion sollten darüber hinaus Inhaberaktien, GmbH-Anteile und weitere Wertpapierarten einbezogen werden.
- Die Gleichbehandlung von Kryptowertpapieren und traditionellen Wertpapieren („Level Playing Field“) muss konsequent durchgesetzt werden. Dies betrifft insbesondere die EZB-Hinterlegungsfähigkeit über den am 30. März 2026 in Kraft tretenden ersten Schritt hinaus, geldwäscherechtliche Einstufungen sowie die regulatorischen Kapitalanforderungen.
- Die Rechtssicherheit ist insgesamt gewährleistet, bedürfte jedoch in mehreren Punkten der Klarstellung, insbesondere bei der Löschung von Kryptowertpapieren, dem Registerwechsel, der Zulässigkeit mehrerer Sammeleingetragener, der Anwendbarkeit auf ausländische Wertpapiere und dem Entstehungszeitpunkt des Kryptowertpapiers.
- Die Aufsichtskosten für Kryptowertpapierregisterführer stehen in einem Missverhältnis zu Größe und Ertragskraft dieser Institute. Eine verhältnismäßige Ausgestaltung der Aufsicht ist erforderlich, um die wirtschaftliche Tragfähigkeit der Registerführer zu sichern.
- Das Insolvenzrisiko des Emittenten stellt ein strukturelles Problem für die Registerinfrastruktur dar. Der Gesetzgeber sollte Mechanismen zur Sicherung der Registerfortführung auch im Krisenfall des Emittenten vorsehen.
- Auf EU-Ebene bedarf es sowohl einer Mindestharmonisierung als auch eines optionalen „28. Regimes“, um grenzüberschreitende Emissionen zu erleichtern und die Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes gegenüber den USA zu sichern. Deutsche Kryptowertpapierregisterführer müssen über einen Gleichstellungsmechanismus in die neuen EU-weiten Rollen des DLT-Notary und der DLT-Central Maintenance Services überführt werden können.

II. Stellungnahme im Einzelnen

1. Erfahrungen mit der Begebung und dem Erwerb von Kryptowertpapieren (Frage 1)

Unsere Mitglieder haben umfangreiche praktische Erfahrungen mit der Begebung und Registrierung von Kryptowertpapieren gesammelt. Mehrere unserer Mitgliedsunternehmen

gehören zu den aktivsten Kryptowertpapierregisterführern im deutschen Markt und haben zusammen eine dreistellige Zahl von Kryptowertpapieren registriert. Darüber hinaus wurden erste Namensaktien tokenisiert. Unsere Sicht auf das eWpG ist daher grundsätzlich positiv.

Ein wesentlicher unmittelbarer Vorteil elektronischer Wertpapiere liegt im Settlement am selben Tag (T+0). Wo herkömmliche Wertpapiere im Rahmen des europäischen Abwicklungszyklus von T+1 (ab Oktober 2027) abgewickelt werden, ermöglicht die DLT-basierte Abwicklung bereits heute eine sofortige Lieferung. Darüber hinaus ermöglichen elektronische Wertpapiere den direkten Vertrieb an Investoren ohne Einschaltung von Intermediären, was zu erheblichen Kostenvorteilen führt.

Die praktischen Erfahrungen zeigen indes auch deutliche Hemmnisse. Im Vertrieb fällt es teilweise noch schwer, die Vorteile elektronischer Wertpapiere gegenüber herkömmlichen Strukturen zu vermitteln. Dies liegt vor allem an drei Faktoren:

- **Fehlende Liquidität und Sekundärmarktmöglichkeiten:** Der Handel von Kryptowertpapieren findet bislang OTC statt. Plattformen von Banken und Finanzdienstleistern sind kaum interoperabel. Die derzeit von der EU-Kommission vorgeschlagenen Erweiterungen der DLT-Pilotregelung im Rahmen des Market Integration and Supervision Package (MISP) sollten daher schnellstmöglich umgesetzt werden, idealerweise im Wege eines Quick-Fix.
- **Fehlende Cash-on-Chain-Lösung und Pontes-Restriktionen:** Es existiert keine flächendeckende Cash-on-Chain-Lösung, sodass die Zahlungsabwicklung über bestehende Systeme erfolgen muss. Die Verengung der Kriterien zur Teilnahme an Pontes verschärft dieses Problem erheblich, da sie de facto das CSD-Monopol für die Geldabwicklung elektronischer Wertpapiere zementiert. Dies ist insbesondere deshalb problematisch, weil Pontes in der engeren Fassung gegenüber Stablecoin-basierten Lösungen unattraktiv wird und damit den ökonomischen Anreiz, DLT-basierte Infrastrukturen zu nutzen, untergräbt. Letztlich wird damit die gesamte Wertschöpfungskette des entstehenden Marktes geschädigt.
- **Regulatorische Diskriminierung:** Kryptowertpapiere werden unter Geldwäschegesichtspunkten oftmals ohne jede Begründung pauschal als riskanter eingestuft. Dies entbehrt jeder Grundlage, da ein Kryptowertpapierregister aufgrund der gesetzlichen Vorgaben in § 18 eWpRV und §§ 10 ff. GwG ein geschlossenes System geldwäscherechtlich identifizierter Inhaber darstellt, sodass, anders als bei papiernen Wertpapieren, zu jeder Zeit alle Inhaber ermittelt werden können.

Insgesamt befindet sich der Markt für elektronische Wertpapiere weiterhin im Aufbau. Die hohen Initialaufwände müssen durch weitere regulatorische Erleichterungen und den Aufbau einer ausgereiften Infrastruktur zur Übertragung kompensiert werden.

2. Effizienz und Praktikabilität der Regelungen (Frage 2)

Die Regelungen zur Begebung von Kryptowertpapieren bewerten wir insgesamt als ausgewogen. Insbesondere der Wegfall der Veröffentlichungspflichten nach dem bislang geltenden § 20 eWpG durch das Inkrafttreten des Standortförderungsgesetzes Anfang dieses Jahres erleichtert den Alltag der Emittenten und Registerführer signifikant. Wir begrüßen diese Maßnahme ausdrücklich und sehen sie als Beleg dafür, dass der Gesetzgeber willens und in der Lage ist, die Praxistauglichkeit des eWpG fortlaufend zu verbessern.

Mit weiteren signifikanten Effizienzsteigerungen ist zu rechnen, sobald Kryptowertpapierregister-Lösungen vollumfänglich implementiert sind, sich Netzwerkeffekte bilden und ein digitales Settlement durchgängig möglich ist.

Einzelne Regelungen laufen hingegen mangels Nutzung ins Leere. So wird die Pflicht in § 19 Abs. 2 eWpRV, Schnittstellen für automatisierte Abfragen vorzuhalten, in der Praxis nicht genutzt und sollte im Interesse des Bürokratieabbaus ersatzlos gestrichen werden.

EZB-Hinterlegungsfähigkeit: Wir begrüßen die Ankündigung der EZB vom 27. Januar 2026, DLT-basierte Wertpapiere ab dem 30. März 2026 als Eurosystem-Sicherheiten zu akzeptieren. Die explorative Arbeit des Eurosystems mit 64 Marktteilnehmern, in deren Rahmen rund EUR 1,6 Milliarden über DLT abgewickelt wurden, unterstreicht die Leistungsfähigkeit der Technologie. Allerdings erstreckt sich diese Anerkennung im ersten Schritt ausschließlich auf DLT-basierte Wertpapiere, die in einem von einem Zentralverwahrer (CSD) geführten Register eingetragen sind und über TARGET2-Securities (T2S) abwickelbar sind. Für nicht CSD-geführte elektronische Wertpapiere, mithin Kryptowertpapiere und damit für den Kernbereich der deutschen Kryptowertpapierregisterführung besteht die Diskriminierung fort. Die EZB hat selbst einen „gestaffelten Ansatz“ („staggered approach“) zur schrittweisen Erweiterung angekündigt. Wir fordern die Bundesregierung auf, sich auf europäischer Ebene nachdrücklich dafür einzusetzen, dass nicht CSD-geführte elektronische Wertpapiere in die nächste Erweiterungsstufe einbezogen werden. Die Alternative, dass deutsche Kryptowertpapiere gegenüber CSD-geführten DLT-Wertpapieren strukturell benachteiligt bleiben, würde dem mit dem eWpG verfolgten Ziel der Technologieneutralität fundamental zuwiderlaufen.

3. Gesetzlicher Anwendungsbereich und Erweiterung um weitere Assetklassen (Frage 3)

- **Namensaktien:** Die Erweiterung des Anwendungsbereichs um Namensaktien bewerten wir positiv. Das Kryptowertpapierregister nach §§ 16 ff. eWpG begründet dabei die sachenrechtliche Zuordnung der Aktien und ist konstitutiv für den Eigentumstransfer. Das Aktienregister nach § 67 AktG bleibt daneben bestehen und ist weiterhin maßgeblich für die gesellschaftsrechtliche Legitimation gegenüber der Gesellschaft. Der besondere Vorteil liegt darin, dass der Emittent die registerführende Stelle gemäß § 30a eWpG auch mit der Führung des Aktienregisters beauftragen kann.

Werden beide Register durch einen unabhängigen, lizenzierten Kryptowertpapierregisterführer geführt, können Eigentumsübertragungen im Kryptowertpapierregister in Echtzeit im Aktienregister abgebildet werden. Dies erhöht den Schutz der Aktionäre gegenüber dem herkömmlichen Aktienregister nach § 67 AktG, das von der Gesellschaft selbst geführt werden kann und das daher in höherem Maße dem Risiko von Manipulationen durch die Gesellschaft ausgesetzt ist. Allerdings handelt es sich bei Namensaktien um einen relativ schmalen Nischenfall.

- **Niederlegung:** Der durch das ZuFinG eingefügte § 5 Abs. 5 eWpG stellt zwar klar, dass die Satzung der Aktiengesellschaft nicht bei der registerführenden Stelle niederzulegen ist, da sie bereits über das Handelsregister öffentlich zugänglich ist. Damit ist jedoch nur ein Teilaspekt adressiert. Die Grundkonzeption des § 5 eWpG, die Niederlegung von Emissionsbedingungen als konstitutive Voraussetzung der Eintragung, bleibt auf die Dogmatik der Inhaberschuldverschreibung zugeschnitten, bei der die Emissionsbedingungen das zentrale die Rechte der Inhaber definierende Dokument darstellen. Bei Aktien bestimmen sich die Aktionärsrechte hingegen abschließend aus dem AktG und der Satzung; eigenständige Emissionsbedingungen existieren in der Regel nicht. Dies führt in der Praxis zu Unsicherheiten darüber, ob und welche Dokumente im Sinne des § 5 Abs. 1 eWpG gleichwohl niederzulegen sind. Wir regen daher an, elektronische Aktien insgesamt vom Anwendungsbereich des § 5 eWpG auszunehmen oder jedenfalls klarzustellen, dass bei Aktien keine Niederlegung von Emissionsbedingungen erforderlich ist.
- **Inhaberaktien:** Sowohl für den Finanzstandort als auch insbesondere für die im Rahmen der EU Savings and Investments Union angestrebte Mobilisierung von Investments in KMU ist die Erweiterung auf Inhaberaktien dringend geboten. Gegen die Einbeziehung von Inhaberaktien sprechen keine geldwäscherechtlichen Bedenken. In einem Kryptowertpapierregister handelt es sich aufgrund der gesetzlichen Vorgaben in § 18 eWpRV und §§ 10 ff. GwG um ein geschlossenes System geldwäscherechtlich identifizierter Inhaber, sodass, anders als bei klassisch verbrieften Inhaberaktien, zu jeder Zeit alle Inhaber ermittelt werden können. Aus demselben Grund entbehrt auch eine pauschale geldwäscherechtliche Höhereinstufung von Kryptowertpapieren jeglicher sachlichen Grundlage.
- **GmbH-Anteile und EU Inc.:** Vor dem Hintergrund der geplanten EU-weiten Unternehmensform sollte auch die Tokenisierung von GmbH-Anteilen und künftig von Anteilen an der EU Inc ermöglicht werden. Dies würde einen erheblichen Beitrag zur Kapitalbildung und Finanzierung von KMU leisten.
- **Weitere Wertpapierarten:** Grundsätzlich sollte es das Ziel sein, sämtliche Wertpapierarten, die bislang in Papierform existieren, auch als elektronische

Wertpapiere begeben zu können. Ebenso würden wir die Möglichkeit der Börsenzulassung von Kryptowertpapieren ausdrücklich begrüßen.

- **Mischbestand:** Es ist derzeit unklar, ob ein Wertpapier unter einer ISIN gleichzeitig in einem Kryptowertpapierregister (§ 16 Abs. 2 eWpG) und einem Zentralen Register (§ 12 Abs. 2 eWpG) geführt werden kann. Ein solcher Doppelbestand sollte ermöglicht werden, da er die Börsenfähigkeit von Kryptowertpapieren vorantreiben und den Emittenten die kompletten Vorteile beider Infrastrukturen eröffnen würde.

4. Rechtssicherheit und Verständlichkeit der gesetzlichen Regelungen (Frage 4)

Grundsätzlich bewerten wir die Rechtssicherheit und Verständlichkeit der gesetzlichen Regelungen positiv. In der Praxis sind jedoch mehrere Aspekte aufgetreten, die einer Klarstellung bedürfen:

- **Löschung von Kryptowertpapieren:** Die Löschung eines Kryptowertpapiers (§ 4 Abs. 9 eWpG) setzt nach dem Weisungserfordernis des § 18 eWpG die Mitwirkung aller Inhaber voraus. In der Praxis, insbesondere bei Einzeleintragung, ist es jedoch teilweise unmöglich, die Zustimmung aller Inhaber einzuholen, etwa weil Inhaber nicht mehr auf ihre Wallets zugreifen können. Darüber hinaus besteht erhebliche Unsicherheit für den Fall, dass ein Wertpapier zwar niedergelegt, aber noch nicht eingetragen wurde: Kann die Niederlegung rückgängig gemacht werden? Wie ist ein Registerwechsel in einem solchen Schwebezustand zu handhaben? Es sollte eine praxistauglichere Lösung geschaffen werden, die auch diese Konstellation berücksichtigt.
- **Registerwechsel vs. Wechsel der registerführenden Stelle:** Die Unterscheidung zwischen dem Wechsel der registerführenden Stelle (§ 16 Abs. 2 eWpG) und dem Wechsel des Wertpapierregisters (§ 22 eWpG) erweist sich bei näherer Betrachtung als nur eingeschränkt praxistauglich. Beide Mechanismen adressieren unterschiedliche theoretische Konstellationen, doch die operative Realität zeigt, dass sie kaum unabhängig voneinander umsetzbar sind. In der Praxis hat es unseres Wissens nach bislang keinen Fall gegeben, in dem die registerführende Stelle gewechselt wurde, ohne dass gleichzeitig auch das Register gewechselt wurde. Wir bitten um eine gesetzgeberische Klarstellung und Vereinfachung dieser Mechanik, insbesondere auch im Hinblick auf Krisensituationen.
- **Mehrere Sammeleingetragene auf oberster Ebene:** Das eWpG lässt offen, ob innerhalb einer Sammeleintragung mehrere Verwahrer auf oberster Ebene zulässig sind. Der Vertrieb von Kryptowertpapieren über Banken setzt in der Praxis voraus, dass ein Verwahrer mit einer Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts als Sammelverwahrer gemäß § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG ins Register eingetragen wird. Wenn ein Zeichner mit einem dritten Verwahrer ein Verwahrverhältnis begründet, entsteht

dieses zivilrechtlich unabhängig davon, ob im Register nur ein Sammelverwahrer vorgesehen ist. Die explizite gesetzliche Zulassung mehrerer Verwahrer im Rahmen der Sammeleintragung würde die Praxis der Depotführung bei Kryptowertpapieren an klassische Strukturen angleichen und die Rechtssicherheit erhöhen. Wir empfehlen daher, klarzustellen, dass mehrere Sammeleingetragene auf oberster Ebene zulässig sind.

- **Anwendbarkeit auf ausländische Wertpapiere:** Es bestehen Unsicherheiten, ob das eWpG auch auf Wertpapiere nach ausländischem Recht anwendbar ist. Die Nachfrage ausländischer Depotbanken, als Sammeleingetragene in einem deutschen Kryptowertpapierregister geführt zu werden, steigt erkennbar an – ein starkes Signal für den Wirtschafts- und Finanzstandort Deutschland. Wir regen an, in § 1 eWpG klarzustellen, dass der grenzüberschreitende Einsatz, einschließlich der Emission und Verwahrung ausländischer elektronischer Wertpapiere, erfasst ist, und klare Leitlinien zu schaffen, unter welchen Voraussetzungen eine Depotbank, die nicht der deutschen Finanzaufsicht unterliegt, als Sammeleingetragene in einem deutschen Kryptowertpapierregister geführt werden darf. Angesichts der steigenden Anfragen ausländischer Depotbanken handelt es sich hierbei nicht um eine theoretische Frage, sondern um ein akutes Praxisbedürfnis, das den Wirtschaftsstandort Deutschland unmittelbar berührt.
- **Schuldnerersetzung:** Wir empfehlen eine Klarstellung, wonach eine vertraglich vorab vereinbarte Schuldnerersetzung nicht als Änderung der Emissionsbedingungen im Sinne des § 5 Abs. 2 eWpG gilt. Ohne eine solche Klarstellung entsteht erheblicher operativer Aufwand, der mit dem Ziel einer effizienten digitalen Begebung nicht vereinbar ist.
- **Haftungsrisiken für Emittenten:** Es ist unklar, ob Anbieter der DLT-Infrastruktur als Softwareanbieter gelten und für Programmierfehler haften. In der Praxis werden systemische Risiken über die AGB der Plattformen auf Emittenten und Investoren übertragen. Es wäre sinnvoll, den Haftungsmaßstab gesetzlich klarzustellen und eine unangemessene Verschiebung der Risikosphären zu Lasten der Emittenten und Investoren auszuschließen. Emittenten von Wertpapieren, die auf Basis der DLT ausgegeben werden, dürfen nicht schlechter gestellt werden als Emittenten im herkömmlichen System.
- **Harmonisierung der Begrifflichkeiten:** Im Zuge einer möglichen Überarbeitung des eWpG sehen wir die Notwendigkeit, Begrifflichkeiten zwischen dem eWpG und den europäischen Regelwerken (MiCAR, DLT-Pilotregime) zu harmonisieren. Darüber hinaus werden die Begriffe „Inhaber“ und „Berechtigter“ im eWpG nicht durchgängig konsistent verwendet, was zu Rechtsunsicherheit und Haftungsrisiken führt. Auch die Frage, wann ein Kryptowertpapier rechtlich entsteht – mit der Niederlegung der

Emissionsbedingungen oder erst mit der Eintragung im Register, und ab wann genau der Eintragungsvorgang als abgeschlossen gilt – bedarf einer gesetzgeberischen Klarstellung, da hieran erhebliche zivilrechtliche und aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen anknüpfen. Darüber hinaus bleiben wesentliche Fragen der zivilrechtlichen Einordnung und Durchsetzbarkeit der mit elektronischen Instrumenten verbundenen Rechte trotz der harmonisierten europäischen Finanzmarktregulierung (MiFID II/MiFIR) vom jeweiligen nationalen Zivil-, Gesellschafts- und Sachenrecht abhängig. Dies kann insbesondere bei grenzüberschreitenden Anwendungen zu erheblichen Unsicherheiten führen.

5. Potenzial für weiteren Bürokratieabbau (Frage 5)

Wir begrüßen die bereits erfolgten Maßnahmen zum Bürokratieabbau, insbesondere den Wegfall der Veröffentlichungspflichten und der Mitteilungspflichten an die BaFin. Darüber hinaus sehen wir weiteres Potenzial:

- **Formerfordernis bei Aktien-Zeichnungsscheinen:** Das Formerfordernis des § 185 AktG, das für den Zeichnungsschein die Schriftform bzw. eine qualifizierte elektronische Signatur erfordert, erschwert die vollständig digitale Begebung von elektronischen Namensaktien erheblich. Es sollte daher gestrichen bzw. angepasst werden.
- **Verhältnismäßige Aufsichtsanforderungen:** Die Einordnung der Kryptowertpapierregisterführung als Finanzdienstleistung nach § 1 Abs. 1a Nr. 8 KWG bringt signifikante Aufsichtskosten mit sich, die für kleine Registerführer in keinem Verhältnis zu ihrer Größe und Ertragskraft stehen. Unsere Mitglieder berichten von erheblichen jährlichen Grundkosten, die sich aus den Anforderungen an Geschäftsleiter, IT-Personal, Abschlussprüfer und aufsichtsrechtliche Compliance ergeben. Um die wirtschaftliche Tragfähigkeit der Registerführer zu sichern und das eWpG als Innovationstreiber nicht zu gefährden, schlagen wir vor, eine eigene, verhältnismäßig ausgestaltete Prüfungsberichtsverordnung für Kryptowertpapierregisterführer (eWpRPrüfBV) zu schaffen und die Aufsichtskosten insgesamt zu senken. Die in § 1a Abs. 2a KWG vorgesehene Erleichterung hinsichtlich DORA ist zwar hilfreich, reicht aber allein nicht aus.
- **Kapitalertragsteuer:** Kryptowertpapierregisterführer sind gemäß § 44 Abs. 1 S. 4 Nr. 6 EStG subsidiär zur Abführung der Kapitalertragsteuer verpflichtet. Diese Pflicht birgt enorme praktische Schwierigkeiten, da Kryptowertpapierregisterführer an den Zahlungsströmen nicht beteiligt sind und ihnen daher konkrete Informationen zu steuerpflichtigen Erträgen fehlen. Wir regen an, diese Verpflichtung praxisgerecht auszugestalten.

- **Regulatorische Klarstellung bei Liquiditätsmechanismen:** In der Praxis ergeben sich Unsicherheiten bei der aufsichtsrechtlichen Einordnung von Mechanismen zur Sicherstellung von Liquidität bei elektronischen oder hybriden Wertpapieren, etwa Share-Loan-Strukturen. Klarstellende regulatorische Leitlinien könnten dazu beitragen, operative Unsicherheiten zu reduzieren und die Anwendung bestehender Regelungen zu erleichtern.

6. Anlegerschutz und Marktintegrität (Frage 6)

Das bisherige Schutzniveau für Anleger ist durch das eWpG nach unserer Einschätzung mindestens erhalten worden. Kryptowertpapiere sind traditionellen Wertpapieren rechtlich gleichgestellt; die kapitalmarktrechtlichen Schutzvorschriften, namentlich die Vorgaben der MiFID II, der Marktmissbrauchsverordnung sowie der Prospektverordnung, finden daher uneingeschränkt Anwendung. Der Registereintrag im Kryptowertpapierregister tritt funktional an die Stelle der physischen Urkunde und entfaltet dieselben rechtlichen Schutzwirkungen.

Die Registerarchitektur des eWpG stellt darüber hinaus sicher, dass die Integrität der Eintragungen gewahrt bleibt. Der Kryptowertpapierregisterführer unterliegt der BaFin-Aufsicht und ist verpflichtet, unrechtmäßige Verfügungen zu verhindern sowie fehlerhafte Eintragungen zu korrigieren. Je nach Eintragungsform hält der Anleger ein Wallet unmittelbar beim Registerführer oder nutzt über die Sammeleintragung weiterhin seine bestehende Depotinfrastruktur. In beiden Konstellationen sind die materiellen Ansprüche des Anlegers durch die Anleihebedingungen gegenüber dem Emittenten begründet und bestehen unabhängig von der gewählten Begebungsform.

Wir möchten in diesem Zusammenhang betonen, dass Kryptowertpapiere keine Wertpapiere zweiter Klasse sind. Die zugrundeliegende Technologie bietet im Gegenteil das Potenzial, bestimmte Risiken klassischer Wertpapierstrukturen, insbesondere im Hinblick auf Transparenz und Manipulationssicherheit, zu reduzieren. Wir regen an, im Rahmen der Evaluierung zu prüfen, ob die vom Gesetzgeber selbst angestrebte Technologieneutralität im gesamten institutionellen und regulatorischen Rahmen tatsächlich verwirklicht ist.

7. Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Regulierung (Frage 7)

Im internationalen Vergleich gilt die deutsche Regulierung durch das eWpG grundsätzlich als sehr wettbewerbsfähig. Deutschland hat mit dem eWpG als einer der ersten EU-Mitgliedstaaten einen umfassenden rechtlichen Rahmen für DLT-basierte Wertpapiere geschaffen. Die Kryptowertpapierregisterführung ist ein deutsches Alleinstellungsmerkmal, das auch für ausländische Emittenten und Investoren attraktiv ist. Die Deutsche Kreditwirtschaft hat Tokenisierung als eines ihrer Schwerpunktthemen für 2026 festgelegt, ein deutliches Signal für den branchenübergreifenden Konsens hinsichtlich der strategischen Bedeutung dieses Themas.

Gleichwohl steht Deutschland in einem intensiven Wettbewerb mit anderen wichtigen Finanzstandorten:

- **USA:** In den USA wurde der regulatorische Rahmen zuletzt erheblich weiterentwickelt. Die SEC hat im Dezember 2025 einen No-Action Letter an die Depository Trust Company (DTC) erteilt, der einen dreijährigen Pilotbetrieb für die Tokenisierung von DTC-verwahrten Wertpapieren ermöglicht. Der Pilot soll im zweiten Halbjahr 2026 beginnen und umfasst Russell-1000-Aktien, US-Staatsanleihen und Index-ETFs. Darüber hinaus schaffen innovative Ausnahmeregelungen der United States Commodity Futures Trading Commission mehr Rechtssicherheit bei der Nutzung von Stablecoins als Sicherheiten in Clearing- und Verwahrstrukturen. Während Europa bis zur effektiven Anwendung des MISP voraussichtlich bis 2030 eingeschränkt bleibt, wird globale Liquidität nicht warten, sondern dauerhaft in US-Märkte abwandern.
- **Schweiz, Luxemburg, Frankreich:** Auch innerhalb Europas haben sich andere Jurisdiktionen, insbesondere die Schweiz und Luxemburg, in Teilen schneller entwickelt und bieten für bestimmte Anwendungsfälle leichtgewichtigerer regulatorischer Rahmen. Das gemeinsame Positionspapier der französischen AMF und der italienischen CONSOB vom April 2025, das mehr Flexibilität, Interoperabilität und eine stärkere ESMA-Rolle im DLT-Pilotregime fordert, zeigt, dass auch andere europäische Aufsichtsbehörden den Handlungsbedarf erkannt haben.

Verbesserungsbedarf besteht aus unserer Sicht insbesondere in folgenden Bereichen:

- **Erlaubnisverfahren:** Die Erlaubnisverfahren für Kryptowertpapierregisterführer dauern zu lange. Dies betrifft insbesondere Antragsteller, die nicht auf der Grundlage des § 65 Abs. 2 KWG vorläufig tätig sein dürfen und daher während des gesamten Verfahrenszeitraums keine Geschäftstätigkeit aufnehmen können. Für diese Unternehmen kann die Verfahrensdauer existenzbedrohend werden.
- **Passporting und EU-weite Anerkennung:** EU-weit besteht ein Mangel an Mindestharmonisierung und Passporting. Im Zuge der Einführung der „DLT Notary Services“ und „DLT Central Maintenance Services“ im Rahmen des MISP sollte eine EU-weite Anerkennung der Rolle nationaler Kryptowertpapierregisterführer vorgesehen werden, die funktional identische Tätigkeiten bereits unter dem bestehenden Rechtsrahmen erbringen.
- **EZB-Hinterlegungsfähigkeit:** Die unter Ziffer 2 dargestellte Beschränkung der EZB-Anerkennung auf CSD-geführte DLT-Wertpapiere stellt weiterhin einen erheblichen Wettbewerbsnachteil für das deutsche Modell der Kryptowertpapierregisterführung dar.

8. EU-Harmonisierung und „28. Regime“ (Frage 8)

Weitere EU-weite Harmonisierung ist aus unserer Sicht unerlässlich. Bei der Begebung elektronischer Wertpapiere greifen nationales Zivil- und Aufsichtsrecht (BGB, eWpG, KWG) und EU-Aufsichtsrecht (MiFID, CSDR, ggf. DLTR) ineinander, was grenzüberschreitende Emissionen erheblich erschwert.

Wir empfehlen einen mehrfachen Ansatz:

- **Mindestharmonisierung der nationalen Regelwerke:** Es sollte klargestellt werden, dass es zivilrechtlich in jedem Mitgliedstaat möglich sein muss, DLT-basiert elektronische Wertpapiere zu begeben. Dem entgegenstehende digitalisierungsfeindliche Formanforderungen sollten EU-rechtlich untersagt werden. Ferner sollte eine unionsrechtliche Anerkennung der Rolle der registerführenden Stelle mit der Möglichkeit des Passporting erfolgen. Eine Regelung, wonach die Begebung eines elektronischen Wertpapiers nach dem jeweiligen nationalen Recht zu einem bestimmten Zeitpunkt – etwa dem Eintrag auf einer Blockchain – als Wertpapier im Sinne des DLT-Pilotregimes gilt, würde den Handel und die Abwicklung elektronischer Wertpapiere erheblich erleichtern.
- **Optionalen supranationalen Rechtsrahmen („28. Regime“):** Neben der Mindestharmonisierung unterstützen wir nachdrücklich die Schaffung eines vollharmonisierten „28. Regimes“ als direkt anwendbare EU-Verordnung, die Emittenten eine alternative, einheitliche Möglichkeit zur Emission elektronischer Wertpapiere bietet. Ein solches Regime würde wie ein „virtueller 28. Mitgliedstaat“ funktionieren und ein optionales Regelwerk bieten, das ein Emittent anstelle des nationalen Rechts wählen könnte. Es sollte sichergestellt werden, dass die EU Inc durch national lizenzierte registerführende Stellen registriert werden kann.
- **Gleichstellung deutscher Kryptowertpapierregisterführer auf EU-Ebene:** Der MISP-Entwurf führt auf EU-Ebene mit den „DLT Notary Services“ und den „DLT Central Maintenance Services“ neue Dienstleistungskategorien ein, die in ihrem Funktionsumfang weitgehend dem entsprechen, was deutsche Kryptowertpapierregisterführer bereits heute unter dem eWpG leisten — die Ersterfassung von Wertpapieren auf DLT einerseits und die Führung des maßgeblichen Eigentumsregisters andererseits. Es bedarf daher eines regulatorischen Gleichstellungsmechanismus, der es diesen Instituten ermöglicht, ihre bestehende eWpG-Lizenz als Grundlage für die Anerkennung unter dem MISP-Regime zu nutzen, ohne ein zusätzliches Erlaubnisverfahren durchlaufen zu müssen. Dies ist insbesondere deshalb geboten, weil Kryptowertpapierregisterführer nach dem KWG als Standalone-Finanzdienstleistungsinstitute operieren und nicht zwingend über eine MiFID- oder MiCAR-Erlaubnis verfügen. Die im MISP-Entwurf vorgesehenen Kategorien „investment firm“ und „CASP“ erfassen diese Institute derzeit nicht.

- Bestandsschutz für bestehende Marktteilnehmer: Unabhängig vom gewählten Harmonisierungsansatz ist es von zentraler Bedeutung, dass Bestandsschutzregelungen für die gegenwärtigen Marktteilnehmer im deutschen Markt vorgesehen werden. Es kann nicht sein, dass Unternehmen, die seit 2021 unter strenger BaFin-Aufsicht operative Expertise aufgebaut haben, bei einer EU-weiten Öffnung keine Anerkennung erfahren.

Eine solche Harmonisierung könnte zugleich einen wichtigen Beitrag zur weiteren Integration der europäischen Kapitalmärkte im Sinne der Kapitalmarktunion leisten.

III. Insolvenzrisiko des Emittenten und Sicherung der Registerinfrastruktur

Ein bislang unzureichend adressiertes Strukturproblem des eWpG-Regimes betrifft die wirtschaftlichen und rechtlichen Folgen einer Insolvenz des Emittenten für die registerführende Stelle.

a) Problemaufriss

Die registerführende Stelle ist nach § 7 Abs. 1 eWpG verpflichtet, das Kryptowertpapierregister so zu führen, dass die bestehende Rechtslage jederzeit zutreffend wiedergegeben wird. Diese Pflicht besteht unabhängig von der wirtschaftlichen Situation des Emittenten fort. Im Stör- oder Insolvenzfall des Emittenten kann die registerführende Stelle ihre Tätigkeit daher nicht wie eine gewöhnliche Dienstleistung einstellen; solange Rechte der Inhaber fortbestehen, besteht ein praktischer wie rechtlicher Bedarf an fortlaufender Registerführung, Nachweisfähigkeit und geordneten Übergangsprozessen.

Hieraus ergibt sich eine strukturelle Asymmetrie: In der Phase des wirtschaftlichen Ausfalls des Emittenten steigen Aufwand, Dokumentationsanforderungen und Streitpotenziale der Registerführung erheblich an, während zugleich die vertragliche Finanzierungsgrundlage des Registerbetriebs entfällt. Dieses Auseinanderfallen von Fortführungspflicht und Finanzierungsquelle bedroht im Ergebnis die Funktionsfähigkeit einer Infrastruktur, die dem Schutz der Inhaber, der Aufsicht und des Kapitalmarktverkehrs insgesamt dient.

b) Einordnung

Das Problem ist kein Spezifikum der Kryptowertpapierregisterführung. Auch in der klassischen Verwahrwelt kann der Emittent ausfallen, während Nachweis-, Bestands- und Abwicklungsinfrastruktur weiter benötigt wird. Der wesentliche Unterschied liegt in der wirtschaftlichen Tragstruktur: Die Zentralverwahr- und Depotbankinfrastruktur ist in der Regel breit diversifiziert und nicht in gleicher Weise auf einen einzelnen Emittenten als alleinige Finanzierungsquelle angewiesen. Im eWpG-Regime, insbesondere im Falle der Einzeleintragung, trifft das Emittentenausfallrisiko den Registerführer dagegen in verdichteter Form.

Darüber hinaus weist die Kryptowertpapierregisterführung funktionale Parallelen zum Grundbuch auf. Beide Register dienen der verlässlichen Abbildung einer Rechtslage und sind nicht lediglich interne Dokumentationsmittel, sondern Infrastrukturen des Rechtsverkehrs. Eröffnet der Gesetzgeber einen registerbasierten Rechtsverkehr, muss er auch die Funktionsfähigkeit dieser Infrastruktur in atypischen Krisensituationen gewährleisten.

c) Vorschläge zur Fortentwicklung

Wir regen an, im Rahmen der eWpG-Evaluierung folgende Fortentwicklungsrichtungen zu prüfen:

- Auf Ebene des Emittenten sollte eine gesetzliche Pflicht zu insolvenzfesten Sicherungsmechanismen erwogen werden, die den Minimalbetrieb des Registers auch bei wirtschaftlichem Ausfall des Emittenten für einen angemessenen Übergangszeitraum absichern, etwa durch Vorauszahlungsmodelle, Bankgarantien oder zweckgebundene Sicherheiten.
- Auf sektoraler Ebene sollte geprüft werden, ob eine Auffanglösung für notleidende Registermandate geschaffen werden kann, etwa in Form eines Sicherungsfonds oder einer Gegenseitigkeitseinrichtung der registerführenden Stellen.
- Auf insolvenzrechtlicher Ebene sollte klargestellt werden, ob und inwieweit die Kosten einer zwingend erforderlichen Registerfortführung und Registerübertragung als Masseverbindlichkeiten behandelt oder anderweitig insolvenzrechtlich privilegiert werden können.
- Auf registerrechtlicher Ebene bedarf es schließlich einer Vereinfachung und Klarstellung der rechtlichen Mechanik für geordnete Registerwechsel in Krisensituationen sowie einer Stärkung der Rechtsposition des Registerführers gegenüber den Inhabern, insbesondere im Hinblick auf einen subsidiären Entgeltanspruch bei Ausfall des Emittenten.

Diese Vorschläge zielen nicht auf den Schutz wirtschaftlich gescheiterter Emittenten, sondern auf die Sicherung der Registerinfrastruktur als Rechtsverkehrseinrichtung im Interesse der Inhaber und des Kapitalmarkts insgesamt.

IV. Fazit und Ausblick

Der Bundesverband für elektronische Wertpapiere e.V. bewertet das eWpG als eine gelungene und im internationalen Vergleich fortschrittliche Regelung, die den rechtlichen Rahmen für eine neue, leistungsfähige Wertpapierinfrastruktur in Deutschland geschaffen hat. Die mit dem Gesetz verfolgte Modernisierung des Wertpapierrechts ist weitgehend gelungen.

Gleichwohl zeigt die Praxis nach nunmehr fünf Jahren, dass in mehreren Bereichen gezielter Nachbesserungsbedarf besteht, um das volle Potenzial der Technologie zu entfalten und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts Deutschland zu sichern. Die in dieser Stellungnahme dargestellten Punkte spiegeln die konkreten Erfahrungen der Marktteilnehmer wider und sind auf die Lösung praxisrelevanter Probleme ausgerichtet.

Wir regen an, im Nachgang zur Evaluierung einen strukturierten Arbeitskreis unter Beteiligung der Praxis einzurichten, um konkrete Formulierungsvorschläge für die Überarbeitung des eWpG und der eWpRV auszuarbeiten. Der Bundesverband für elektronische Wertpapiere e.V. und seine Mitglieder stehen hierfür gerne zur Verfügung und würden einen entsprechenden Arbeitskreis aktiv unterstützen.

Wir stehen für Rückfragen und einen vertieften Austausch jederzeit zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Christopher Görtz
Vorstandsvorsitzender
Bundesverband für elektronische Wertpapiere e.V.