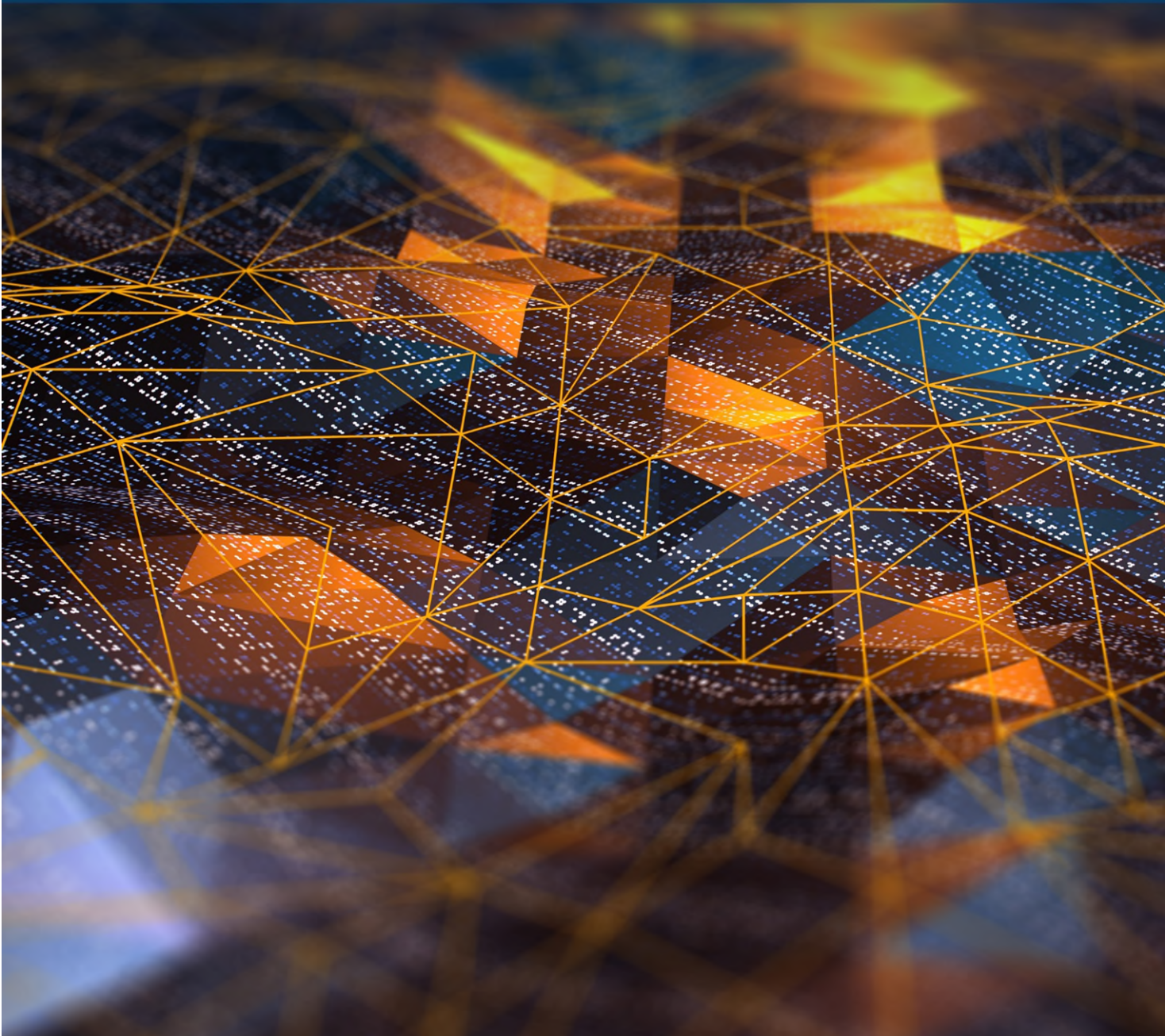


Fragen und Antworten zum Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

Dr. Berthold Kusserow

Dr. Patrick Scholl



Inhaltsverzeichnis

I.	Leseanleitung in Bezug auf bestimmte im Gesetzentwurf verwendete Begriffe.....	1
II.	Worum geht es bei diesem Gesetzentwurf?	2
III.	Ist die klassische physische Globalurkunde damit Geschichte?	2
IV.	Welche Wertpapiere werden vom eWpG-E erfasst?	3
V.	Was bedeutet die Beschränkung auf Inhaberschuldverschreibungen konkret?	3
VI.	Was bedeutet die Einschränkung "nahezu alle" im vorstehenden Absatz?.....	3
VII.	Was sind "Kryptowertpapiere"?	4
VIII.	Was ist ein "Kryptowertpapierregister"?.....	4
IX.	Was ist ein "elektronisches Zentralregister"?.....	4
X.	Gilt das eWpG auch für ausländischem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen?.....	5
XI.	Können auch "Altfälle" vom eWpG profitieren?	5
XII.	Wie funktioniert die Begebung von elektronischen Wertpapieren?	6
	1. Was ist mit Niederlegung der Emissionsbedingungen gemeint?.....	6
	2. Worum geht es bei den wesentlichen Angaben zu der betreffenden Wertpapieremission?.....	7
	3. Welche Angaben müssen bei Kryptowertpapieren veröffentlicht werden?.....	9
	4. Wie erfährt der Inhaber eines Kryptowertpapiers von Einträgen und Änderungen von Einträgen im Kryptowertpapierregister?.....	10
XIII.	Wann bzw. mit welcher Folge entsteht das elektronische Wertpapier rechtlich?	10
	1. Worauf genau könnte sich die Einordnung als Sache beziehen?	10
	2. Wie ist die Position des Gesetzentwurfs?.....	11
XIV.	Wie kann über elektronische Wertpapiere verfügt werden?	11
	1. Wie wird über ein einzeleingetragenes Kryptowertpapier verfügt?.....	11
	2. Wie wird über ein sammeleingetragenes elektronisches Wertpapier im engen Sinne verfügt?	12
	3. Wie wird über ein sammeleingetragenes Kryptowertpapier verfügt?.....	12
XV.	Wer ist Inhaber des elektronischen Wertpapiers?	13
	1. Was bedeutet Inhaberschaft bei physischen Wertpapieren?	13
	2. Wie hat das eWpG-E das Inhaberkonzept bei elektronischen Wertpapieren umgesetzt?.....	14
XVI.	Wie und an wen erfolgt die Erfüllung des Leistungsversprechens aus den elektronischen Schuldverschreibungen?	15

XVII.	Welche Einwendungen kann der Schuldner dem Inhaber entgegenhalten?	16
XVIII.	Wann verjähren die Verbindlichkeiten aus den elektronischen Wertpapieren?	16
XIX.	Können die Emissionsbedingungen von elektronischen Wertpapieren nachträglich geändert werden und wie wird die Änderung durchgeführt?	16
XX.	Wer darf ein elektronisches Wertpapierregister führen?	18
	1. Was gilt bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne?	18
	2. Was gilt bei Kryptowertpapieren?	18
XXI.	Wird neben der Finanzdienstleisterlizenz als Registerführer eine Lizenz für die Wertpapierverwahrung benötigt?	19
	1. Wird eine Lizenz als Zentralverwahrer benötigt?	19
	2. Wird eine Lizenz als Wertpapierverwahrer benötigt?	20
	3. Wird eine Lizenz als Kryptowertpapierverwahrer benötigt?	21
XXII.	Welche Anforderungen sind an die Führung eines Wertpapierregisters zu stellen?	22
	1. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich des Stands der Technik?	22
	2. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich der Richtigkeit der Daten?	22
	3. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich Datenintegrität?	22
	4. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich der Zugriffsrechte?	22
	5. Welche weiteren Anforderungen gelten für Kryptowertpapierregister?	23
XXIII.	Welche weiteren Pflichten ergeben sich aus der Führung eines elektronischen Wertpapierregisters insbesondere im Falle eines Registerwechsels?	24
	1. Was gilt für elektronische Wertpapiere im engen Sinne?	24
	2. Was gilt für Kryptowertpapiere?	24
XXIV.	Welche Konsequenzen hat ein Registerwechsel nach §§ 21, 22 eWpG-E?	26
XXV.	Können elektronische Wertpapiere von Register zu Register übertragen werden? ..	26
XXVI.	Welche spezifischen Haftungsregeln gelten?	27
	1. Wie haftet der Registerführer?	28
	2. Wie haftet der Emittent?	28
XXVII.	Welche IPR-Regeln kommen zur Anwendung?	29
	1. Wertpapierrechtsstatut	29
	2. Wertpapiersachstatut	29
XXVIII.	Ist ein Börsenhandel elektronischer Wertpapiere möglich?	30
	1. Elektronische Wertpapiere im engen Sinne	31
	2. Kryptowertpapiere	31

XXIX. Was gilt für die Finalität von Übertragungsaufträgen in Bezug auf elektronische Wertpapiere?..... 31

XXX. Schlussbemerkung..... 32

Fragen und Antworten zum Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

I. Leseanleitung in Bezug auf bestimmte im Gesetzentwurf verwendete Begriffe

Der grundsätzlich zu begrüßende Gesetzentwurf befindet sich noch in einem relativ frühen Entwurfsstadium (Referentenentwurf). Daher fehlt ihm an manchen Stellen noch die Präzision, die das finale Gesetz sicherlich aufweisen wird.

Dies zeigt sich u.a. daran, dass bestimmte verwendete Begriffe in dem Sinne doppelt belegt sind, dass sie sowohl als Oberbegriff als auch als Subkategorie des Oberbegriffs verwendet werden, so dass innerhalb jeder Norm ermittelt werden muss, in welchem Sinne der Begriff dort Verwendung findet. Dies gilt zum einen für den Begriff "elektronisches Wertpapier". Dieser Begriff meint als Oberbegriff sowohl sammeleingetragene elektronische Wertpapiere im engen Sinne als auch einzeleingetragene und sammeleingetragene Kryptowertpapiere. Dies gilt zum anderen für den Begriff "elektronisches Wertpapierregister". Dieser Begriff meint als Oberbegriff sowohl elektronische Wertpapierregister im Sinne eines Zentralregisters als auch Kryptowertpapierregister sowohl für einzeleingetragene als auch für sammeleingetragene Kryptowertpapiere. Teilweise wird aber auch diese Logik nicht eingehalten, was zu Missverständnissen führen kann und das Lesen des Gesetzentwurfs nicht erleichtert. Um ein Beispiel zu nennen: In der Überschrift des 4. Abschnitts heißt es "Verfügungen über elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung". Elektronische Wertpapiere im engen Sinne können nicht gemeint sein, da diese nur als Sammeleintrag existieren. Dementsprechend kann auch nicht der Oberbegriff gemeint sein. Also können nur Kryptowertpapiere als Teilmenge des Oberbegriffs gemeint sein und hier auch nur solche in Einzeleintragung. Derartige Logikbrüche kommen im Gesetzentwurf an einigen Stellen vor. Ein weiteres Problem stellt das Begriffspaar "Inhaber" und "Berechtigter" dar. Diese Begriffe werden falsch verwendet und haben, je nachdem ob einzeleingetragene oder sammeleingetragene elektronische Wertpapiere vorliegen, durchaus unterschiedliche Bedeutungen. Auch insoweit ist der Gesetzestext daher mit Vorsicht zu genießen. Nachfolgend wird der Versuch unternommen, all diese Begriffe zutreffend und konsistent zu verwenden (und damit Fehler des Gesetzentwurfs richtigzustellen), so dass das Verständnis des Gesetzentwurfs erleichtert wird:

Der Begriff "elektronische Wertpapiere" wird als Oberbegriff verwendet, wenn sämtliche Subkategorien elektronischer Wertpapiere gemeint sind. Wenn klassische sammelverwahrte Inhaberschuldverschreibungen gemeint sind, wird von "elektronischen Wertpapieren im engen Sinne" gesprochen. Der Begriff "Kryptowertpapiere" wird verwendet, wenn sowohl einzeleingetragene als auch sammeleingetragene Kryptowertpapiere gemeint sind. Andernfalls wird von "einzeleingetragenen Kryptowertpapieren" oder "sammeleingetragenen Kryptowertpapieren" gesprochen. Wenn von "elektronischen Wertpapierregistern" die Rede ist, sind sämtliche elektronischen Wertpapierregister gemeint. Andernfalls ist entweder vom "elektronischen Zentralregister" oder vom "Kryptowertpapierregister" die Rede.

II. Worum geht es bei diesem Gesetzentwurf?

Es geht in einem ersten Schritt um die Schaffung vollständig dematerialisierter Schuldverschreibungen:

Während die meisten europäischen Staaten inzwischen zu einem dematerialisierten Wertpapiersystem übergegangen sind (zumindest als zusätzliche Option), kennt das deutsche Recht dematerialisierte Wertpapiere bislang lediglich im Bereich der Wertpapiere des Bundes und der Länder nach dem BSchuWG bzw. nach den entsprechenden Gesetzen der Länder. Außerhalb dieses Bereichs wird in Deutschland nach wie vor mit physischen Globalurkunden gearbeitet, die typischerweise im Wege der Sammelverwahrung in einem Verwahrsystem eines Zentralverwahrers immobilisiert sind, was nach Art. 3 Abs. 1 der europäischen Zentralverwahrerverordnung ("CSDR") auch nach wie vor zulässig ist. Obwohl dieses System reibungslos funktioniert, soll durch das geplante Gesetz (nachfolgende "eWpG-E") optional auch die Möglichkeit der Ausgabe vollständig dematerialisierter Wertpapiere geschaffen werden, um weitere Rationalisierungseffekte zu erreichen. Daneben sollen auch sog. Kryptowertpapiere ermöglicht werden, die mittels der Blockchain-Technologie in einem Distributed Ledger verbucht und übertragen werden. Durch diese beiden Schritte soll eine Modernisierung des deutschen Wertpapierrechts eingeleitet werden.

III. Ist die klassische physische Globalurkunde damit Geschichte?

Nein, die physischen Globalurkunden werden zumindest vorübergehend noch parallel existieren:

Rechtlich bleibt die Begebung von physischen Globalurkunden nach wie vor möglich, da das eWpG-E keinen Dematerialisierungszwang statuiert (§ 1 Abs. 1 Satz 1 eWpG-E: "Ein Wertpapier **kann auch** als elektronisches Wertpapier begeben werden."). Allerdings können physische sammelverwahrte Wertpapiere – dies betrifft gemäß § 33 eWpG-E auch Altfälle - ohne Zustimmung der Inhaber jederzeit durch elektronische Wertpapiere im engen Sinne ersetzt werden, soweit die Emissionsbedingungen dies nicht ausschließen (§ 6 Abs. 3 eWpG-E), während eine Ersetzung durch Kryptowertpapiere der Zustimmung aller Inhaber bedarf (§ 6 Abs. 4 eWpG-E). Sofern mit der Ausgabe elektronischer Wertpapiere tatsächlich ein Rationalisierungseffekt verbunden ist und sich die elektronischen Wertpapiere als rechtssicher erweisen, werden daher voraussichtlich physische Globalurkunden jedenfalls soweit elektronische Wertpapiere im engen Sinne infrage stehen, nach und nach verschwinden. Allerdings sieht § 6 Abs. 2 eWpG-E auch den umgekehrten Weg vor, wenn die Emissionsbedingungen dies zulassen: Als elektronische Wertpapiere begebene Inhaberschuldverschreibungen können durch eine physische Wertpapierurkunde ersetzt werden.

In diesem Zusammenhang kann die Frage aufgeworfen werden, ob denn nach einem Austausch noch von einer rechtlichen Identität der Wertpapiere auszugehen ist, da die Verbriefungsform jeweils grundlegend geändert wurde, wodurch sich das Verfahren des § 6 eWpG-E durchaus von § 9a DepotG unterscheidet. Es kann hier nicht schaden, wenn zumindest in der Gesetzesbegründung klargestellt wird, dass der jeweilige Austausch identitätswahrend erfolgt.

Da davon auszugehen ist, dass der Gesetzentwurf spätestens im Sommer nächsten Jahres verabschiedet werden wird, um nicht dem Ende der Legislaturperiode zum Opfer zu fallen, sollte erwogen werden, ob nicht bereits jetzt in anstehenden Basisprospektüberarbeitungen oder sonstigen Wertpapierprospekten die Möglichkeit eines Umtauschs nach § 6 Abs. 3 eWpG-E vorgesehen werden sollte.

IV. Welche Wertpapiere werden vom eWpG-E erfasst?

Nach § 1 eWpG-E werden zunächst ausschließlich Inhaberschuldverschreibungen erfasst. Zu einem späteren Zeitpunkt, wenn die gesetzlichen Voraussetzungen dafür geschaffen wurden, sollen ausweislich der Entwurfsbegründung auch elektronische Aktien und elektronische Investmentfondsanteile eingeführt werden.

Die Gesetzesbegründung geht davon aus, dass die spätere Integration dieser Wertpapiergattungen einfach möglich sein wird. Hier sind jedoch Zweifel angebracht, als sich z.B. der Inhalt des Rechts bei Aktien nicht aus Emissionsbedingungen, sondern unmittelbar aus dem AktG und den jeweiligen Satzungen ergibt.

V. Was bedeutet die Beschränkung auf Inhaberschuldverschreibungen konkret?

Dies bedeutet zunächst, dass sämtliche Namens- und Rektapapiere sowie Orderschuldverschreibungen nicht vom eWpG-E erfasst werden, also auch künftig selbst dann nicht als elektronische Wertpapiere ausgegeben werden können, wenn sie ansonsten nach § 1 DepotG girosammelverwahrfähig wären.

Umgekehrt bedeutet es, dass **nahezu alle** auf den Inhaber ausgestellten Leistungsversprechen Gegenstand eines elektronischen Wertpapiers sein können. Erfasst werden daher neben klassischen Anleihen u.a. Wandel- und Optionsanleihen, Genuss- und Optionscheine, Zertifikate jeder Art, Pfandbriefe, Commercial Paper, strukturierte Schuldverschreibungen jeder Art, insbesondere auch Credit-linked Notes, sowie aufsichtsrechtliche Eigenkapitalinstrumente, soweit sie in eine Inhaberschuldverschreibung gekleidet sind (u.a. Nachranganleihen jeder Art sowie AT1- und Tier-2 Anleihen).

VI. Was bedeutet die Einschränkung "nahezu alle" im vorstehenden Absatz?

Dies adressiert eine wichtige Einschränkung, die aus § 1 eWpG-E nicht unmittelbar deutlich wird. Nach dem eWpG-E ist zwischen elektronischen Wertpapieren im engen Sinne (§ 2 Abs. 1 eWpG-E) und Kryptowertpapieren (§ 4 Abs. 2 eWpG-E) zu unterscheiden:

1. Elektronische Wertpapiere im engen Sinne, also alle elektronischen Wertpapiere, bei denen es sich nicht um Kryptowertpapiere handelt, können ausschließlich in Form einer Gesamtemission begeben werden, da bei diesen elektronischen Wertpapieren

im engen Sinne lediglich ein Sammeleintrag (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E) in einem elektronischen Zentralregister (§ 12 Abs. 1 eWpG-E) möglich ist. Denn ein Sammeleintrag setzt voraus, dass die von ihm erfassten Wertpapiere in jeder Hinsicht identisch und untereinander austauschbar sind. Im Bereich der klassischen Inhaberschuldverschreibungen ersetzt das elektronische Wertpapier im engen Sinne daher ausschließlich die bislang genutzte Globalurkunde. Einzelverbriefte klassische Inhaberschuldverschreibungen, die nicht Teil einer Gesamtemission sind, können nicht als elektronisches Wertpapier im engen Sinne emittiert werden, sondern müssen wie bisher in Papierform begeben werden.

2. Dagegen können Kryptowertpapiere sowohl als Gesamtemission durch Sammeleintrag (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG-E) als auch im Wege einer Einzeleintragung (§ 8 Abs. 2 eWpG-E) begeben werden.

VII. Was sind "Kryptowertpapiere"?

Nach § 4 Abs. 2 eWpG-E sind Kryptowertpapiere elektronische Wertpapiere, die in ein Kryptowertpapierregister eingetragen sind.

VIII. Was ist ein "Kryptowertpapierregister"?

Obwohl der Gesetzentwurf technikneutral ausgestaltet sein soll, ist mit dem Begriff "Kryptowertpapierregister" wohl ein Distributed Ledger gemeint, das sich die Blockchain-Technologie zunutze macht (§ 16 Abs. 1 eWpG-E: "... dezentrales, fälschungssicheres Aufzeichnungssystem ..."). Das eWpG-E enthält in den §§ 16ff. insoweit nur sehr rudimentäre Regelungen und verlagert sämtliche Detailregelungen auf den Verordnungsgeber (§ 23 eWpG-E).

IX. Was ist ein "elektronisches Zentralregister"?

Ein "elektronisches Zentralregister" ist das nach § 12ff. eWpG-E eingerichtete und geführte Register, in das elektronische Wertpapiere im engen Sinne eingetragen werden.

Auch dieses Register ist nach der Gesetzesbegründung technikneutral ausgestaltet. Es ist daher nicht ausgeschlossen, dass auch im Rahmen des elektronischen Zentralregisters neue Technologien zum Einsatz kommen.

X. Gilt das eWpG auch für ausländischem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen?

Nein, es ist davon auszugehen, dass nur Inhaberschuldverschreibungen nach den §§ 793ff. BGB erfasst sind:

Diese Frage könnte sich stellen, weil deutsche Emittenten durchaus auch ausländischem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen ausgeben, die bei Zentralverwahrern (wie z.B. Clearstream Banking AG) eingeliefert werden. Weder der eWpG-E noch dessen Gesetzesbegründung enthalten explizite Regelungen oder Hinweise zum anwendbaren Wertpapierrechtsstatut. In § 32 eWpG-E findet sich lediglich eine Regelung zum anwendbaren Wertpapiersachstatut.

Da das anwendbare Wertpapierrechtsstatut jedoch insbesondere darüber entscheidet, ob ein Instrument als Wertpapier angesehen werden kann, würde – wenn die betreffende Inhaberschuldverschreibung ausländischem Recht unterläge – allein das betreffende ausländische Recht darüber entscheiden, ob das Instrument als Wertpapier gilt und welche Form beachtet werden muss, damit die Qualifikation als Wertpapier greift. Diese Entscheidung könnte nicht vom deutschen Recht getroffen werden. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass nur deutschem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen erfasst sind, da § 2 eWpG-E die Formfrage und somit einen Teilbereich des Wertpapierrechtsstatuts regelt, was aber die Anwendbarkeit deutschen Rechts voraussetzt.

XI. Können auch "Altfälle" vom eWpG profitieren?

Es kommt darauf an, ob es sich bei den "Altfällen" um verbriefte Inhaberschuldverschreibungen oder um "unverbrieft" Krypto-Bonds handelt.

Nach § 33 eWpG-E gilt die Regelung des § 6 Abs. 3 eWpG-E auch für verbriefte sammelverwahrte Inhaberschuldverschreibungen, die vor Inkrafttreten des eWpG-E begeben wurde. Damit kann das eWpG-E vollumfänglich von "Altfällen" genutzt werden.

Eine ähnliche Regelung findet sich jedoch nicht für vor dem Inkrafttreten des eWpG-E ausgegebene sog. "unverbrieft" Krypto-Bonds nach deutschem Recht. Bei diesen Krypto-Bonds handelt es sich – wie an anderer Stelle bereits ausgeführt (WM 2020, 586ff.) – weder um Wertpapiere noch um Sachen, sondern um bloße Forderungen. Um in den Anwendungsbereich des eWpG-E zu fallen, müssten die durch Token repräsentierten Forderungen als Kryptowertpapiere neu begeben werden. Da zudem das SchVG auf Krypto-Bonds keine Anwendung finden kann, wäre für eine Umwandlung von Krypto-Bonds in Kryptowertpapiere eine 100%ige Zustimmung der Krypto-Bondinhaber nötig.

Allerdings könnten derartige "unverbrieft" Krypto-Bonds unter bestimmten Bedingungen unter die Grandfathering-Bestimmungen der geplanten EU-Verordnung über Markets in Crypto-assets ("MiCa-VO-E") fallen (siehe Art. 123 MiCa-VO-E). Es würde jedoch zu weit gehen an dieser Stelle auf die Regelungen der MiCa-VO-E einzugehen.

XII. Wie funktioniert die Begebung von elektronischen Wertpapieren?

Die Begebung von elektronischen Wertpapieren funktioniert zwar ähnlich wie bei klassischen Wertpapieren, weist jedoch eine Reihe von Besonderheiten auf:

Zunächst wird, wie üblich, eine schuldrechtliche Vereinbarung zwischen dem Emittenten und dem ersten Nehmer nötig sein (Kaufvertrag, Übernahmevertrag, Zeichnungsvertrag, etc.), durch den sich der Emittent zur Ausgabe und der erste Nehmer zur Übernahme verpflichtet. Diese Vereinbarung wird sämtliche rechtlichen und – soweit bereits spezifizierbar – kommerziellen Regelungen, insbesondere auch zum Inhalt der zu begebenden Instrumente enthalten sowie definieren, dass die Inhaberschuldverschreibungen als elektronische Wertpapiere im engen Sinne bzw. als Kryptowertpapiere ausgegeben werden sollen und – im Falle von Kryptowertpapieren - welches Kryptowertpapierregister genutzt werden soll (bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne besteht keine Wahlmöglichkeit: siehe § 12 Abs. 2 eWpG-E).

Sodann ist der Begebungsvertrag erforderlich, d.h. die Einigung zwischen den Parteien, dass die näher spezifizierten Wertpapiere begeben werden sollen und – anstelle der Ausgabe und Übergabe der Wertpapierurkunde – die Eintragung im spezifizierten elektronischen Wertpapierregister erfolgen soll. Die Eintragung setzt zweierlei voraus: (i) die Niederlegung der Emissionsbedingungen und (ii) die Definition der wesentlichen Angaben zu der betreffenden Wertpapieremission. Weiterhin sind (iii) anschließend im Falle von Kryptowertpapieren bestimmte Angaben im Bundesanzeiger zu veröffentlichen und (iv) Registerauszüge zu erstellen.

Sind die Voraussetzungen in (i) und (ii) erfüllt, kann die Eintragung stattfinden. "Eintragung" ist nach § 4 Abs. 3 eWpG-E "die Aufnahme eines elektronischen Wertpapiers in ein elektronisches Wertpapierregister unter eindeutiger und unmittelbar erkennbarer Bezugnahme auf die niedergelegten Emissionsbedingungen." Erst mit der Eintragung im elektronischen Wertpapierregister entstehen die elektronischen Wertpapiere rechtlich.

1. Was ist mit Niederlegung der Emissionsbedingungen gemeint?

Die Niederlegung der Emissionsbedingungen ist nach § 5 Abs. 1 Satz 1 eWpG-E die Hinterlegung der Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle in einer elektronischen Form, die jedermann jederzeit die unmittelbare Kenntnisnahme ermöglicht. Es handelt sich bei der Niederlegung als Teil eines mehrstufigen Entstehungsprozesses des elektronischen Wertpapiers um eine Art "Punktation":

- 1.1 Schritt 1 ist die vertragliche Vereinbarung der Emissionsbedingungen, also des niedergelegten Inhalts des Rechts, für das ein elektronisches Wertpapier eingetragen wird, einschließlich der Nebenbestimmungen (§ 4 Abs. 4 eWpG-E), zwischen dem Emittenten und dem ersten Nehmer.
- 1.2 Schritt 2 ist die Niederlegung nach § 5 Abs. 1 eWpG-E. Hierdurch werden die Emissionsbedingungen bereits verbindlich. Sie können nur noch gemäß § 5 Abs. 2 eWpG-E durch Gesetz, aufgrund eines Gesetzes, durch Rechtsgeschäft, durch gerichtliche Entscheidung oder durch vollstreckbaren Verwaltungsakt geändert werden. Jede Änderung bedarf nach § 5 Abs. 3 eWpG-E der erneuten Niederlegung.
- 1.3 Schritt 3 ist sodann die Eintragung des elektronischen Wertpapiers im betreffenden elektronischen Wertpapierregister, wodurch das elektronische Wertpapier entsteht und

- sozusagen rechtlich mit den bereits niedergelegten Emissionsbedingungen "verschmolzen" wird.
- 1.4 Sowohl bei Schritt 2 als auch bei Schritt 3 muss jeweils sichergestellt sein, dass sowohl die Niederlegung als auch die Eintragung auf den Emittenten zurückgehen, ähnlich wie dies durch den Skripturakt bei physischen Wertpapieren gewährleistet wird. Davon zu trennen ist die Frage, wer die Einreichung beim elektronischen Wertpapierregister kontrolliert. Bei physischen Wertpapieren wird die bereits ausgefertigte Globalurkunde bereits einige Tage vor dem Valutatag dem Konsortialführer treuhänderisch übergeben, der sie dann am Valutatag, sofern alle Auszahlungsvoraussetzungen erfüllt sind, beim Zentralverwahrer einliefert. Ein ähnlicher Prozess muss auch bei der Begebung elektronischer Wertpapiere möglich sein. Der Prozess muss daher so ausgestaltet sein, dass die Einreichung beim elektronischen Wertpapierregister zwecks Eintragung auch durch den entsprechend bevollmächtigten Konsortialführer stattfinden kann.
- 1.5 Der Gesetzentwurf scheint im Übrigen davon auszugehen, dass die Emissionsbedingungen bei erstmaliger Niederlegung bereits final feststehen, was jedoch nicht der heutigen Emissionspraxis entspricht. In der Regel werden zumindest das Emissionsvolumen, Zinssatz und Ausgabepreis, Umtauschverhältnis und ähnliche Parameter erst am Ausgabetag festgelegt. Bei Programmmissionen wird das Wertpapier sogar erst durch die Endgültigen Bedingungen finalisiert. Zuvor existieren lediglich die abstrakten Programmbedingungen. Diese Emissionstechnik, die auch von der EU-ProspektVO vorausgesetzt wird, muss auch im Rahmen des eWpG-E möglich sein. Es ist nicht davon auszugehen, dass der Gesetzgeber dies verhindern möchte. Es wird sich vielmehr um einen Anwendungsfall der Änderung der niedergelegten Emissionsbedingungen durch Rechtsgeschäft nach § 5 Abs. 2 eWpG-E handeln. Da auf dem Weg zur finalen Eintragung des elektronischen Wertpapiers aufgrund des Emissionsprozesses mehrere Änderungen der ursprünglich niedergelegten Emissionsbedingungen nötig werden könnten, könnte sich der Änderungsprozess als eine zeitverzögernde bürokratische Hürde erweisen. Es würde daher sehr viel mehr Sinn machen, wenn die verbindliche Niederlegung erst zusammen mit Eintragung erfolgen müsste.

2. Worum geht es bei den wesentlichen Angaben zu der betreffenden Wertpapieremission?

- Die Definition der wesentlichen Angaben ist neben der Niederlegung der Emissionsbedingungen eine zentrale Voraussetzung für die Eintragung der elektronischen Wertpapiere im betreffenden elektronischen Wertpapierregister. Diese Voraussetzung gilt sowohl für elektronische Wertpapiere im engen Sinne (§ 13 eWpG-E) als auch für Kryptowertpapiere (§ 17 eWpG-E):
- 2.1 Bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne sind nach § 13 Satz 1 eWpG-E zunächst folgende Angaben einzutragen:
- Emittent (§ 13 Satz 1 Nr. 4 eWpG-E): Dies leuchtet unmittelbar ein. Da zahlreiche Emissionen jedoch unter der Garantie einer Muttergesellschaft oder anderen Konzerngesellschaft begeben werden, sollten auch Garanten oder sonstige Mitverpflichtete genannt werden. Dies hat der Gesetzgeber übersehen.
 - Gesamtemissionsvolumen (§ 13 Satz 1 Nr. 2 eWpG-E): Hier handelt es sich wohl um eine zu enge Formulierung des Gesetzgebers, da es zahllose Emissionen von Inhaberschuldverschreibungen gibt, die weder über einen Gesamtnennwert noch einen Nennwert verfügen, wie z.B. Optionsscheine und bestimmte Zertifikate. Es ist nicht davon auszugehen, dass der Gesetzgeber diese von der elektronischen Form ausschließen wollte bzw. sie in die Kategorie der Kryptowertpapiere drängen möchte. Diese

Bestimmung gilt daher nur, falls anwendbar. Gegebenenfalls sollte der Gesetzentwurf insoweit klargestellt werden.

- Nennbetrag (§ 13 Satz 1 Nr. 3 eWpG-E): Siehe oben.
- Angaben zum Mischbestand nach § 9 Abs. 3 eWpG-E: Hierauf wird weiter unten eingegangen.
- Der wesentliche Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Wertpapierkennnummer (§ 13 Satz 1 Nr. 1 eWpG-E):

Dies bedeutet zum einen, dass sich Emittent und erster Nehmer darüber werden einigen müssen, welche Konditionen und Eigenschaften des Wertpapiers als der wesentliche Inhalt des Rechts zu kennzeichnen ist, der im elektronischen Zentralregister einzutragen ist. Dies weicht jedenfalls wesentlich von der bisherigen Emissionspraxis ab, wo wertpapierrechtlich lediglich die Globalurkunde mit den Emissionsbedingungen und gegebenenfalls den Endgültigen Bedingungen zu einer Urkunde zu verbinden war. Nunmehr wird die Definition des wesentlichen Rechtsinhalts Teil des wertpapierrechtlichen Kurationsprozesses, was ein Novum ist.

Zum anderen bedeutet es, dass neben die Zusammenfassung nach der EU-ProspektVO und das Basisinformationsblatt nach der EU-PRIIPS-Verordnung nun noch eine weitere, gegebenenfalls abweichende Zusammenfassung tritt. Ob dies Sinn macht, darf bezweifelt werden.

Schließlich sollte bei den wesentlichen Angaben unmittelbar eine Verlinkung zu den niedergelegten Emissionsbedingungen vorgesehen werden, so dass ein einfacher Zugang zu den jeweils gültigen Emissionsbedingungen gewährleistet ist.

2.2 Bei Kryptowertpapieren werden nach § 17 Abs. 1 Satz 1 eWpG-E weitergehende Anforderungen an die Eintragung gestellt:

- Emittent (§ 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 eWpG-E): Da zahlreiche Emissionen unter der Garantie einer Muttergesellschaft oder anderen Konzerngesellschaft begeben werden, sollten auch Garanten oder sonstige Mitverpflichtete genannt werden. Dies hat der Gesetzgeber übersehen.
- Inhaber (§ 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 eWpG-E): Da mit dem Begriff des "Inhabers" im eWpG-E sehr viel Verwirrung verbunden ist, soll hierauf später eingegangen werden. Zunächst nur so viel: Die Angabe des Inhabers macht – wenn überhaupt – nur bei Kryptowertpapieren mit Einzeleintragung Sinn.
- Kennzeichnung, ob es sich um einen Sammeleintrag oder eine Einzeleintragung handelt (§ 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 eWpG-E): Wie aus § (Abs. 1 Nr. 2 und Abs. 2 eWpG-E folgt, können Kryptowertpapiere durch Sammel- oder Einzeleintrag begeben werden.
- Angaben zum Mischbestand nach § 9 Abs. 3 eWpG-E: Hierauf wird weiter unten eingegangen.
- Der wesentliche Inhalt des Rechts (§ 13 Satz 1 Nr. 1 eWpG-E): Siehe oben, jedoch ist die Angabe einer Wertpapierkennnummer jedenfalls dann nicht erforderlich, wenn die Kryptowertpapiere nicht in ein Zentralverwahrsystem einbezogen sind.
- Verfügungshindernisse (§ 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 eWpG-E): Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu sonstigen elektronischen Wertpapieren, der wohl in erster Linie bei einzeleingetragenen Kryptowertpapieren in Betracht kommt. Da nach § 26 eWpG-E ein weitreichender gutgläubiger Erwerb auf der Basis des Registerinhalts möglich ist, sollen jegliche Verfügungsbeschränkungen mit deklaratorischer Wirkung im Kryptowertpapierregister eingetragen werden, um einen gutgläubigen Wegerwerb zu

verhindern. Nach der Gesetzesbegründung betrifft dies gesetzliche und behördliche Verfügungsverbote und Verfügungshindernisse, etwa erb-, familien- und vormundschftsrechtlicher sowie insolvenzrechtlicher Art, sowie solche, die aus beschränkter Geschäftsfähigkeit resultieren.

- Rechte Dritter (§ 17 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 eWpG-E): Auch dies ist ein wesentlicher Unterschied zu sonstigen elektronischen Wertpapieren, der wohl ausschließlich bei einzeleingetragenen Kryptowertpapieren relevant ist. Da nach § 26 eWpG-E ein weitreichender gutgläubiger Erwerb auf der Basis des Registerinhalts möglich ist, sollen jegliche Rechte Dritter im Kryptowertpapierregister eingetragen werden, um einen gutgläubigen Wegerwerb zu verhindern.

2.3 Als generelle Kritik an der Pflicht zur Angabe des wesentlichen Inhalts des Rechts ist noch zu erwähnen, dass zum einen unklar ist, an wessen Empfängerhorizont sich die Wesentlichkeit ausrichtet: Ist der Begriff der "Wesentlichkeit" bei eine Emission, die sich ausschließlich an institutionelle Investoren richtet, genauso zu verstehen, wie bei einer Emission, die sich an Kleinanleger richtet? Zum anderen könnte der Begriff "Wesentlichkeit" gerade bei komplexen strukturierten Wertpapieren (Verbriefungen, formellastige Zertifikate, etc.) sehr schnell an seine Grenze kommen. Sind Formeln, die das Auszahlungsprofil definieren "wesentlich"? Müssen dann auch die Definitionen als wesentlicher Inhalt erwähnt werden, da ohne sie die Formeln gar nicht verständlich sind? Sind die Bestimmungen zum Wasserfall bei Verbriefungen "wesentlich"? Während das "Wesentlichkeits"-Erfordernis bei plain vanilla Emissionen noch einleuchtet, zeigt das Beispiel der komplexen Wertpapiere, dass dieses Konzept nicht ganz zu Ende gedacht wurde und man angesichts der Bestimmungen in der EU-ProspektVO und der EU-PRIIPS-Verordnung eventuell besser darauf verzichten sollte.

3. Welche Angaben müssen bei Kryptowertpapieren veröffentlicht werden?

Die Pflicht zur Veröffentlichung bestimmter Angaben bei Kryptowertpapieren folgt aus § 20 eWpG-E:

Nach § 20 Abs. 1 eWpG-E ist unverzüglich die Veröffentlichung der Eintragung der Kryptowertpapiere im Kryptowertpapierregister im Bundesanzeiger zu veranlassen und die BaFin entsprechend zu informieren.

Die Veröffentlichung im Bundesanzeiger muss nach § 20 Abs. 2 eWpG-E folgende Angaben enthalten:

- Den Emittenten (§ 20 Abs. 2 Nr. 1 eWpG-E);
- Informationen zum Kryptowertpapierregister und zur registerführenden Stelle (§ 20 Abs. 2 Nrn. 2 und 3 eWpG-E);
- Den wesentlichen Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Kennnummer und Kennzeichnung als Wertpapier (§ 20 Abs. 2 Nr. 4 eWpG-E);
- Das Datum der Eintragung im Kryptowertpapierregister (§ 20 Abs. 2 Nr. 5 eWpG-E);
- Information, ob es sich um eine Ersteintragung oder Änderung der vorstehenden Angaben handelt (§ 20 Abs. 2 Nr. 6 eWpG-E).

Diese Angaben werden quasi in einer bei der BaFin geführten öffentlichen Liste gespiegelt (§ 20 Abs. 3 eWpG-E).

4. **Wie erfährt der Inhaber eines Kryptowertpapiers von Einträgen und Änderungen von Einträgen im Kryptowertpapierregister?**

Bei Kryptowertpapieren finden sich die Informationspflichten gegenüber dem Inhaber in § 19 eWpG-E, wonach einem Verbraucher als Inhaber eines Kryptowertpapiers in Einzelseintragung nach der Eintragung, nach jeder Veränderung des Registerinhalts sowie einmal jährlich ein Registerauszug in Textform zur Verfügung zu stellen ist.

XIII. Wann bzw. mit welcher Folge entsteht das elektronische Wertpapier rechtlich?

Die elektronischen Wertpapiere entstehen unmittelbar mit der Eintragung im betreffenden elektronischen Wertpapierregister (§§ 2 Abs. 1, 4 Abs. 3 eWpG-E).

Typischerweise ist es in diesem Kontext eine wesentliche Aufgabe des Zentralverwahrers nach der CSDR für die Integrität der Emission zu sorgen, wozu auch die Überprüfung gehört, dass die Wertpapiere rechtlich wirksam begeben wurden und das Volumen der Emission dem Volumen der Einträge auf den Depotkonten entspricht (siehe Art. 37 CSDR und Ziff. 1 des Abschnitts A des Anhangs zur CSDR). Eine entsprechende rudimentäre Vorschrift folgt zwar auch aus § 7 Abs. 2 eWpG-E, jedoch sollte die Pflicht, die Wirksamkeit der Begebung durch geeignete Maßnahmen zu überprüfen (z.B. Gutachten der emissionsbegleitenden Anwälte), im Gesetzentwurf oder zumindest in der zu erlassenden Rechtsverordnung festgeschrieben werden, da insbesondere Emissionen von Kryptowertpapieren unter Umständen nicht den Vorgaben der CSDR unterliegen werden.

Mit der Eintragung entfaltet ein elektronisches Wertpapier sodann dieselbe Rechtswirkung, als wäre es durch eine physische Urkunde verbrieft (§ 2 Abs. 2 eWpG-E), insbesondere gilt es als Sache im Sinne von § 90 BGB (§ 2 Abs. 3 eWpG-E). Dies hat zur wesentlichen Konsequenz, dass Verfügungen nur nach sachenrechtlichen Grundsätzen stattfinden können und ein Gutgläubenserwerb möglich ist.

1. **Worauf genau könnte sich die Einordnung als Sache beziehen?**

Ist damit gemeint, dass das Leistungsversprechen zur Sache wird oder dass der Eintrag im betreffenden elektronischen Wertpapierregister (der quasi die Urkunde ersetzt) zur Sache wird, so dass letzterer das Leistungsversprechen verbrieft? Würde das Leistungsversprechen selbst zur Sache, könnte dieses selbst nur nach §§ 929ff. BGB übertragen werden. Eine Abtretung nach § 398 BGB wäre ausgeschlossen, so dass Registereintrag und Leistungsversprechen niemals auseinanderfallen könnten. Würde dagegen der Registereintrag zur Sache, müsste man davon ausgehen, dass die Rechtsprechung des BGH, wonach die in einer Wertpapierurkunde verbrieft Forderung auch separat nach § 398 BGB abgetreten werden kann, auch für das elektronische Wertpapier gelten würde, da der Eintrag ja dieselben Rechtswirkungen wie eine Urkunde haben soll. Dies hätte die Konsequenz, dass konzeptionell durch Abtretung nach § 398 BGB außerhalb des Registers übertragen werden könnte. Zwar könnte man argumentieren, dass § 952 BGB hier hilft. Jedoch wird die Dogmatik der Inhaberschuldverschreibung hierdurch zum einen auf den Kopf gestellt. Zum anderen kann in der Zwischenzeit gutgläubig wegerworben werden, so dass § 952 BGB zu spät kommt. Dies konzeptionellen und praktischen Probleme würden vermieden, wenn die verbrieft Forderung selbst zur Sache erklärt würde.

2. Wie ist die Position des Gesetzentwurfs?

Leider ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber von der zweiten Alternative ausgeht: Nach § 24 eWpG-E bedarf eine Verfügung über ein einzeleingetragenes Kryptowertpapier oder über ein Recht aus einem solchen Kryptowertpapier der Eintragung im Kryptowertpapierregister. In der Begründung zu den §§ 24 und 25 eWpG-E heißt es ausdrücklich, dass Abtretungen nach § 398 BGB weiterhin möglich bleiben sollen, aber das Eintragungserfordernis des § 24 eWpG-E beachten müssen. Damit wird zwar die unerwünschte Rechtsfolge von Verfügungen außerhalb des Registers, die nur daraus folgt, dass man den Eintrag und nicht das Leistungsversprechen zur Sache macht, beseitigt. Allerdings gelten die §§ 24-27 eWpG-E ausschließlich für einzeleingetragene Kryptowertpapiere. Dies bedeutet, dass Verfügungen außerhalb des Registers bei jeglichen elektronischen Wertpapieren im Sammel-eintrag möglich sind. Damit wird die Integrität des Registers von vorneherein unterminiert. An dieser Stelle sollte die Konzeption des Gesetzentwurfs nochmals überdacht werden.

XIV. Wie kann über elektronische Wertpapiere verfügt werden?

Da das elektronische Wertpapier qua gesetzlicher Fiktion als Sache gilt (§ 2 Abs. 3 eWpG-E), ist das rechtliche Grundprinzip einfach:

Eine Verfügung erfolgt nach § 929 BGB indem sich die Parteien einigen, dass das Eigentum übergehen soll, und der Besitz an der Sache verschafft wird. Dieses Grundprinzip findet unterschiedliche Ausprägungen, je nachdem, ob ein einzeleingetragenes Kryptowertpapier oder ein elektronisches Wertpapier im engen Sinne bzw. Kryptowertpapier im Sammel-eintrag übertragen werden soll:

1. Wie wird über ein einzeleingetragenes Kryptowertpapier verfügt?

Die Übereignung eines einzeleingetragenen Kryptowertpapiers vollzieht sich nach § 25 Abs. 1 eWpG-E, durch den § 929 Satz 1 BGB modifiziert wird, indem die Parteien einig sind, dass das Eigentum übergehen soll, und das einzeleingetragene Kryptowertpapier auf Weisung des bisherigen Berechtigten im Kryptowertpapierregister auf den neuen Berechtigten umgetragen wird. Mit Vollzug der Umtragung geht das Eigentum über (§ 25 Abs. 2 eWpG-E). Die Umtragung ist daher Surrogat der Besitzverschaffung.

Dass die Eintragung als Besitz am einzeleingetragenen Kryptowertpapier gilt, folgt insbesondere aus § 27 eWpG-E, bei dem es sich um eine besondere Ausprägung des § 1006 Abs. 1 Satz 1 BGB handelt. Danach gilt der im Kryptowertpapierregister Eingetragene als Eigentümer des einzeleingetragenen Kryptowertpapiers. Dementsprechend kann von ihm auch gutgläubig nach § 26 eWpG-E erworben werden.

Für sonstige Verfügungen über einzeleingetragene Kryptowertpapiere gilt nach § 24 eWpG-E Entsprechendes: Jegliche Verfügung über oder Begründung eines Rechts eines Dritten an einem einzeleingetragenen Kryptowertpapier bedarf zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung im Kryptowertpapierregister.

Allerdings stellt sich die Frage, wie in einem vollständig anonymen System ohne Zentralstelle unmittelbar zwischen den Transaktionsbeteiligten eine Einigung und die "Besitzverschaffung" als Umtragung in der praktischen Abwicklung in dem Sinne konstruiert werden können, dass eine Zug-um-Zug Abwicklung stattfindet, so dass ein Rechtsverlust durch Vollzug der Umtragung ohne Erhalt der Gegenleistung ausgeschlossen werden kann.

2. Wie wird über ein sammeleingetragenes elektronisches Wertpapier im engen Sinne verfügt?

Elektronische Wertpapiere im engen Sinne können nur durch Sammeleintrag geschaffen werden (§§ 2 Abs. 1, 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E). Erste Voraussetzung für eine Übertragung ist daher, dass die elektronischen Wertpapiere im engen Sinne überhaupt in die Sammelverwahrung eingeliefert wurden:

- 2.1 Nach § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E geschieht dies dadurch, dass die elektronischen Wertpapiere im engen Sinne auf den Namen einer Wertpapiersammelbank im elektronischen Zentralregister eingetragen werden. Registerführer kann nach § 12 Abs. 2 eWpG-E dabei nur ein nach der CSDR zugelassener Zentralverwahrer sein. Gleichzeitig muss die Wertpapiersammelbank mit dem registerführenden Zentralverwahrer identisch sein, denn nach § 12 Abs. 3 eWpG-E gilt die Eintragung im elektronischen Zentralregister als Einlieferung in das "Effektengiro **bei dem** Zentralverwahrer".

Die Einbuchung beim Zentralverwahrer hat nach § 9 Abs. 1 eWpG-E zur Konsequenz, dass die "eingelieferten" elektronischen Wertpapiere im engen Sinne als Sammelbestand gelten, mit der Folge, dass zugunsten der Berechtigten Miteigentumsanteile am Sammelbestand entstehen. Die Miteigentumsquote soll sich nach dem Verhältnis des Nennbetrages zum Gesamtnennbetrag richten (§ 9 Abs. 1 Satz 2 eWpG-E). Damit ist der Gesetzgeber angesichts der Tatsache, dass es auch nennwertlose elektronische Wertpapiere im engen Sinne geben wird (z.B. Zertifikate oder Optionsscheine), zu kurz gesprungen. Es muss hier als weitere Quote auch die Anzahl der gehaltenen elektronischen Wertpapiere im engen Sinne im Verhältnis zur Gesamtzahl der zur Gesamtemission gehörigen elektronischen Wertpapiere im engen Sinne eingeführt werden. Aus § 9 Abs. 2 eWpG-E folgt sodann die Fremdheitsvermutung, da hier klargestellt wird, dass der Zentralverwahrer nicht etwa selbst Berechtigter ist, sondern nur als Treuhänder handelt.

Im Ergebnis verweist § 9 eWpG-E daher auf das DepotG, das damit zur Gänze zur Anwendung kommt, was in dem überarbeiteten § 1 DepotG sowie durch den neuen § 9b DepotG klargestellt wird.

- 2.2 Daraus folgt unmittelbar, dass eine Verfügung über elektronische Wertpapiere im engen Sinne im Wege der Verfügung über den Miteigentumsanteil ("Girosammelanteil" oder "GS-Anteil" genannt) stattfindet. Da sich der Gesetzgeber nicht zur Anwendung des sich aus den §§ 24f. eWpG-E ergebenden Konzeptes entschließen konnte, verbleibt es mithin nach der Gesetzesbegründung bei der hinlänglich bekannten Dogmatik des Geheißerwerbs nach § 929 BGB, wobei die Besitzverschaffung wie bisher im Wege der Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses erfolgt. Zwischen einem urkundengestützten Sammelbestand und einem Sammelbestand an elektronischen Wertpapieren im engen Sinne gibt es daher keinen Unterschied, so dass nach § 9 Abs. 3 eWpG-E theoretisch sogar ein Mischbestand entstehen könnte.

3. Wie wird über ein sammeleingetragenes Kryptowertpapier verfügt?

Im Falle von sammeleingetragenen Kryptowertpapieren, die auf den Namen einer Wertpapiersammelbank im Kryptowertpapierregister eingetragen wurden, kann vollständig auf die vorstehenden Ausführungen im Abschnitt "*Wie wird über ein sammeleingetragenes elektronisches Wertpapier im engen Sinne verfügt?*" verwiesen werden. Es stellt sich jedoch die Frage, ob auch hinsichtlich der auf den Namen eines "Verwahrers" eingetragenen Kryptowertpapiere einfach nach oben verwiesen werden kann. Hierfür könnten §§ 8 Abs. 1 Nr. 2 und 9 eWpG-E sowie der neue § 9b DepotG sprechen. Zweifel hieran werden jedoch durch § 3 Abs. 1 eWpG-E gesät:

Danach ist Inhaber eines Kryptowertpapiers, "auf dessen Namen das Kryptowertpapier **oder ein bestimmter Anteil an einer Gesamtemission im Kryptowertpapierregister eingetragen ist.**" Aus der Gesetzesbegründung folgt, dass hiermit offenbar ein quotaler Anteil am Sammelbestand gemeint ist. Wenn aber nach § 3 Abs. 1 eWpG-E nicht nur die Inhaberschaft eines einzeleingetragenen Kryptowertpapiers sondern auch die eines Miteigentumsanteils am Sammelbestand im Kryptowertpapierregister eingetragen werden kann, dann scheint die Verfügung über einen Miteigentumsanteil nicht nur durch Geheißerwerb nach § 929 BGB samt Besitzverschaffung im Wege der Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses erfolgen zu können, sondern auch im Wege der Einigung und Umtragung.

Eine andere Interpretation könnte nahelegen, dass nur der Fall gemeint ist, dass eine Gesamtemission von Kryptowertpapieren nicht bei einem Zentralverwahrer eingeliefert, sondern initial quotal auf mehrere übernehmende Banken übertragen werden soll, die zugleich für die jeweilige Quote als "Verwahrer" fungieren und in der Folge Übertragungen auf der Ebene unterhalb des Verwahrers nur nach § 9b DepotG erfolgen sollen, während auf der Ebene der quotal beteiligten Verwahrer Verfügungen im Wege der Umtragung stattfinden. Hierfür könnte sprechen, dass eine Kryptowertpapier-Gesamtemission nach § 8 Abs. 1 Nr. 2, Alt. 2 eWpG-E nicht nur auf den Namen einer Wertpapiersammelbank, sondern auch auf den Namen eines "Verwahrers" eingetragen werden kann. Dies würde bedeuten, dass das eWpG-E insoweit eine Ausnahme vom Zwangsgiro bei einem Zentralverwahrer anordnen und für Kryptowertpapiere in Sammeleintrag eine Art zulässige Haussammelverwahrung ermöglichen würde. Praktisch würde dies bedeuten, dass Übertragungen eines Miteigentumsanteilsinhabers aus dem "Silo" eines Verwahrers an einen Miteigentumsanteilsinhaber im "Silo" eines anderen Verwahrers in einem zweistufigen System stattfinden müssten, in dem Umtragungen auf der Ebene zwischen den Verwahrern mit Depotbuchungen auf der Ebene unterhalb der Verwahrer kombiniert werden, wobei – je nach betroffener Ebene – der Rechtsübergang jeweils anders konstruiert werden müsste. Hinzu kommt, dass wahrscheinlich die Verwahrer in den Einigungs- und Besitzverschaffungsprozess der transaktionsbeteiligten Miteigentumsanteilsinhaber als Vertreter oder Boten eingeschaltet werden müssten.

Im einen wie im anderen Fall würde aufgrund der Nichtanwendbarkeit der §§ 24-27 eWpG-E auf Kryptowertpapier-Sammeleinträge eine erhebliche Schutzlücke entstehen. Es wäre zu begrüßen, wenn der Gesetzgeber klarstellen würde, was mit dieser unklaren Formulierung in § 3 Abs. 1, Alt. 2 eWpG-E tatsächlich gemeint ist, und gegebenenfalls die Schutzlücke schließen würde.

XV. Wer ist Inhaber des elektronischen Wertpapiers?

Bevor diese Frage beantwortet werden kann, muss ein Blick auf die Situation bei physischen Wertpapieren geworfen werden:

1. Was bedeutet Inhaberschaft bei physischen Wertpapieren?

Bei einer einzelverbrieften Inhaberschuldverschreibung ist derjenige Inhaber, der die tatsächliche Sachherrschaft über das Papier ausübt und es daher dem Schuldner zur Einlösung vorlegen kann. Bei einer einzelverbrieften Inhaberschuldverschreibung wird die Inhaberschaft daher in der Regel mit dem unmittelbaren Besitz zusammenfallen.

Anders verhält es sich bei sammelverwahrten Globalurkunden. Hier ist die Wertpapiersammelbank zwar unmittelbare Besitzerin. Aufgrund der Fremdheitsvermutung (§ 4 Abs. 1

DepotG) ist die Wertpapiersammelbank jedoch lediglich unmittelbare Fremdbesitzerin. Die tatsächliche Sachherrschaft steht vielmehr denjenigen zu, die den mittelbaren Eigenbesitz innehaben. Dies sind diejenigen, die am Ende der Verwahrkette in den Verwahrbüchern als Inhaber der GS-Anteile eingetragen sind. Dementsprechend gelten die Inhaber der GS-Anteile als Inhaber der durch ihre Quote am Sammelbestand repräsentierten Inhaberschuldverschreibungen.

2. Wie hat das eWpG-E das Inhaberkonzept bei elektronischen Wertpapieren umgesetzt?

Insoweit ist zwischen einzelverbrieften Kryptowertpapieren und sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren zu unterscheiden:

2.1 Inhaberschaft bei einzeleingetragenen Kryptowertpapieren

Bei einzeleingetragenen Kryptowertpapieren ist nach § 3 Abs. 1, Alt. 1 eWpG-E derjenige Inhaber, auf dessen Namen das Kryptowertpapier im Kryptowertpapierregister eingetragen ist. Da nach § 27 eWpG-E der Eintrag mit der tatsächlichen Sachherrschaft gleichgesetzt ist und der Eingetragene mithin gemäß § 25 eWpG-E durch Weisung die Umtragung veranlassen kann, woran sich der Gutgläubenserwerb nach § 26 eWpG-E knüpft, leuchtet die gesetzliche Regelung der Inhaberschaft ein.

2.2 Inhaberschaft bei sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren im engen Sinne

Bei sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren im engen Sinne regelt § 3 Abs. 2 eWpG-E, dass die registerführende Stelle, auf die der Sammeleintrag lautet, Inhaber der elektronischen Wertpapiere ist. Dagegen sollen nach § 3 Abs. 3 eWpG-E die Miteigentumsanteilsinhaber "Berechtigte" sein. Konsequenterweise regelt dann § 28 Abs. 1 eWpG-E, dass der Inhaber berechtigt sein soll, die Leistung vom Schuldner zu verlangen und dieser mit befreiender Wirkung an den Inhaber soll leisten können. Das Forderungsrecht soll dann nicht bestehen, wenn der Inhaber nicht dazu berechtigt ist, die Leistung zu verlangen. Da aus § 9 Abs. 2 eWpG-E jedoch die Fremdheitsvermutung folgt, wonach die registerführende Stelle gerade nicht aus dem elektronischen Wertpapier im engen Sinne berechtigt ist, und nach dem neuen § 6 Abs. 2 DepotG sichergestellt sein soll, dass der Miteigentumsinhaber seine Rechte unmittelbar gegenüber dem Schuldner gelten machen kann, ist wohl von einer mangelnden Berechtigung im Sinne von § 28 Abs. 1 eWpG-E auszugehen.

Es zeigt sich daher, dass die Regelung der Inhaberschaft bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren einer weiteren Überarbeitung bzw. Klarstellung bedarf: Man könnte die Regelung so verstehen, dass der Sammeleintrag anders als eine Inhaber-Globalurkunde nicht eine Vielzahl von Einzelrechten repräsentiert, die jedes für sich verbrieft sein könnten, sondern nur ein einziges Wertpapier über eine einzige Gesamtforderung darstellt, an dem es viele Berechtigte gibt. Dann wäre der Sammeleintrag in Wahrheit eine Art "Großstück". Dies hätte jedoch zur Konsequenz, dass es niemals einen Mischbestand im Sinne von § 9 Abs. 3 eWpG-E geben könnte, da es sich jeweils um artverschiedene Rechte handelt. Dies kann angesichts des § 9 Abs. 3 eWpG-E aber eigentlich nicht gemeint sein. Man könnte aber auch davon ausgehen, dass hier der unmittelbare Fremdbesitz, der aus der Eintragung auf den Namen der Wertpapiersammelbank folgt, mit der Inhaberschaft verwechselt wurde. Da nach §§ 2 und 9 eWpG-E bei der Sammelverwahrung elektronischer Wertpapiere dieselben Regelungen gelten sollen, wie bei der Sammelverwahrung physischer Wertpapiere, müssten dann entgegen dem Wortlaut des Gesetzentwurfs die mittelbaren Eigenbesitzer als Inhaber der tatsächlichen Sachherrschaft auch als Inhaber der elektronischen Wertpapiere gelten. Dass die Wertpapiersammelbank als Depotverwaltungshandlung die verbrieft Forderung zugunsten der Inhaber beim Schuldner einziehen darf und dieser gegebenenfalls aufgrund von schuldrechtlichen Bestimmungen in

den Emissionsbedingungen an die Wertpapiersammelbank mit befreiender Wirkung leisten darf, steht rechtlich auf einem völlig anderen Blatt.

Dieser Fehler bzw. diese Unklarheit zieht sich durch zahlreiche Bestimmungen des Gesetzentwurfs. Es ist daher dringend zu wünschen, dass dies an allen relevanten Stellen des Gesetzentwurfs, insbesondere jedoch in § 3 Abs. 2 eWpG-E klargestellt wird.

2.3 Inhaberschaft bei sammeleingetragenen Kryptowertpapieren

Es kann auf die obigen Ausführungen verwiesen werden. Auch § 3 Abs. 1, Alt. 2 eWpG-E ist daher entsprechend zu korrigieren.

XVI. Wie und an wen erfolgt die Erfüllung des Leistungsversprechens aus den elektronischen Schuldverschreibungen?

Nach § 28 Abs. 1 Satz 1 eWpG-E kann wertpapierrechtlich nur der Inhaber vom Schuldner die versprochene Leistung verlangen, was im Wesentlichen § 793 Abs. 1 BGB entspricht.

Wie bereits ausgeführt, ist Inhaber beim einzeleingetragenen Kryptowertpapier der eingetragene Inhaber und bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren richtigerweise der jeweilige Inhaber eines Miteigentumsanteils (siehe den neuen § 6 Abs. 2 DepotG). Als Depotverwaltungshandlung wird allerdings die Wertpapiersammelbank aufgrund ihrer Geschäftsbedingungen die versprochene Leistung beim Schuldner bei Fälligkeit einziehen. Insoweit regelt § 28 Abs. 1 Satz 2 eWpG-E, dass der Schuldner mit befreiender Wirkung "auch" an den Inhaber leisten kann. Nach § 793 Abs. 1 Satz 2 BGB kann der Schuldner jedoch immer mit befreiender Wirkung an den Inhaber leisten. Tatsächlich gemeint dürfte hier sein, dass der Schuldner im Falle der Sammelverwahrung mit befreiender Wirkung auch an die Wertpapiersammelbank (bzw. den Verwahrer im Falle von nicht bei einer Wertpapiersammelbank sammelverwahrten Kryptowertpapieren) leisten kann. Vermutlich soll es sich hier um eine Parallelregelung zu § 6 Abs. 7 BSchuWG handeln, durch die entsprechende vertragliche Regelungen – wie sie sich häufig in Emissionsbedingungen finden – entbehrlich gemacht werden sollen. § 28 Abs. 1 Satz 2 eWpG-E ist daher entsprechend zu korrigieren.

Entsprechend § 797 BGB soll nach § 29 Abs. 1 eWpG-E die Leistungspflicht nur Zug-um-Zug gegen Umtragung der einzulösenden elektronischen Schuldverschreibungen auf den Schuldner erfolgen, um den Schuldner vor doppelter Inanspruchnahme zu schützen. Die entsprechende Umtragungsweisung ist vom Inhaber an die registerführende Stelle zu richten. Auch diese Regelung ist jedoch jedenfalls im Falle von sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren nicht völlig präzise. Da der Miteigentumsanteilsinhaber keine unmittelbare Beziehung zur registerführenden Stelle hat, müssten zunächst durch die gesamte Verwahrkette Depotumbuchungen "von unten nach oben" in den Verwahrbüchern erfolgen. Erst dann könnte von der Wertpapiersammelbank, die zugleich registerführende Stelle ist, eine Umtragung – oder vermutlich eher eine Löschung – im elektronischen Wertpapierregister erfolgen.

XVII. Welche Einwendungen kann der Schuldner dem Inhaber entgegenhalten?

Wie in der Parallelregelung des § 796 BGB kann der Schuldner dem Inhaber gemäß § 28 Abs. 2 eWpG-E nur bestimmte Einwendungen entgegenhalten:

1. Einwendungen, die sich aus der Eintragung ergeben;
2. Einwendungen, die sich aus den Emissionsbedingungen ergeben;
3. Einwendungen, die die Gültigkeit der Eintragung betreffen;
4. Einwendungen, die dem Schuldner unmittelbar gegen den Inhaber zustehen.

XVIII. Wann verjähren die Verbindlichkeiten aus den elektronischen Wertpapieren?

Nach § 801 Abs. 1 BGB verjähren die Ansprüche innerhalb von zwei Jahren ab dem Ende der Vorlegungsfrist, die nach der gesetzlichen Regelung 30 Jahre beträgt. Typischerweise werden jedoch sowohl Vorlegungs- als auch Verjährungsfrist nach § 801 Abs. 3 BGB abweichend geregelt.

Bei elektronischen Wertpapieren ist eine physische Vorlegung offensichtlich nicht möglich. Daher regelt § 29 Abs. 2 eWpG-E, dass an die Stelle der physischen Vorlegung das ausdrückliche Leistungsverlangen unter Glaubhaftmachung der Berechtigung tritt. Diese Glaubhaftmachung ist bei einzeleingetragenen Kryptowertpapieren mit dem Nachweis der Eintragung im Kryptowertpapierregister erbracht. Bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren im engen Sinne tritt an die Stelle des Nachweises der Eintragung die Vorlage der Bescheinigung nach dem neuen § 6 Abs. 2 DepotG. Im Übrigen dürfte es also bei den Regelungen des § 801 Abs. 1 und 3 BGB bleiben, so dass Vorlegungs- und Verjährungsfrist in den Emissionsbedingungen nach wie vor geregelt werden müssen.

XIX. Können die Emissionsbedingungen von elektronischen Wertpapieren nachträglich geändert werden und wie wird die Änderung durchgeführt?

Grundsätzlich gelten zunächst die allgemeinen Bestimmungen. Die Emissionsbedingungen können daher durch Gesetz, aufgrund eines Gesetzes, durch Rechtsgeschäft und – soweit das SchVG anwendbar ist – durch einheitlichen Vertrag mit allen Gläubigern oder durch Beschluss der Gläubigerversammlung geändert werden. In letzterem Fall sind jedoch einige Anpassungen des SchVG an die Besonderheiten elektronischer Wertpapiere nötig. Diese Anpassungen sind in Art. 5 des Gesetzentwurfs geregelt:

1. Nach dem neuen § 2 Abs. 2 Satz 1 SchVG-E müssen die Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle, bei der die elektronischen Wertpapiere eingetragen sind, verfügbar sein. Da nach § 5 Abs. 1 eWpG-E die Emissionsbedingungen überdies in jederzeit abrufbarer elektronischer Form für jedermann verfügbar sein müssen, be-

deutet dies, dass bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne der registerführende Zentralverwahrer die Emissionsbedingungen sämtlicher bei ihm registrierter elektronischen Wertpapiere auf seiner Webseite zum Download für Jedermann bereithalten muss. Der Zentralverwahrer wird damit zu einer Evidenzzentrale für die Emissionsbedingungen der bei ihm eingelieferten elektronischen Wertpapiere, was eine Neuerung darstellt. Dasselbe gilt für die Emissionsbedingungen von Kryptowertpapieren. Diese sind bei der jeweiligen registerführenden Stelle des betreffenden Kryptowertpapierregisters zum Download bereitzuhalten.

2. Nach dem neuen § 2 Abs. 2 Satz 2 SchVG-E werden Änderungen der Emissionsbedingungen aufgrund eines Gläubigerversammlungsbeschlusses erst wirksam, wenn sie in den bei der registerführenden Stelle niedergelegten Emissionsbedingungen vollzogen wurden. Diese Regelung knüpft an den neuen § 21 Abs. 2 SchVG-E an, wonach emissionsbedingungsändernde Gläubigerversammlungsbeschlüsse in der Weise zu vollziehen sind, dass die bei der registerführenden Stelle niedergelegten Emissionsbedingungen entsprechend dem Gläubigerversammlungsbeschluss zu ändern sind, sobald der Versammlungs- oder Abstimmungsleiter der registerführenden Stelle versichert hat, dass der Gläubigerversammlungsbeschluss vollzogen werden darf.
3. Der Vollzug der Änderung der Emissionsbedingungen ergibt sich sodann aus § 5 Abs. 2-4 eWpG-E. Nach § 5 Abs. 2 eWpG-E muss die registerführende Stelle sicherstellen, dass ausschließlich angeordneten, vereinbarten bzw. beschlossenen Änderungen in den niedergelegten Emissionsbedingungen vollzogen werden. Nach § 5 Abs. 3 eWpG-E werden diese Änderungen erst mit Niederlegung nach § 5 Abs. 4 eWpG-E wirksam, also erst dann, wenn sie jedermann in elektronisch abrufbarer Form zugänglich gemacht wurden.
4. Der Vollzug der Änderungen in den Emissionsbedingungen nach §§ 21 Abs. 2, 2 Abs. 2 SchVG-E in Verbindung mit § 5 Abs. 2-4 eWpG-E ist jedoch nur ein Teil der erforderlichen Änderungen. Da das elektronische Wertpapierregister auch die wesentlichen Merkmale des sich aus den elektronischen Wertpapieren ergebenden Rechts publizieren muss, sind auch diese Angaben zu ändern, falls die Änderung der Emissionsbedingungen auch wesentliche Merkmale betrifft, was in der Regel der Fall sein dürfte. Nach den §§ 14 und 18 eWpG-E dürfen solche Änderungen jedoch nur u.a. aufgrund eines Gesetzes (siehe § Abs. 1 Nr. 2 und § 18 Abs. 1 Nr. 2 lit. b eWpG-E) geändert werden. Ein solches Gesetz ist zweifellos das SchVG. Dort wurde allerdings vergessen zu erwähnen, dass zum Vollzug der beschlossenen Änderungen der Emissionsbedingungen auch die Änderung der wesentlichen Merkmale gehören muss, soweit diese durch die Änderung der Emissionsbedingungen betroffen sind. Dementsprechend sollten die §§ 2 und 21 SchVG-E angepasst werden, so dass auch Änderungen der wesentlichen Merkmale erfasst sind.

Abgesehen davon gibt es jedoch auch Änderungen, die vom Emittenten einseitig durchgeführt werden dürfen, weil ein entsprechender Änderungsvorbehalt (unterstellt er ist AGB-rechtskonform) von Anfang an in den Emissionsbedingungen vorhanden war, so dass mit dem Erwerb durch die Anleger eine 100%ige Zustimmung vorliegt. Hierzu gehören etwa bestimmte Formen der Schuldnerersetzung, die Änderung von Referenzzinssätzen bei variabel verzinslichen Anleihen, der Austausch von Zahlstellen und Berechnungsstellen und ähnliche Vorgänge. Diese Maßnahmen müssen auch nach Inkrafttreten des Gesetzes noch möglich sein, so dass die §§ 14 und 18 eWpG-E entsprechend angepasst werden sollten.

Im Falle von Kryptowertpapieren gelten darüber hinaus weitere Besonderheiten und Anforderungen:

1. Nach § 18 Abs. 2 eWpG-E darf die registerführende Stelle Änderungen der wesentlichen Merkmale, der Kennzeichnung als Sammel- oder Einzeleintragung, des Emittenten und der Angaben zum Mischbestand sowie der Emissionsbedingungen nur mit Zustimmung des Emittenten vornehmen, soweit gesetzlich nichts anderes geregelt ist. Sofern § 21 Abs. 2 SchVG-E wie vorstehend dargelegt noch angepasst wird, ist davon auszugehen dass die Weisung des Versammlungs- oder Abstimmungsleiters nach § 21 Abs. 2 SchVG-E ausreicht.
2. Nach § 18 Abs. 3 eWpG-E muss die registerführende Stelle Änderungsweisungen mit Zeitstempeln versehen und sie muss diese in der Reihenfolge der Zeitstempel abarbeiten.
3. Schließlich müssen Änderungen, die die im Bundesanzeiger veröffentlichen Angaben betreffen (siehe oben), nach § 20 Abs. 2 eWpG-E ebenfalls im Bundesanzeiger veröffentlicht werden. Die Veröffentlichung ist unverzüglich zu veranlassen, aber nicht konstitutiv für die Wirksamkeit der Änderung. Daneben sind nach § 19 eWpG-E geänderte Registerauszüge zu erstellen.

Es stellt sich jedoch generell die Frage, wie auf einer rein praktischen Ebene derartige Änderungen in einem auf einer Blockchain-Technologie basierenden Distributed Ledger durchgeführt werden sollen. Dem Registerführer müssten – in Ermangelung eines zentralen Registers - hierzu Schreibrechte eingeräumt werden, durch die er bei allen Kryptowertpapierinhabern Datenblöcke hinzufügen kann, durch die die Änderungen vollzogen werden. Damit würde dann de facto innerhalb des Distributed Ledger doch eine an sich systemfremde "Zentralstelle" existieren.

XX. Wer darf ein elektronisches Wertpapierregister führen?

Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, ob es sich bei den infrage stehenden elektronischen Wertpapieren um elektronische Wertpapiere im engen Sinne oder um Kryptowertpapiere handelt.

1. Was gilt bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne?

Elektronische Wertpapiere im engen Sinne können nur durch Sammeleintrag auf den Namen einer Wertpapiersammelbank ausgegeben werden (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E), mit der Folge, dass nach § 12 Abs. 3 eWpG-E ein Zwangseffektengiro angeordnet ist. Zugleich kann das elektronische Zentralregister über derartige elektronische Wertpapiere gemäß § 12 Abs. 2 eWpG-E auch nur von der betreffenden Wertpapiersammelbank, die als Zentralverwahrer nach der CSDR zugelassen ist, geführt werden. Bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne liegen die Registerführung und die Zentralverwahrung daher zwingend in einer Hand.

2. Was gilt bei Kryptowertpapieren?

Bei Kryptowertpapieren können die Registerführung und Wertpapierverwahrung (falls einschlägig) voneinander getrennt erfolgen. Während die Wertpapierverwahrung entweder bei einer Wertpapiersammelbank (§ 8 Abs. 1 Nr. 2, Alt. 1 eWpG-E) oder bei einem "Verwahrer" (§ 8 Abs. 1 Nr. 2, Alt. 2 eWpG-E) erfolgt oder aber bei Kryptowertpapieren in Einzeleintragung die Eintragung des Inhabers unmittelbar im Register erfolgt (§ 8 Abs. 2

eWpG-E), wird die davon abweichende registerführende Stelle bei Kryptowertpapieren vom Emittenten bestimmt (§ 16 Abs. 2 Satz 1 eWpG-E). Nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-E handelt es sich bei der Führung eines elektronischen Wertpapierregisters im Geltungsbereich des KWG (und nur dann kommt nach § 32 eWpG-E das deutsche Wertpapiersachstatut zur Anwendung) jedoch um eine lizenzpflichtige Finanzdienstleistung, so dass der vom Emittenten benannte Registerführer über eine entsprechende Finanzdienstleisterlizenz verfügen muss. Damit ist jedoch noch nicht gesagt, ob der Registerführer seinen Sitz in Deutschland haben muss oder ob auch eine deutsche Zweigniederlassung ausreicht? Nach allgemeinen Grundsätzen (§§ 32, 53, 53b KWG) dürfte eine Zweigniederlassung ausreichen und zwar im Falle einer EU-Zweigniederlassung, wenn ihre vom Heimatstaat erteilte Lizenz auch das Depotgeschäft abdeckt, die als die weiterreichende Lizenz auch das Kryptoverwahr- und Kryptoregisterführungsgeschäft umfassen sollte. Auch der Emittent selbst kann als registerführende Stelle in Betracht kommen (§ 16 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E), muss dann jedoch selbst die Lizenzpflichten nach dem KWG erfüllen, da § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-E nicht auf das Führen eines Kryptowertpapierregisters "für andere" beschränkt ist.

XXI. Wird neben der Finanzdienstleisterlizenz als Registerführer eine Lizenz für die Wertpapierverwahrung benötigt?

Anders als die Registerführung bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne, gilt die bloße Registerführung bei Kryptowertpapieren gemäß § 7 Abs. 4 eWpG-E nicht als Wertpapierverwahrung im Sinne des Depotgesetzes, so dass weder eine Banklizenz als Wertpapierverwahrer oder als Zentralverwahrer nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KWG erforderlich ist. Es muss allerdings im Einzelfall sehr genau geprüft werden, ob der Registerführer nicht zusätzliche Tätigkeiten ausführt, die als Zentralverwahrung, Wertpapierverwahrung oder als Kryptowertpapierverwahrung angesehen werden könnten. Die Abgrenzung der einzelnen Tätigkeiten und der schmale aufsichtsrechtliche Grat zwischen diesen wird, was die damit verbundenen Lizenzpflichten anbelangt, im Gesetz nicht ausreichend klargestellt. Die nachfolgenden Anmerkungen können daher nur als erste Abgrenzungsüberlegungen angesehen werden:

1. Wird eine Lizenz als Zentralverwahrer benötigt?

Nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG bedarf die Tätigkeit als Zentralverwahrer einer entsprechenden Lizenz. Die Definition des "Zentralverwahrers" verweist dabei schlicht auf die Regelungen der CSDR. Nach Art. 2 Abs. 1 Nr. 1 ist "Zentralverwahrer", wer ein Wertpapierliefer- und -abrechnungssystem betreibt und wenigstens eine weitere Kernleistung nach Abschnitt A des Anhangs zur CSDR erbringt. "Wertpapierliefer- und -abrechnungssystem" ist ein solches im Sinne des Art. 2 lit. a, 1.-3. Gedankenstrich, der EU-Finalitätsrichtlinie und damit ein System im Sinne von §§ 1 Abs. 16, 24b KWG. Voraussetzung ist zunächst, dass das System Übertragungsaufträge abwickelt. "Übertragungsauftrag" ist nach Art. 2 lit. (i) der EU-Finalitätsrichtlinie eine Weisung eines Teilnehmers, die auf die Übertragung des Eigentums an Wertpapieren oder eines Anspruchs auf Übereignung von Wertpapieren im Wege der Verbuchung oder auf sonstige Weise gerichtet ist. Diese Voraussetzung wird wohl bei einem Distributed Ledger erfüllt sein, da es ja gerade um die Übertragung von Kryptowertpapieren bzw. um Miteigentumsanteilen an einem Kryptowertpapier-Sammelbestand geht. Weiterhin muss - ohne Mitrechnung einer etwaigen Verrechnungsstelle, zentralen Vertragspartei oder

Clearingstelle oder eines etwaigen indirekten Teilnehmers – eine förmliche Vereinbarung zwischen mindestens drei Teilnehmern getroffen worden sein, die gemeinsame Regeln und vereinheitlichte Vorgaben für die Ausführung von Zahlungs- bzw. Übertragungsaufträgen zwischen den Teilnehmern vorsieht. "Teilnehmer" im Sinne von Art. 2 lit. (f) EU-Finalitätsverordnung sind dabei im Wesentlichen Kreditinstitute und Wertpapierfirmen. Bereits an dieser Stelle wird ein Distributed Ledger in Bezug auf einzeleingetragene Kryptowertpapiere vermutlich scheitern. Wird dagegen eine einheitliche Gesamtemission von Kryptowertpapieren als Sammeleintrag begeben und z.B. quotale auf drei Kreditinstitute aufgeteilt (§ 3 Abs. 1, Alt. 2 eWpG-E) und sind diese drei Kreditinstitute interoperabel, so dass zwecks Übertragung von Miteigentumsanteilen zwischen diesen "Silos" Umtragungen stattfinden, um auf Depotkontenebene Miteigentumsanteile zwischen den Kunden der "Silos" übertragen zu können, könnte durchaus ein System im Sinne von Art. 2 lit. (a) EU-Finalitätsrichtlinie und § 1 Abs. 16 KWG vorliegen, zumal der Kryptowertpapierregisterführer dann als Systembetreiber im Sinne von § 1 Abs. 16a KWG angesehen werden könnte und nach § 32 eWpG-E deutsches Recht zur Anwendung käme (Art. 2 lit. (a), 2. Gedankenstrich EU-Finalitätsrichtlinie). Da der Registerführer sodann jedenfalls auch die Kernleistung "erstmalige Verbuchung von Wertpapieren" erbringt, wären hierdurch sämtliche Merkmale der Zentralverwahrung erfüllt, zumal eine solche Gestaltung funktional sehr nahe an den klassischen Effektenverkehrsverkehr herankommt. Sind weniger als drei Kreditinstitute beteiligt und liegt insbesondere keine Interoperabilität vor, dürfte es an einem System auf der Ebene des Registerführers fehlen, da er kein Wertpapierübertragungssystem betreibt.

2. Wird eine Lizenz als Wertpapierverwahrer benötigt?

Nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG bedarf die Tätigkeit als Wertpapierverwahrer einer entsprechenden Depotbanklizenz. Es genügt, wenn in Bezug auf "Wertpapiere" eine Verwahr- oder Verwaltungstätigkeit entfaltet wird.

2.1 Wertpapierverwaltung

An der Wertpapierqualität besteht nach § 2 Abs. 1 eWpG-E kein Zweifel. Wertpapierverwaltung ist zum Beispiel der Einzug von Zinsen und/oder der Einzug des Rückzahlungsbetrages der Kryptowertpapiere zugunsten der Kryptowertpapierinhaber. Würde daher im Falle einer als Sammeleintrag begebenen Kryptowertpapieremission der Verwahrer zugleich als Registerführer fungieren, wäre er nach § 3 Abs. 1 eWpG-E Inhaber, so dass der Emittent nach § 28 Abs. 1 eWpG-E an ihn mit befreiender Wirkung leisten würde. Damit läge zweifelsfrei eine Wertpapierverwaltung vor. Bei einer als Sammeleintrag begebenen Kryptowertpapieremission muss daher auf eine klare Trennung der Funktionen geachtet werden, um nicht schon aus diesem Grund eine Depotbanklizenzpflicht des Registerführers aufgrund einer Wertpapierverwaltung zu begründen.

2.2 Wertpapierverwahrung

An der Wertpapierqualität besteht nach § 2 Abs. 1 eWpG-E kein Zweifel. Dass die elektronischen Wertpapiere "unverschlossen" sind, ist ebenfalls gegeben, da es offenkundig um die Registrierung und Übertragung von Kryptowertpapieren oder von Miteigentumsanteilen an Kryptowertpapieren geht und der Registerführer nach § 10 Abs. 3 eWpG-E sogar zur Identifizierung der Inhaber in der Lage sein muss. Die Kryptowertpapiere bzw. die Miteigentumsanteile befinden sich auch zweifellos im System eines Distributed Ledger, als dessen Systembetreiber der Registerführer gilt. Es findet daher zweifellos eine der Verwahrung physischer Urkunden funktional gleichwertige elektronische Verwahrung im dezentralen "Verwahrbuch" statt. Es stellt sich daher die Frage, ob zusätzlich zur Lizenz als Kryptowertpapierregisterführer nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 8 eWpG-E die Verwahrfunktion beim Registerführer angesiedelt werden muss:

Im Falle der Eintragung eines quotalen Sammelbestands an Kryptowertpapieren auf einen oder mehrere Verwahrer, zwischen denen keine Interoperabilität besteht, erfüllen die "Verwahrer" ohne Zweifel die Voraussetzungen des Wertpapierverwahrgeschäfts, da sie auf Kundenebene außerhalb des Effektenregiosystems eine Art "Haussammelverwahrung" zugunsten ihrer Kunden nach § 9b DepotG-E betreiben und damit vollständig in den Anwendungsbereich des DepotG fallen, so dass ausschließlich Kreditinstitute, die im Besitz einer Depotbanklizenz sind, als "Haussammelverwahrer" fungieren können. Da sich in diesem Fall die Tätigkeit des Registerführers tatsächlich auf reine Registrierungsaktivitäten beschränkt und insbesondere keine Wertpapierabwicklung erfolgt, bedarf es einer zusätzlichen Lizenzierung des Registerführers als Depotbank wohl nicht.

Im Falle der Emission von einzeleingetragenen Kryptowertpapieren hat sich der Gesetzgeber nach § 7 Abs. 4 eWpG-E dazu entschieden, dass die Bereitstellung und der Betrieb der Infrastruktur sowie die bloße Durchführung der nach dem Gesetz nötigen Aufgaben im Zusammenhang mit der Registerführung nicht als Depotgeschäft zu werten ist. Dies müsste dann umgekehrt bedeuten, dass die Speicherung der zur Teilnahme erforderlichen Software und der privaten Schlüssel auf dem PC des Kryptowertpapierinhabers (ohne Einschaltung dritter Dienstleister und ohne Einschaltung des Registerführers beim Einzug der Forderungen aus dem Kryptowertpapier) als Selbstverwahrung der Kryptowertpapiere zu betrachten ist, so als würden physische Wertpapiere zuhause "unter dem Kopfkissen" verwahrt. Damit wäre bei diesen Gestaltungen keinerlei Depotlizenz nötig. Ob eine solche Gestaltung allerdings praktikabel und sinnvoll ist, steht auf einem anderen Blatt: Wer sorgt für eine Zug-um-Zug-Abwicklung bei der Erstbegebung und bei Geschäften im Zweitmarkt sowie bei der Einlösung? Wenn dies durch "smart contracts" oder "off-chain"-Vereinbarungen dargestellt wird, wer stellt diese Abwicklungsmechanik zur Verfügung? Wenn dies der Registerführer ist, könnte dies bereits den schmalen Grat zur Wertpapierverwahrung- und -verwaltung überschreiten, da dann eben doch funktional Verwahrgeschäft betrieben wird.

3. Wird eine Lizenz als Kryptowertpapierverwahrer benötigt?

Wenn die vorstehenden Überlegungen zutreffend sind, erweist sich der Anwendungsbereich der Lizenz für das Kryptowertpapierverwahrgeschäft gemäß § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG-E im Kontext von Kryptowertpapieren als gering. Letztlich geht es hier allein um die Zurverfügungstellung einer Wallet durch eine Dienstleistung, um die zur Verfügung über die Kryptowertpapiere nötigen kryptografischen Schlüssel zu speichern und zu sichern, was im analogen Bereich der Zurverfügungstellung eines Bankschließfachs entsprechen könnte.

4. Aktuelle EU-Gesetzgebungsvorhaben

Interessant ist in diesem Zusammenhang ein konkurrierendes bzw. komplementäres EU-Gesetzgebungsvorhaben (Überschneidungen bzw. Widersprüche bedürfen noch der genaueren Analyse): Der EU-Gesetzgeber scheint davon auszugehen, dass auch Kryptowertpapiere, die bestimmte Emissionsvolumina nicht übersteigen, an speziellen DLT-MTFs gehandelt werden können, wobei spezielle DLT-Zentralverwahrer einzuschalten sind, die von zahlreichen Anforderungen nach der CSDR befreit sein werden (siehe Entwurf einer EU-Verordnung betreffend ein "Pilot regime for market infrastructure based on distributed ledger technology" ("EU-DLT-Pilot-VO")). Es ist daher wahrscheinlich, dass es für Kryptowertpapiere ein spezielles EU-Lizenzierungssystem geben wird, das u.a. den Betrieb eines DLT-MTF sowie den Betrieb eines DLT-Zentralverwahrers umfassen wird, so dass die lizenzrechtliche Analyse nach Inkrafttreten dieser Regelungen eine gänzlich andere sein wird.

XXII. Welche Anforderungen sind an die Führung eines Wertpapierregisters zu stellen?

Da das elektronische Wertpapierregister nach §§ 10, 26 eWpG-E mit öffentlichem Glauben ausgestattet ist, sind an die Führung des Registers sehr hohe Anforderungen zu stellen, die im Gesetzentwurf nur in Grundzügen beschrieben sind und die sich im Detail aus den nach §§ 15 und 23 eWpG-E noch zu erlassenden Rechtsverordnungen ergeben werden.

Bei den Anforderungen sind die inhaltlichen Anforderungen (welche Inhalte müssen sich im Register finden?) von den technischen und organisatorischen Anforderungen zu trennen. Zu den inhaltlichen Anforderungen wurde bereits im Einzelnen Stellung genommen. Es kann insoweit nach oben verwiesen werden (siehe die Ausführungen in den Abschnitten "*Was ist mit der Niederlegung der Emissionsbedingungen gemeint?*" und "*Worum geht es bei den wesentlichen Angaben zu der betreffenden Wertpapieremission?*").

Die Grundzüge der technischen und organisatorischen Anforderungen ergeben sich im Wesentlichen aus §§ 7, 10 und 16:

1. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich des Stands der Technik?

Nach § 7 Abs. 1 eWpG-E ist das elektronische Wertpapierregister nach dem jeweiligen Stand der Technik einzurichten und zu führen. Es sind die jeweils effizientesten und sichersten Standards betreffend Datenspeicherung, Datendarstellung und Datensicherheit einzuhalten. Sind anerkannte ISO/DIN-Standards vorhanden, sind diese heranzuziehen. Andernfalls sind "best practice" Industriestandards zu verwenden.

2. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich der Richtigkeit der Daten?

Nach § 7 Abs. 2 Satz 1 eWpG-E muss das elektronische Wertpapierregister die Rechtslage hinsichtlich der elektronischen Wertpapiere zu jedem Zeitpunkt zutreffend und vollständig abbilden. Nach § 7 Abs. 3 Satz 2 eWpG-E gilt dies auch für die Übereinstimmung des emittierten Gesamtbestands mit der Summe der eingetragenen Einzelrechte. Dies gilt umso mehr, als auf Basis des öffentlichen Glaubens des Registers ein gutgläubiger Erwerb stattfinden kann. Sind Transaktionen *ex tunc* unwirksam, muss auch dies ungeachtet der zum Einsatz kommenden Technologie zutreffend abgebildet werden.

Die Pflichten zur zutreffenden Abbildung der Rechtslage zu jedem Zeitpunkt sind drittschützend, so dass eine Pflichtverletzung seitens des Registerführers Schadensersatzansprüche auslösen kann, es sei denn (also Umkehr der Beweislast), es liegt kein Vertretenmüssen vor (§ 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E).

3. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich Datenintegrität?

Nach § 7 Abs. 3 Satz 1 eWpG-E hat die registerführende Stelle für die gesamte Dauer der Eintragung eines elektronischen Wertpapiers dem Stand der Technik entsprechende technische und organisatorische Maßnahmen zu treffen, um die Datenintegrität des elektronischen Registers zu gewährleisten. Die Daten müssen vor unbefugter Löschung und Veränderung (bspw. durch Hacking) geschützt werden. Auch diese Anforderungen an die Sicherheit der IT-Infrastruktur des elektronischen Registers sind drittschützend im Sinne einer verschuldensunabhängigen Garantiehaftung.

4. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich der Zugriffsrechte?

Nach §§ 5 und 10 eWpG-E sind bestimmte Einsichtsrechte technisch zu gewährleisten und weitergehende Einsichtsmöglichkeiten technisch zu verhindern:

- 4.1 Es müssen nach § 5 Abs. 1 eWpG-E jedermann in beständiger elektronischer Form mit der Möglichkeit einer beliebigen Wiederholbarkeit die niedergelegten Emissionsbedingungen zugänglich gemacht werden.
- 4.2 Weiterhin müssen die Teilnehmer nach § 10 Abs. 1 eWpG-E Zugriff alle weiteren Eintragungen nach §§ 13 und 17 eWpG-E haben. Zwar ist der Begriff des "Teilnehmers" im eWpG-E nicht definiert, jedoch ergibt sich aus der Gesetzesbegründung, dass der Teilnehmerkreis offen oder auf bestimmte Personengruppen (z.B. institutionelle Investoren) beschränkt sein kann. Wer nicht zu der Personengruppe gehört, kann daher nicht "Teilnehmer" sein und darf mithin keinen unbeschränkten Zugriff auf die Daten aus §§ 13 und 17 eWpG-E haben. Im Übrigen sind "Teilnehmer" sicherlich die Emittenten, Garanten oder sonstigen Mitverpflichteten sowie die eingetragenen Inhaber und Dritte, denen ein Recht an einem elektronischen Wertpapier eingeräumt wurde. Daneben müssen zu den "Teilnehmern" auch diejenigen gehören, die als Mitglied der eligiblen Personengruppe ein elektronisches Wertpapier erwerben oder zu deren Gunsten ein Recht an einem elektronischen Wertpapier begründet werden soll. Da der öffentliche Glaube des elektronischen Wertpapierregisters gerade dem Schutz des Rechtsverkehrs dienen soll, muss diesen Personen ebenfalls der Zugriff als "Teilnehmer" gewährt werden. Dies scheint im Übrigen zu bedeuten, dass der Zugriff auch nur unmittelbaren Teilnehmern ermöglicht werden muss. Dies hätte bei sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren zur Folge, dass nur die Teilnehmer der ersten Verwahrstufe als "Teilnehmer" Zugriff nehmen könnten, während dies bei Miteigentumsanteilsinhabern nachgeordneter Verwahrstufen nicht der Fall wäre.
- 4.3 Weiterhin muss jedem, der gemäß § 10 Abs. 2 Satz 1 eWpG-E ein "berechtigtes Interesse" nachweisen kann, Zugriff auf die Daten nach §§ 13 und 17 eWpG-E gewährt werden. Der Begriff des "berechtigten Interesses" ist im eWpG-E zwar nicht definiert, die Gesetzesbegründung verweist insoweit jedoch auf die Praxis zu § 12 GBO. Jeder Person, die zum potenziellen Teilnehmerkreis gehört und ein sachliches Interesse nachweisen kann, ist daher der Zugriff zu gewähren. Bei Aufsichts-, Straf- und Ordnungsbehörden, die im Rahmen ihrer gesetzlichen Aufgaben handeln, wird ein berechtigtes Interessen nach § 10 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E vermutet.
- 4.4 Darüber hinausgehende Daten und Informationen unterliegen gemäß § 10 Abs. 3 eWpG-E dem Registergeheimnis und dürfen nur Personen offenbart werden, die ein besonderes berechtigtes Interesse nachweisen. Als Beispiele von Daten, die dem Registergeheimnis unterliegen, werden etwa in § 10 Abs. 3 eWpG-E die Identität und Adresse des Inhabers sowie sonstige ihn betreffende personenbezogene Daten genannt. Ein besonderes berechtigtes Interesse hinsichtlich derartiger Daten kann etwa bei Kryptowertpapieren dann vorliegen, wenn diese Daten zur Rechtsdurchsetzung benötigt werden. Bei Aufsichts-, Straf- und Ordnungsbehörden, die im Rahmen ihrer gesetzlichen Aufgaben handeln, wird ein berechtigtes Interessen nach § 10 Abs. 3 Satz 2 eWpG-E vermutet.

5. Welche weiteren Anforderungen gelten für Kryptowertpapierregister?

§ 16 Abs. 1 eWpG-E konkretisiert und ergänzt die Pflichten, die sich aus § 7 Abs. 1-3 eWpG-E ergeben. Danach muss ein Kryptowertpapierregister "auf einem dezentralen, fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem die Daten in Zeitreihenfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden."

Die Gesetzesbegründung betont zwar, dass auch diese Regelung technikneutral ausgestaltet ist, geht jedoch davon aus, dass nach derzeitigem Stand der Technik sogenannte distributed ledger unter Nutzung der Blockchain-Technologie gemeint sind.

Wie sich aus der Gesetzesbegründung weiter ergibt, sollen sowohl "private permissioned" als auch "public permissionsless" distributed ledger möglich sein. Zwar führt die Gesetzesbegründung aus, dass derartige distributed ledger-Systeme die Anforderungen an Fälschungssicherheit und Zeitreihenfolgeprotokollierung nicht stets erfüllen, jedoch scheint sie davon auszugehen, dass diese Anforderungen bei derartigen Systemen in der Regel erfüllt sein werden. Näheres wird zweifellos in der nach § 23 Abs. 1 eWpG-E zu erlassenden Rechtsverordnung geregelt werden.

Zu berücksichtigen ist weiterhin, dass das Kryptowertpapierregister eine deutlich weiterreichende Funktion als das Zentrale Register hat. Während letzteres lediglich die Emission als solche dokumentiert und die Verfügungen zwischen den Teilnehmern auf der Ebene der Depotkonten stattfinden, werden im Kryptowertpapierregister (zumindest im Falle von einzeleingetragenen Kryptowertpapieren) auch die Verfügungen zwischen Teilnehmern dokumentiert, weswegen in § 18 eWpG-E zahlreiche weitere Anforderungen statuiert werden. Hierzu gehört, dass Änderungen der Rechtsinhaberschaft nur aufgrund einer Weisung des Inhabers (§ 18 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 eWpG-E) bzw. eines Rechteinhabers (§ 18 Abs. 1 Satz 2 eWpG-E) in der zeitlichen Reihenfolge der Weisungserteilung (§ 18 Abs. 3 eWpG-E) durchgeführt werden dürfen. Eintragungen ohne entsprechende Weisung sind nach § 18 Abs. 5 eWpG-E "unverzüglich rückgängig zu machen". Da jedoch einmal kreierte Datenblöcke unabänderlich sind, kann hiermit nur die Schaffung neuer, gegenläufiger Datenblöcke gemeint sein. Einzelheiten werden nach § 23 Abs. 1 Nr. 5 eWpG-E im Verordnungswege geregelt.

Da in einem Distributed Ledger Transaktionen ohne Eingriff einer zentralen Stelle durch Austausch öffentlicher und privater Schlüssel veranlasst werden, ist die Regelung, wann von einer ausreichenden Authentifizierung ausgegangen werden kann, von zentraler Bedeutung. Der Gesetzentwurf sieht in § 18 Abs. 4 eWpG-E insoweit keine Detailregelung vor, sondern verweist die Detailregelung an den Ordnungsgeber.

XXIII. Welche weiteren Pflichten ergeben sich aus der Führung eines elektronischen Wertpapierregisters insbesondere im Falle eines Registerwechsels?

Auch insoweit ist zwischen elektronischen Wertpapieren im engen Sinne und Kryptowertpapieren sowie zwischen Pflichten des Registerführers und solchen des Emittenten zu unterscheiden:

1. Was gilt für elektronische Wertpapiere im engen Sinne?

Elektronische Wertpapiere im engen Sinne können nur per Sammeleintrag ausgegeben werden (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E), so dass sie bei einer Wertpapiersammelbank zu verwahren sind, die zugleich als Zentralverwahrer das Register führt. Die weitergehenden Pflichten des Zentralverwahrers als Registerführer ergeben sich insoweit im Wesentlichen aus der CSDR und dem DepotG. Hierauf soll an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden.

2. Was gilt für Kryptowertpapiere?

Im Zusammenhang mit der Auswahl und dem Betrieb des Kryptowertpapierregisters ist zwischen Pflichten des Emittenten und Pflichten des Registerführers zu unterscheiden:

2.1 Welche Pflichten treffen den Emittenten?

2.1.1 Auswahl- und Überwachungspflicht

Anders als bei elektronischen Wertpapieren im engen Sinne, kann der Emittent bei Kryptowertpapieren den Registerführer des Kryptowertpapierregisters selbst bestimmen (§ 16 Abs. 2 Satz 1 eWpG-E). Hieraus resultiert nach § 21 Abs. 1 eWpG-E eine Verpflichtung des Emittenten, den Registerführer sorgfältig auszuwählen und zu gewährleisten, dass das vom Registerführer betriebene Kryptowertpapierregister für die gesamte Dauer der Eintragung ordnungsgemäß funktioniert. Hierfür hat er im Sinne einer Garantenstellung alle organisatorischen und technischen Vorkehrungen zu treffen. Dies wird daraus abgeleitet, dass die Handelbarkeit der vom Emittenten begebenen Kryptowertpapiere vollständig von der Funktionsfähigkeit des Kryptowertpapierregisters abhängt und der Emittent selbst den Registerführer und damit auch das verwendete Kryptowertpapierregister aussucht. Mithin müssen sich die Anleger darauf verlassen können, dass durch sorgfältige Auswahl und Überwachung ein ordnungsgemäßer Betrieb im Sinne der Bestimmungen des eWpG-E und der hierzu noch zu erlassenden Rechtsverordnungen gewährleistet ist.

2.1.2 Wechsel des Kryptowertpapierregisters

Stellt sich heraus, dass es beim Betrieb des Kryptowertpapierregisters zu Unregelmäßigkeiten kommt, so dass der Betrieb nicht mehr in Übereinstimmung mit den Bestimmungen des eWpG-E und der noch zu erlassenden Rechtsverordnungen erfolgt, hat der Emittent nach § 21 Abs. 2 Satz 1 eWpG-E für Abhilfe zu sorgen. Dasselbe gilt, wenn die Unregelmäßigkeiten die Funktionstüchtigkeit des Kryptowertpapierregisters insgesamt betreffen und der Emittent gemäß § 30 Satz 1 eWpG-E eine Abmahnung eines Kryptowertpapierinhabers erhalten hat. In beiden Fällen muss der Emittent auf den Registerführer einwirken, dass die festgestellten Unregelmäßigkeiten in angemessener Zeit abgestellt und die Funktionstüchtigkeit wieder hergestellt werden. Gelingt dies innerhalb einer angemessenen Frist nicht, ist der Emittent mit Zustimmung der BaFin oder sämtlicher Kryptowertpapierinhaber (§ 22 eWpG-E) zum Wechsel des Kryptowertpapierregisters verpflichtet. Der Wechsel des Kryptowertpapierregisters kann in diesem Fall auch von der BaFin erzwungen werden (§ 21 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E). Durch den Wechsel des Kryptowertpapierregisters innerhalb angemessener Frist kann dann auch ein andernfalls nach § 30 Satz 1 eWpG-E bestehendes außerordentliches Kündigungsrecht des Kryptowertpapierinhabers abgewendet werden (§ 30 Satz 2 eWpG-E).

2.2 Welche Pflichten treffen den Registerführer?

Den Registerführer eines Kryptowertpapierregisters treffen zunächst sämtliche Pflichten, die sich aus dem eWpG-E und den dazu noch zu erlassenden Rechtsverordnungen betreffend den Betrieb eines Kryptowertpapierregisters ergeben. Weiterhin muss der Registerführer eines Kryptowertpapierregisters daran mitwirken, wenn ein Wechsel des Kryptowertpapierregisters vollzogen werden soll (§ 22 eWpG-E) oder nach den Bestimmungen des eWpG-E (§ 21 eWpG-E) oder aufgrund anderer gesetzlicher Bestimmungen (z.B. aufgrund einer Übertragungsanordnung §§ 107ff. SAG) erfolgen muss. Das eWpG-E enthält hierzu bislang keinerlei Regelungen, sondern verweist die komplette Materie des Registerwechsels nach § 23 Abs. 1 Nr. 25 eWpG-E an den Ordnungsgeber. Aufgrund des Wesentlichkeitsgebots in Art. 80 Abs. 1 GG sollte insoweit zumindest im eWpG-E eine Pflicht des Registerführers angeordnet werden, alle erforderlichen Mitwirkungshandlungen vorzunehmen. Hierzu dürfte es mindestens gehören, dass das Kryptowertpapierregister bis zur Übertragung auf ein neues Kryptowertpapierregister fortzuführen ist und dass im Anschluss Zug-um-Zug gegen Neueintragung der Kryptowertpapiere im neuen Kryptowertpapierregister sämtliche Einträge zu löschen sind, um eine Doppeleintragung zu vermeiden. Weiterhin zu überlegen, ob nicht in einer definierten Übergangszeit der Ist-Zustand des

Registers "eingefroren" werden muss, um die Integrität der Datenbestände unmittelbar vor und nach dem Registerwechsel sicherzustellen. Sämtliche Pflichten und Vorkehrungen für einen Registerwechsel sollten in einem entsprechenden Notfallplan, der der Zustimmung der BaFin bedarf, festgelegt werden müssen. Auch hierfür sollte das eWpG-E zumindest rudimentäre Regelungen vorsehen.

XXIV. Welche Konsequenzen hat ein Registerwechsel nach §§ 21, 22 eWpG-E?

Es stellt sich weiterhin die Frage, welche zivilrechtlichen Auswirkungen der Registerwechsel hat. Auch hierzu finden sich im eWpG-E keinerlei Regelungen. Insbesondere stellt sich die Frage, ob die im bisherigen Kryptowertpapierregister eingetragenen Kryptowertpapiere im neuen Kryptowertpapierregister neu begründet werden müssen oder ob von einer identitätswahrenden Rechtsnachfolge auszugehen ist:

Nach § 2 Abs. 1 eWpG-E tritt bei einem elektronischen Wertpapier der Registereintrag an die Stelle der Wertpapierurkunde. Dementsprechend ist der Eintrag im Kryptowertpapierregister rechtlich die "Wertpapierurkunde". Die Löschung des Eintrags entspricht mithin, sofern nicht nach § 6 Abs. 2 Satz 3 eWpG-E eine physische Wertpapierurkunde ausgestellt wird, der Vernichtung der Wertpapierurkunde. Hierdurch geht jedoch die verbrieft Forderung nicht unter, was sich insbesondere aus §§ 798, 799 BGB ergibt. Vielmehr kann der Inhaber gemäß § 798 BGB die Ausstellung einer neuen inhaltsgleichen Wertpapierurkunde verlangen, sofern ihr wesentlicher Inhalt noch mit Sicherheit erkennbar ist. Dies dürfte jedenfalls bei Kryptowertpapierregistern der Fall sein, solange nicht durch ein katastrophales Ereignis sämtliche Datenbestände zerstört wurden. In diesem Fall würde die Neueintragung in einem neuen Kryptowertpapierregister der Ausstellung einer neuen Wertpapierurkunde gemäß § 798 BGB in Verbindung mit § 2 Abs. 1 eWpG-E entsprechen. Es lässt sich daher – auch ohne explizite Regelung – argumentieren, dass in diesem Fall die Übertragung der Kryptowertpapiere in ein neues Register ein identitätswahrender Akt ist, wovon auch die Gesetzesbegründung (allerdings ohne nähere rechtliche Begründung) ausgeht. Sind jedoch sämtliche Datenbestände vernichtet, könnte sich der wesentliche Inhalt des Kryptowertpapiers immer noch aus dem Registerauszug herleiten lassen, der nach § 19 eWpG-E jedem Inhaber erteilt werden muss, so dass auch in diesem Fall eine Anwendung des § 798 BGB erwogen werden könnte. Allerdings ist der Registerauszug nicht selbst die "Wertpapierurkunde" – dies ist nur der elektronische Eintrag (§ 2 Abs. 1 eWpG-E) – so dass eine Anwendung der §§ 799f. BGB gegebenenfalls näher liegt. Aufgrund dieser rechtlichen Unwägbarkeiten spricht viel dafür auch diese Fragen durch explizite gesetzliche Bestimmungen im eWpG-E noch zu regeln.

XXV. Können elektronische Wertpapiere von Register zu Register übertragen werden?

Hierzu finden sich im Gesetzentwurf nur äußerst rudimentäre Regelungen. Wie in den beiden vorstehenden Abschnitten dargelegt wurde, kann (§ 22 eWpG-E) bzw. muss (§ 21 eWpG-E) ein Registerwechsel vom Emittenten unter bestimmten Umständen veranlasst werden. Dies betrifft dann alle Kryptowertpapiere dieses Emittenten in dem

betreffenden Kryptowertpapierregister. Wie weiterhin im Abschnitt *"Wie kann über ein elektronisches Wertpapier verfügt werden?"* gezeigt wurde, könnte § 3 Abs. 1, Alt. 2 eWpG-E so verstanden werden, dass ein Übertrag von dem Silo des einen Verwahrers von Kryptowertpapieren einer Emission in das Silo eines anderen Verwahrers von Kryptowertpapieren derselben Emission möglich ist. Daneben gibt es zwei weitere "Übertragungsregel", deren Umfang und Bedeutung jedoch unklar ist: Nach § 8 Abs. 3 eWpG-E kann eine Einzeleintragung in eine Sammeleintragung umgewandelt werden und nach § 9b Abs. 2 DepotG-E kann der Inhaber eines Sammelanteils Auslieferung in Form einer Einzeleintragung verlangen, sofern die Emissionsbedingungen dies nicht ausschließen. Leider gibt die Gesetzesbegründung keinen Aufschluss darüber, was hiermit genau gemeint ist.

Im Falle des § 8 Abs. 3 eWpG-E dürfte es um Kryptowertpapiere in Einzeleintragung gehen, da elektronische Wertpapiere im engen Sinne als Einzeleintragung nicht existieren. Unklar ist jedoch, ob mit Sammeleintragung lediglich sammeleingetragene Kryptowertpapiere gemeint sind oder ob etwa die Umwandlung eines einzeleingetragenen Kryptowertpapiers in ein im Zentralen Register verwahrtes elektronisches Wertpapier im engen Sinne möglich sein soll? In der Gesetzesbegründung heißt es hierzu kurz und bündig: *"Die Umwandlung von Einzel- in Sammeleintragungen dürfte in Fällen relevant sein, in denen der Anteil in den Börsenhandel überführt werden soll."* Wie im Abschnitt *"Ist ein Börsenhandel elektronischer Wertpapiere möglich?"* ausgeführt wird, ist ein Börsenhandel von Kryptowertpapieren - gleichgültig ob einzel- oder sammeleingetragen - jedoch ausgeschlossen, da die Voraussetzungen des § 48 BörsZulVO und von Art. 3 Abs. 2 CSDR nicht erfüllt werden. Dies bedeutet, dass eigentlich nur eine Umwandlung eines Kryptowertpapiers in ein elektronisches Wertpapiere im engen Sinne gemeint sein kann. Wie dies jedoch rechtlich und mechanisch vonstattengehen soll, bleibt völlig offen. Auch die §§ 15 und 23 eWpG-E enthalten hierzu keine spezifischen Verordnungsermächtigungen. Ungeachtet dessen ist aber auch fraglich, wie eine vollständige Fungibilität eines einzeleingetragenen Kryptowertpapiers mit einem sammelverwahrten elektronischen Wertpapier im engen Sinne erreichbar sein soll. Dies würde zumindest voraussetzen, dass das Kryptowertpapier nach seiner Ausstattung in jeder Hinsicht mit dem elektronischen Wertpapier im engen Sinne, in dass es umgewandelt werden soll, identisch sein müsste. Weiterhin müsste es sich um einen echten Sammeleintrag in Form eines "bis-zu" Sammeleintrags (und keinesfalls um eine Art Großstück) handeln. Wenn also tatsächlich eine Interoperabilität der Systeme gewollt ist, müssten hierzu weitere präzisierende Bestimmungen aufgenommen werden, um einen rechtssicheren Wechsel zu ermöglichen.

Ähnlich verhält es sich im Falle des umgekehrten Weges, der in § 9b Abs. 2 DepotG-E skizziert wird. Hier wird man jedoch unterstellen müssen, dass der Aufwand für die Emittenten, für einzelne Inhaber, die einen entsprechenden Auslieferungsanspruch gelten machen wollen, speziell ein Kryptowertpapierregister einzurichten, zu groß sein wird, so dass ein Ausschluss dieser Möglichkeit in den Emissionsbedingungen sehr wahrscheinlich sein wird.

XXVI. Welche spezifischen Haftungsregeln gelten?

Das eWpG-E sieht spezifische Haftungsregeln vor. Dabei ist zwischen der Haftung des Registerführers und der Haftung des Emittenten zu unterscheiden:

1. Wie haftet der Registerführer?

Die Haftung des Registerführers folgt aus § 7 Abs. 2 Satz 2 und Abs. 3 Satz 1 eWpG-E:

1.1 Haftung nach § 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E

Gibt das elektronische Wertpapierregister die Rechtslage nicht zutreffend wieder und entstehen den Inhabern der elektronischen Wertpapiere oder Inhabern von Rechten an elektronischen Wertpapieren hierdurch Schäden, haftet der Registerführer diesen Personen, es sei denn, es liegt kein Vertretenmüssen vor. Schäden könnten vor allem dadurch entstehen, dass Umtragungen oder Rechte Dritter oder Verfügungsbeschränkungen gar nicht eingetragen bzw. gelöscht oder nicht in der Reihenfolge der Zeitstempel eingetragen bzw. gelöscht werden und es hierdurch z.B. zu einem gutgläubigen Wegerwerb kommt. Die geschädigten Inhaber bzw. Rechteinhaber können dann den entstandenen Schaden beim Registerführer geltend machen. Aufgrund der Formulierung in § 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E ("..., es sei denn, sie hat den Fehler nicht zu vertreten.") wird deutlich, dass das Verschulden des Registerführers vermutet wird, so dass dieser sich exkulpieren muss, um einer Haftung zu entgehen. Nach dem Maßstab des § 276 Abs. 1 BGB dürfte bereits leichte Fahrlässigkeit zu einer Haftung führen, da der Gesetzentwurf keinen abweichenden Haftungsmaßstab anordnet.

1.2 Haftung nach § 7 Abs. 3 Satz 1 eWpG-E

Noch weiter geht die Haftung nach § 7 Abs. 3 Satz 1 eWpG-E, was die Gewährleistung der Datenintegrität anbelangt, die auch die besonderen Pflichten zur Wahrung der Datenintegrität und Fälschungssicherheit eines Kryptowertpapierregisters nach § 16 Abs. 1 eWpG-E umfassen dürfte. Nach der Gesetzesbegründung handelt es sich um eine Garantiehaftung, also um eine verschuldensunabhängige Haftung. Jeder Schaden, der kausal auf der Verletzung der Datenintegrität beruht, ist daher vom Registerführer dem Geschädigten ohne Exkulpationsmöglichkeit zu ersetzen.

Im Unterschied zu § 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E ergibt sich im Hinblick auf die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen allerdings keine Beweislastumkehr zu Lasten der registerführenden Stelle. Vielmehr hat der Anspruchsteller zu beweisen, dass die registerführende Stelle nicht die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen getroffen hat, was im Einzelfall mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden sein kann.

Ob dies in dieser Allgemeinheit richtig sein kann, ist indes fraglich. Weder die CSDR noch das DepotG ordnen eine derart weitreichende Haftung bei der Verletzung von Pflichten der Wertpapiersammelbank bzw. des Zentralverwahrers an. Insbesondere ist eine Haftung für Schäden aufgrund höherer Gewalt bei Wertpapiersammelbanken und Zentralverwahrern generell ausgeschlossen, selbst wenn durch Ereignisse höherer Gewalt die Datenintegrität beeinträchtigt wäre (z.B. Datenverlust). Nichts anderes kann für die Haftung des Registerführers gelten. Nach der Gesetzesbegründung soll der Registerführer nämlich die Datenintegrität lediglich vor Angriffen Dritter schützen. Nur darauf, also die Gewährleistung der Datenintegrität vor Angriffen Dritter, kann sich daher auch die Garantiehaftung beziehen.

2. Wie haftet der Emittent?

Den Emittenten von Kryptowertpapieren treffen gemäß § 21 Abs. 1 eWpG-E bestimmte Auswahl- und Überwachungspflichten, "um die Integrität und Authentizität der Kryptowertpapiere für die gesamte Dauer der Eintragung zu gewährleisten." Nach der Gesetzesbegründung handelt es sich um eine gesetzliche Garantienstellung. Insoweit dürfte der Begriff "Authentizität" auf § 7 Abs. 2 eWpG-E und der Begriff "Integrität" auf §§ 7 Abs. 3 und

16 Abs. 1 eWpG-E verweisen, so dass der Emittent für nach diesen Normen eingetretene Schäden als weiterer Mitverpflichteter ebenfalls aufkommen muss.

Es stellt sich allerdings die Frage, ob für eine Haftung des Emittenten ein eigenes Auswahl- und Überwachungsverschulden erforderlich ist, so dass nach § 278 BGB gehaftet wird, oder ob es sich um eine verschuldensunabhängige Garantiehaftung handelt. Die Tatsache, dass der Emittent das Register und seine Führung nicht selbst kontrolliert, sondern nach § 21 Abs. 2 eWpG-E bei Bekanntwerden von Unregelmäßigkeiten vom Registerführer Abhilfe verlangen und bei fruchtlosem Fristablauf einen Registerwechsel veranlassen muss, spricht eher dafür, dass eine Haftung des Emittenten für eingetretene Schäden eine schuldhafte Pflichtverletzung durch den Emittenten selbst voraussetzt. Angesichts der Unklarheit dieser Regelung spricht jedoch viel dafür, die Frage der Haftung des Emittenten in § 21 eWpG-E explizit klarzustellen.

XXVII. Welche IPR-Regeln kommen zur Anwendung?

Wie im Abschnitt "*Gilt das eWpG auch für ausländischem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen?*" bereits erwähnt, ist zwischen dem Wertpapierrechts- und dem Wertpapiersachstatut zu unterscheiden:

1. Wertpapierrechtsstatut

Das Wertpapierrechtsstatut entscheidet darüber, ob ein Instrument als Wertpapier qualifiziert wird, wozu auch die Frage gehört, welche Formvorschriften für das Wertpapier gelten. Wie bereits im Abschnitt "*Gilt das eWpG auch für ausländischem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen?*" erwähnt, folgt implizit aus § 2 eWpG-E, dass das Gesetz nur für deutschem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen gilt, was im Gesetzentwurf noch klargestellt werden sollte. Es wird daher nicht möglich sein, elektronische Wertpapiere nach dem eWpG-E zur Gänze einem anderen als deutschem Recht zu unterstellen, was jedoch – wie bisher - in klar abgegrenzten Bereichen eine Teilrechtswahl ausländischen Rechts nicht ausschließen sollte.

2. Wertpapiersachstatut

Das Wertpapiersachstatut entscheidet darüber, nach welchem Recht Verfügungen über das Wertpapier stattfinden. Da elektronische Wertpapiere nach § 2 Abs. 3 eWpG-E als Sachen im Sinne von § 90 BGB gelten, kommen grundsätzlich die sachenrechtlichen Kollisionsregeln zur Anwendung. Dies würde zur Anwendung des Art. 43 Abs. 1 EGBGB und damit zur Anwendung der "lex cartae sitae" führen. Verfügungen könnten dann nach dem Recht des Belegenheitsorts erfolgen. Insbesondere bei grenzüberschreitenden Kryptowertpapierregistern könnte dies zu der Frage führen, wo in einem mehrere Staatsgebiete umfassenden distributed ledger der Belegenheitsort des Kryptowertpapiers ist und welches Recht folglich für Verfügungen zur Anwendung kommt.

Um dem vorzubeugen, ist in § 32 eWpG-E eine spezialgesetzliche Kollisionsregel enthalten, wonach das Recht des Staates, unter dessen Aufsicht die registerführende Stelle steht, in deren elektronischen Wertpapierregister das elektronische Wertpapier eingetragen ist, für Verfügungen zur Anwendung kommt. Zunächst ist davon auszugehen, dass diese Kollisionsregel nicht gegen höherrangiges europäisches Recht verstößt. In Betracht kommt hier die Rom-I-VO. Nach deren Art. 1 Abs. 2 lit. d kommt die Rom-I-VO jedoch nicht auf handelbare Wertpapiere zur Anwendung. In Betracht kommt weiterhin ein Verstoß gegen Art. 9 Abs. 2 EU-Finalitätsrichtlinie. Nach ihrem Art. 1 kommt die EU-Finalitätsrichtlinie jedoch nur auf "Systeme" im Sinne von Art. 2 lit. a EU-Finalitätsrichtlinie zur Anwendung, an denen mindestens drei Institute als Teilnehmer fungieren (siehe die deutsche Umsetzung in §§ 1 Abs. 16, 24b KWG). Dies dürfte zwar bei Kryptowertpapierregistern in Bezug auf einzeleingetragene Kryptowertpapiere oft nicht der Fall sein. Jedoch dürften die Voraussetzungen jedenfalls bei in einem elektronischen Zentralregister eingetragenen sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren im engen Sinne und auch bei in einem Kryptowertpapierregister eingetragenen sammelverwahrten Kryptowertpapieren erfüllt sein. Da für diese Verwahrarten das DepotG zur Anwendung kommt, das in § 17a DepotG bereits eine Art. 9 Abs. 2 der EU-Finalitätsrichtlinie umsetzende Kollisionsregel enthält, stellt sich die Frage, wie sich § 32 eWpG-E zu § 17a DepotG verhält. Dies bedarf der Klarstellung.

Ungeachtet dessen führt § 32 eWpG-E zur Anwendung der "lex libri siti" Kollisionsregel, so dass auf die Verfügung über in ein elektronisches Wertpapierregister eingetragene elektronische Wertpapiere ausschließlich deutsches Recht zur Anwendung kommt, wenn der Registerführer einer deutschen Beaufsichtigung unterliegt (z.B. nach § 1 Abs. 1a atz 2 Nr. 8 KWG-E). Damit gilt für sämtliche Verfügungen über einzeleingetragene Kryptowertpapiere deutsches Recht, unabhängig davon, ob sich das distributed ledger über mehrere Staatsgebiete verteilt. Allerdings dürfte die Kollisionsregel bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren nur auf der obersten Verwahrebene zur Anwendung kommen, da unterhalb dieser Ebene lediglich Miteigentumsanteile am Sammelbestand existieren, die jedoch nicht in das Register eingetragen sind und somit gar nicht von § 32 eWpG-E erfasst werden (vorbehaltlich der Klarstellung des § 3 Abs. 1, Alt. 2 eWpG-E). Für diese Miteigentumsanteile dürfte es daher in jedem Fall bei der Anwendung des § 17a DepotG verbleiben.

XXVIII. Ist ein Börsenhandel elektronischer Wertpapiere möglich?

Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, ob es sich um elektronische Wertpapiere im engen Sinne oder um Kryptowertpapiere handelt.

Die Voraussetzungen für die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel ergeben sich u.a. aus § 48 BörsZulVO. Danach ist insbesondere erforderlich, dass die zuzulassenden Wertpapiere im Börsenhandel lieferbar sind. Dementsprechend sieht § 48 Abs. 2 Nr. 7 lit. a BörsZulVO vor, dass sammelverwahrte Wertpapiere bei einer Wertpapiersammelbank verwahrt sein müssen. Diese Regelung wird durch den neuen § 48 Abs. 2 Nr. 7a BörsZulVO-E für elektronische Wertpapiere dahingehend ergänzt, dass bei elektronischen Wertpapieren im Sammeleintrag nach § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E der Sammeleintrag auf den Namen einer Wertpapiersammelbank im Zentralen Register nach § 12 Abs. 1 eWpG-E erfolgt ist. Dies entspricht im Wesentlichen Art. 3 Abs. 2 Unterabs. 1 CSDR, wonach die Lieferbarkeit von übertragbaren Wertpapieren an einem Handelsplatz die Einbeziehung in das Effektingiro eines Zentralverwahrers voraussetzt.

1. Elektronische Wertpapiere im engen Sinne

Für elektronische Wertpapiere im engen Sinne folgt hieraus, dass sie – sofern die o.g. Voraussetzungen erfüllt sind – nach § 12 Abs. 3 eWpG-E automatisch in das Effekten giro der Wertpapiersammelbank einbezogen sind und damit die Voraussetzungen für einen Börsenhandel geschaffen sind.

2. Kryptowertpapiere

Demgegenüber erfüllen Kryptowertpapiere, die nicht in das Effekten girosystem eines Zentralverwahrers einbezogen sind, weder die Voraussetzungen des § 48 Abs. 2 BörsZulVO noch die nach § 3 Abs. 2 Unterabs. 2 CSDR. Folglich ist ein Handel der Kryptowertpapiere an einem "Handelsplatz" ausgeschlossen. Da der Begriff "Handelsplatz" auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID verweist, ist damit ein Handel an regulierten Märkten, multilateralen Handelssystemen und organisierten Handelssystemen ausgeschlossen. Ob zumindest eine Einbeziehung in den Freiverkehr möglich ist, hängt von den Freiverkehrsbedingungen der jeweiligen Börsen ab, die hier nicht im Einzelnen untersucht werden können.

Interessant sind in diesem Zusammenhang zwei konkurrierende europäische Gesetzgebungsvorhaben: (i) Der EU-Gesetzgeber scheint davon auszugehen, dass Kryptowerte, bei denen es sich nicht um Finanzinstrumente handelt, an einer speziellen Handelsplattform für Kryptowerte gehandelt werden können, ohne dass – mangels Wertpapiereigenschaft - eine Zentralverwahrung greifen kann (siehe u.a. Art. 3 Abs. 1 Nr. 9 lit. (a), 53ff., 68 MiCa-VO-E). (ii) Der EU-Gesetzgeber scheint weiterhin davon auszugehen, dass auch Kryptowertpapiere, die bestimmte Emissionsvolumina nicht übersteigen, an speziellen DLT-MTFs gehandelt werden können, wobei spezielle DLT-Zentralverwahrer einzuschalten sind, die von zahlreichen Anforderungen nach der CSDR befreit sein werden (siehe Entwurf einer EU-Verordnung betreffend ein "Pilot regime for market infrastructure based on distributed ledger technology" (EU-DLT-Pilot-VO)).

XXIX. Was gilt für die Finalität von Übertragungsaufträgen in Bezug auf elektronische Wertpapiere?

Bei der Frage der Finalität von Wertpapierlieferungen geht es darum, wann der Auftrag bezüglich einer Wertpapierlieferung in der Weise gegenüber Dritten wirksam geworden ist, dass auch die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens keinen Einfluss mehr auf die Ausführung des Auftrags hat. Nach Art. 3 Abs. 1 und 3 der EU-Finalitätsrichtlinie werden die Weisungen eines Systemteilnehmers auf Übertragung des Eigentums an einem Wertpapier dann gegenüber allen Teilnehmern und Dritten wirksam, wenn sie vor dem Zeitpunkt der Eröffnung des Insolvenzverfahrens in das System eingebracht wurden. Dabei wird der Zeitpunkt des Einbringens eines Wertpapierübertragungsauftrags in ein System nach den Regeln des betreffenden Systems bestimmt. Dies wurde u.a. in den §§ 1 Abs. 16, 46 Abs. 2 Satz 7 KWG und §§ 21 Abs. 2 Sätze 2 und 3, 96 Abs. 2, 166 Abs. 3 Nr. 1 InsO, § 675b BGB umgesetzt.

Im Falle von zentralverwahrten Wertpapieren, zu denen künftig auch elektronischen Wertpapieren im engen Sinne gehören, sehen daher die Geschäftsbedingungen von CBF – das als System im Sinne von § 1 Abs. 16 KWG notifiziert wurde – vor, dass Wertpapierübertragungsaufträge in dem Moment als "final" gelten, wenn sie im System als "matched" gekennzeichnet sind. Ab diesem Zeitpunkt profitieren die Wertpapierübertragungsaufträge daher von den genannten insolvenzrechtlichen Ausnahmen.

Dagegen bestehen bei Kryptowertpapieren zwei zentrale Probleme: Zum einen sind die Distributed Ledger voraussichtlich keine System im Sinne von § 1 Abs. 16 KWG, so dass Weisungen zur Übertragung von Kryptowertpapieren schon aus diesem Grund nicht von den insolvenzrechtlichen Privilegien profitieren können. Zum anderen ist völlig unklar, ab wann bei derartigen Distributed Ledger Übertragungsaufträge als "final" gelten.

XXX. Schlussbemerkung

Wir würden uns freuen, wenn diese Darstellung für Sie nützliche Informationen enthalten hat. Wie Sie feststellen konnten, ist der Gesetzentwurf an zahlreichen Stellen noch überarbeitungsbedürftig, so dass wir davon ausgehen, dass der Entwurf noch zahlreichen Änderungen unterliegen wird. Wir werden diese Darstellung daher laufend aktualisieren, so dass sie jeweils den neuesten (bekanntesten) Stand der Bearbeitung des Gesetzentwurfs und der Diskussion widerspiegelt.

Ihre Ansprechpartner für elektronische Wertpapiere



Dr. Patrick Scholl
Partner, Capital Markets
pscholl@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 1060



Dr. Berthold Kusserow, LL.M.
Senior Counsel, Capital Markets
bkusserow@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 2995



Alexei Döhl, LL.M.
Senior Associate, Capital Markets
adoehl@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 1105



Marcel Hörauf
Senior Associate, Capital Markets
mhoerauf@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 2236



Dr. Ralf Hesdahl
Partner, Structured Finance
rhesdahl@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 1171



Andreas Lange
Partner, Structured Finance
alange@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 1941



Kirsten Schürmann
Counsel, Structured Finance
kschuermann@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 2561



Dr. Ulrich Worm
Partner, IT & IP
uworm@mayerbrown.com
Frankfurt, +49 69 7941 2981



Benjamin Beck
Associate, IT & IP
benjamin.beck@mayerbrown.com
Düsseldorf, +49 211 86224 124