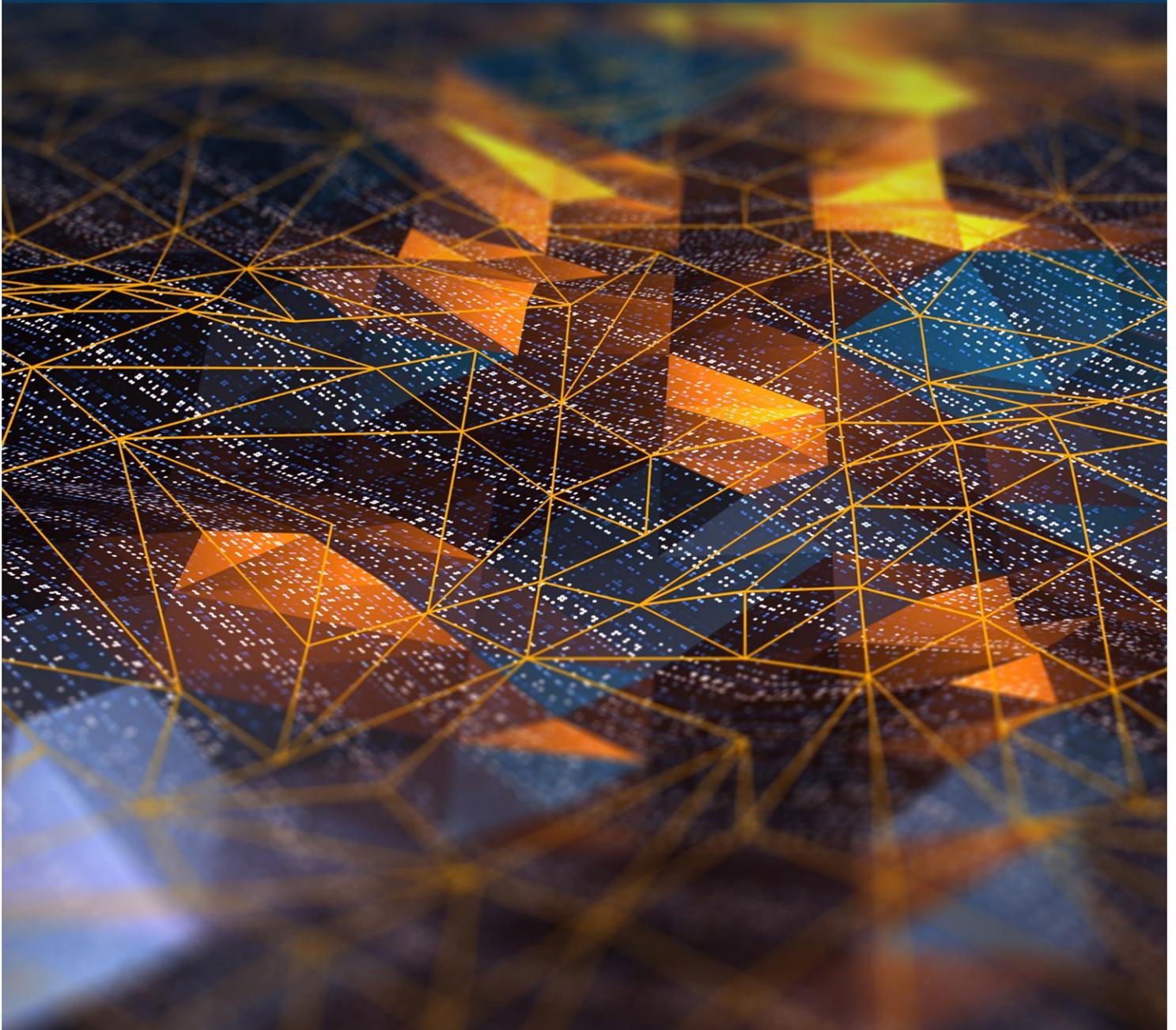


Fragen und Antworten zum Gesetz zur  
Einführung von elektronischen  
Wertpapieren

Dr. Berthold Kusserow

Dr. Patrick Scholl



## Inhaltsverzeichnis

<b>I.</b>	Ein kurzer Rückblick auf die Gesetzentwürfe.....	1
<b>II.</b>	Worum geht es bei diesem Gesetz?.....	2
<b>III.</b>	Ist die klassische physische Globalurkunde damit Geschichte? .....	3
<b>IV.</b>	Welche Wertpapiere werden vom eWpG erfasst?.....	3
<b>V.</b>	Was bedeutet die Beschränkung auf Inhaberschuldverschreibungen konkret? .....	4
<b>VI.</b>	Was sind "Zentralregisterwertpapiere"?.....	4
<b>VII.</b>	Was ist ein "Zentrales Register"?.....	4
<b>VIII.</b>	Was sind "Kryptowertpapiere"? .....	5
<b>IX.</b>	Was ist ein "Kryptowertpapierregister"?.....	5
<b>X.</b>	Gilt das eWpG auch für ausländischem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen?.....	5
<b>XI.</b>	Können auch "Altfälle" vom eWpG profitieren? .....	6
<b>XII.</b>	Wie funktioniert die Begebung von elektronischen Wertpapieren? .....	7
	1. Was ist mit Niederlegung der Emissionsbedingungen gemeint?.....	7
	2. Worum geht es bei den wesentlichen Angaben zu der betreffenden Wertpapieremission?.....	8
	3. Welche Angaben müssen bei Kryptowertpapieren veröffentlicht werden?.....	10
	4. Wie erfährt der Inhaber eines einzeleingetragenen Kryptowertpapiers von Einträgen und Änderungen von Einträgen im Kryptowertpapierregister? .....	11
<b>XIII.</b>	Wann bzw. mit welcher Folge entsteht das elektronische Wertpapier rechtlich? .....	11
	1. Worauf genau könnte sich die Einordnung als Sache beziehen? .....	12
	2. Wie ist die Position des Gesetzgebers?.....	12
<b>XIV.</b>	Wie kann über elektronische Wertpapiere verfügt werden? .....	12
	1. Wie wird über ein einzeleingetragenes elektronisches Wertpapier verfügt? ...	13
	2. Wie wird über ein sammeleingetragenes Zentralregisterwertpapier, das auf eine Wertpapiersammelbank eingetragen ist, verfügt?.....	13
	3. Wie wird über ein sammeleingetragenes Zentralregisterwertpapier, das auf einen Verwahrer eingetragen ist, verfügt?.....	14
	4. Wie wird über ein sammeleingetragenes Kryptowertpapier verfügt?.....	14
	5. Kann im Falle der Aufteilung einer Emission auf mehrere Verwahrer eine Verfügung zwischen den dann entstehenden verschiedenen elektronischen Wertpapierregister stattfinden? .....	14
<b>XV.</b>	Können elektronische Wertpapiere gutgläubig erworben werden?.....	15

	1. Sammeleingetragene elektronische Wertpapiere.....	15
	2. Einzeleingetragene elektronische Wertpapiere .....	15
<b>XVI.</b>	Wer ist Inhaber des elektronischen Wertpapiers? .....	16
	1. Was bedeutet Inhaberschaft bei physischen Wertpapieren? .....	16
	2. Wie hat das eWpG das Inhaber-konzept bei elektronischen Wertpapieren umgesetzt? .....	16
<b>XVII.</b>	An wen kann der Emittent mit befreiender Wirkung leisten? .....	17
<b>XVIII.</b>	Wer kann die Erfüllung des Leistungsversprechens aus den elektronischen Schuldverschreibungen verlangen?.....	18
<b>XIX.</b>	Welche Einwendungen kann der Schuldner dem Inhaber entgegenhalten? .....	19
<b>XX.</b>	Wann verjähren die Verbindlichkeiten aus den elektro- nischen Wertpapieren? ..	19
<b>XXI.</b>	Können die Emissionsbedingungen von elektronischen Wertpapieren nachträglich geändert werden und wie wird die Änderung durchgeführt? .....	20
<b>XXII.</b>	Wer darf ein elektronisches Wertpapierregister führen? .....	21
	1. Was gilt bei Zentralregisterwertpapieren?.....	21
	2. Was gilt bei Kryptowertpapieren?.....	22
<b>XXIII.</b>	Wird neben der Finanzdienstleisterlizenz als Registerführer eine Lizenz für die Wertpapierverwahrung benötigt?.....	22
	1. Wird eine Lizenz als Zentralverwahrer benötigt? .....	23
	2. Wird eine Lizenz als Wertpapierverwahrer benötigt?.....	23
	3. Wird eine Lizenz als Kryptowertpapierverwahrer benötigt? .....	25
	4. Aktuelle EU-Gesetzgebungsvorhaben.....	25
<b>XXIV.</b>	Welche Anforderungen sind an die Führung eines Wertpapierregisters zu stellen? 25	
	1. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich des Stands der Technik? .....	25
	2. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich der Richtigkeit der Daten? .....	26
	3. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich Datenintegrität? .....	26
	4. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich der Zugriffsrechte?.....	26
	5. Welche weiteren Anforderungen gelten für die Führung von Wertpapierregistern? .....	27
<b>XXV.</b>	Welche weiteren Pflichten ergeben sich aus der Führung eines elektronischen Wertpapierregisters insbesondere im Falle eines Registerwechsels?.....	28
	1. Was gilt für Zentralregisterwertpapiere? .....	28
	2. Was gilt für Kryptowertpapiere?.....	28
<b>XXVI.</b>	Welche Konsequenzen hat ein Registerwechsel nach §§ 21, 22 eWpG?.....	30
<b>XXVII.</b>	Können elektronische Wertpapiere von Register zu Register übertragen werden?..	30

<b>XXVIII.</b>	Welche spezifischen Haftungsregeln gelten?.....	31
1.	Wie haftet der Registerführer? .....	31
2.	Wie haftet der Emittent?.....	32
<b>XXIX.</b>	Welche IPR-Regeln kommen zur Anwendung? .....	33
1.	Wertpapierrechtsstatut.....	33
2.	Wertpapiersachstatut.....	33
<b>XXX.</b>	Ist ein Börsenhandel elektronischer Wertpapiere möglich? .....	34
1.	Zentralverwahrte Zentralregisterwertpapiere .....	34
2.	Kryptowertpapiere und sonstige Zentralregisterwertpapiere .....	34
<b>XXXI.</b>	Was gilt für die Finalität von Übertragungsaufträgen in Bezug auf elektronische Wertpapiere?.....	35
<b>XXXII.</b>	Schlussbemerkung.....	36

# Fragen und Antworten zum Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

## I. Ein kurzer Rückblick auf die Gesetzentwürfe

**Das Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere wurde am 03.06.2021 verabschiedet und am 09.06.2021 im Bundesgesetzblatt verkündet (Bundesgesetzblatt Teil I 2021 Nr. 29 vom 09.06.2021, S. 1423ff.), so dass es am 10.06.2021 in Kraft getreten ist. Das Gesetz enthält in Art. I das Gesetz über elektronische Wertpapiere („eWpG“). Die weiteren Artikel enthalten Änderungen der folgenden Gesetze: (i) Börsenzulassungsverordnung (Art. 2), Wertpapierprospektgesetz (Art. 3), Depotgesetz (Art. 4), Schuldverschreibungsgesetz (Art. 5), Kreditwesengesetz (Art. 6), Prüfungsberichtsverordnung (Art. 7), Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (Art. 8), Verordnung über die Erhebung von Gebühren und die Umlegung von Kosten nach dem Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (Art. 9), Kapitalanlagegesetzbuch (Art. 10), Pfandbriefgesetz (Art. 11) und bestimmen den Zeitpunkt des Inkrafttretens (Art. 12).**

Der Referentenentwurf des Gesetzes litt u.a. noch daran, dass bestimmte verwendete Begriffe in dem Sinne doppelt belegt waren, dass sie sowohl als Oberbegriff als auch als Subkategorie des Oberbegriffs verwendet wurden, so dass innerhalb jeder Norm ermittelt werden musste, in welchem Sinne der Begriff dort Verwendung fand. Dies galt zum einen für den Begriff "elektronisches Wertpapier". Dieser Begriff meinte als Oberbegriff sowohl sammeleingetragene elektronische Wertpapiere im engen Sinne als auch einzeleingetragene und sammeleingetragene Kryptowertpapiere. Diese Doppelbelegung wurde im Regierungsentwurf des Gesetzes aufgelöst, indem unter dem Oberbegriff „elektronisches Wertpapier“ nun die Zentralregisterwertpapiere einerseits (§ 4 Abs. 2 eWpG) und die Kryptowertpapiere andererseits (§ 4 Abs. 3 eWpG) erfasst werden. Dies galt zum anderen für den Begriff "elektronisches Wertpapierregister". Dieser Begriff meinte als Oberbegriff sowohl elektronische Wertpapierregister im Sinne eines Zentralregisters als auch Kryptowertpapierregister sowohl für einzeleingetragene als auch für sammeleingetragene Kryptowertpapiere. Auch diese Doppelbelegung wurde im Regierungsentwurf des Gesetzes aufgelöst: Der Oberbegriff „elektronisches Wertpapierregister“ umfasst nun sowohl das Zentrale Register (§§ 4 Abs. 1 Nr. 1, 12ff. eWpG) als auch das Kryptowertpapierregister (§§ 4 Abs. 1 Nr. 2, 16ff. eWpG).

Teilweise wurde im Referentenentwurf des Gesetzes aber auch diese Logik nicht eingehalten, was zu Missverständnissen führen konnte und das Lesen des Gesetzentwurfs nicht erleichterte. Um ein Beispiel zu nennen: In der Überschrift des 4. Abschnitts hieß es "Verfügungen über elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung". Elektronische Wertpapiere im engen Sinne konnten nicht gemeint sein, da diese nur als Sammeleintrag existieren. Dementsprechend konnte auch nicht der Oberbegriff gemeint sein. Also konnten nur Kryptowertpapiere als Teilmenge des Oberbegriffs gemeint sein und hier auch nur solche in Einzeleintragung. Auch diese Inkonsistenz wurde im Regierungsentwurf des Gesetzes aufgelöst, indem nun auch bei Zentralregisterwertpapieren Einzeleintragungen möglich sind (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG).

Ein weiteres Problem stellte das Begriffspaar "Inhaber" und "Berechtigter" dar. Diese Begriffe wurden im Referentenentwurf des Gesetzes missverständlich verwendet und hatten, je nachdem ob einzeleingetragene oder sammeleingetragene elektronische Wertpapiere vorlagen, durchaus unterschiedliche Bedeutungen. Auch insoweit wurde der Gesetzestext im Regierungsentwurf des Gesetzes klarstellend überarbeitet, jedoch wurde das Begriffspaar „Inhaber“ und „Berechtigter“ beibehalten, so dass man sich daran wird gewöhnen müssen, dass der Inhaber eines Anteils am Sammelbestand „Berechtigter“ im Sinne des eWpG ist (§ 3 Abs. 2 eWpG).

Gegenüber dem Regierungsentwurf finden sich im letztendlich verabschiedeten Gesetz bezüglich des eWpG neben einigen redaktionellen Änderungen noch eine Reihe inhaltlicher Änderungen: (i) der Zugang zu den Emissionsbedingungen kann auf Basis einer noch zu erlassenden Verordnung vom Emittenten beschränkt werden (§ 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG); (ii) der Zeitraum zwischen Niederlegung der Emissionsbedingungen und der Eintragung wurde auf drei Monate verlängert (§ 5 Abs. 1 Satz 3 eWpG); (iii) Berechtigter einer Einzeleintragung kann auch eine rechtsfähige Personengesellschaft sein (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG); (iv) der Registerführer muss auf Weisung auch Angaben zu sonstigen Verfügungsbeschränkungen sowie zur Geschäftsfähigkeit des Inhabers aufnehmen (§§ 13 Abs. 2 Satz 2, 17 Abs. 2 Satz 2 eWpG); (v) bei einer Änderung des Registerinhalts muss versichert werden, dass die Zustimmung des durch eine Verfügungsbeschränkung Begünstigten vorliegt (§§ 14 Abs. 1 Satz 2, 18 Abs. 1 Satz 2 eWpG); (vi) Änderungen nach § 14 Abs. 2 eWpG sind rückgängig zu machen, wenn die Zustimmung des Emittenten nicht vorlag (§§ 14 Abs. 5 Satz 1, 18 Abs. 5 Satz 1 eWpG); (vii) Präzisierung der Verordnungsermächtigungen nach §§ 15 und 23 eWpG; (viii) der Inhaber eines Kryptowertpapiers erhält bei einer Registeränderung nur dann einen Auszug, wenn die Änderung ihn betrifft (§ 19 Abs. 2 Nr. 2 eWpG); (ix) der Gutgläubensschutz wird auf das Nichtbestehen bestimmter Verfügungsbeschränkungen erweitert (§ 26 Satz 2 eWpG); (x) Einwendungen nach § 28 Abs. 2 Nr. 4 eWpG kann der Emittent bei Sammeleintragungen nur erheben, wenn sie ihm gegen den Berechtigten zustehen; (xi) es wird klargestellt, dass die Kollisionsregel in § 32 eWpG nur greift, sofern § 17a DepotG nicht einschlägig ist (§ 32 Abs. 1 eWpG).

## II. Worum geht es bei diesem Gesetz?

### **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, wird durch das eWpG optional auch die Möglichkeit der Ausgabe vollständig dematerialisierter Wertpapiere geschaffen, um weitere Rationalisierungseffekte zu erreichen. Daneben werden auch sog. Kryptowertpapiere ermöglicht, die mittels der Blockchain-Technologie in einem Distributed Ledger verbucht und übertragen werden, und bestimmte elektronische Inhaber-Fondsanteilscheine

zugelassen werden. Durch diese 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 keinen Dematerialisierungszwang statuiert (§ 2 Abs. 1 Satz 1 eWpG: "Ein Wertpapier **kann auch** als elektronisches Wertpapier begeben werden."). Allerdings können physische sammelverwahrte Wertpapiere – dies betrifft gemäß § 33 eWpG auch Altfälle - ohne Zustimmung der Inhaber jederzeit durch Zentralregisterwertpapiere ersetzt werden, soweit die Emissionsbedingungen dies nicht ausschließen oder von einer Zustimmung abhängig machen und als Inhaber eine Wertpapiersammelbank eingetragen ist (§ 6 Abs. 3 eWpG), während sowohl eine Ersetzung durch Kryptowertpapiere als auch eine Ersetzung durch Zentralregisterwertpapiere, bei denen ein Verwahrer als Inhaber eingetragen ist, der Zustimmung aller Inhaber bedarf (§ 6 Abs. 4 eWpG).

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 Zentralregisterwertpapiere infrage stehen, nach und nach verschwinden. Allerdings sieht § 6 Abs. 2 eWpG auch den umgekehrten Weg vor, wenn die Emissionsbedingungen dies zulassen oder die Berechtigten zustimmen: Als elektronische Wertpapiere begebene Inhaberschuldverschreibungen können durch eine physische Wertpapierurkunde ersetzt werden.

In diesem Zusammenhang könnte 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 durchaus von § 9a DepotG unterscheidet.

### IV. Welche Wertpapiere werden vom eWpG erfasst?

**Nach § 1 eWpG werden zunächst ausschließlich Inhaberschuldverschreibungen erfasst. Über den geänderten § 95 KAGB werden daneben auch elektronische Inhabers-Fondsanteilscheine an Sondervermögen ermöglicht, indem in § 95 Abs. 3 KAGB auf bestimmte Vorschriften des eWpG verwiesen wird. Zu einem späteren Zeitpunkt, wenn die gesetzlichen Voraussetzungen dafür geschaffen wurden, sollen ausweislich der Gesetzesbegründung auch elektronische Aktien 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 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 grundsätzlich 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, 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).

Auch Pfandbriefe sollten bereits nach dem Referentenentwurf vom eWpG erfasst werden. Hierbei wurde allerdings übersehen, dass bestimmte Bestimmungen des PfandBG einer Begebung als elektronische Wertpapiere entgegenstanden. Dieser Mangel wurde durch den Regierungsentwurf beseitigt, indem in §§ 4 Abs. 5 und 8 Abs. 3 PfandBG klargestellt wurde, dass auch die Treuhänderbestätigung der Niederlegung nach § 5 Abs. 1 eWpG zugänglich ist.

## VI. Was sind "Zentralregisterwertpapiere"?

Nach § 4 Abs. 2 eWpG sind Zentralregisterwertpapiere elektronische Wertpapiere, die in ein Zentrales Register eingetragen sind. Unter dem Begriff „Zentralregisterwertpapier“ sind jedoch verschiedene Gattungen elektronischer Wertpapiere zusammengefasst: (i) bei einem Zentralverwahrer sammelverwahrte Zentralregisterwertpapiere, (ii) bei einer Depotbank sammelverwahrte Zentralregisterwertpapiere sowie (iii) einzeleingetragene Zentralregisterwertpapiere. Es ist anzunehmen, dass einzeleingetragene Zentralregisterwertpapiere lediglich in Wertpapierregistern eingetragen werden, die von einer Depotbank geführt werden, da sich derartige elektronische Wertpapiere nicht für das Effektingiro einer Wertpapiersammelbank eignen.

## VII. Was ist ein "Zentrales Register"?

**Ein "Zentrales Register" ist gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 1 eWpG das nach § 12ff. eWpG eingerichtete und geführte Register, in das Zentralregisterwertpapiere eingetragen werden.**

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.

## VIII. Was sind "Kryptowertpapiere"?

Nach § 4 Abs. 3 eWpG sind Kryptowertpapiere elektronische Wertpapiere, die in ein Kryptowertpapierregister eingetragen sind. Dabei kann es sich um einzeleingetragene oder sammeleingetragene Kryptowertpapiere handeln.

## IX. Was ist ein "Kryptowertpapierregister"?

**Ein „Kryptowertpapierregister“ ist gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 2 eWpG das nach §§ 16ff. eWpG eingerichtete und geführte Register, in das elektronische Wertpapiere eingetragen sind.**

Obwohl das Gesetz 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: "... dezentrales, fälschungssicheres Aufzeichnungssystem ..."). Das eWpG enthält in den §§ 16ff. insoweit nur sehr rudimentäre Regelungen und verlagert sämtliche Detailregelungen auf den Verordnungsgeber (§ 23 eWpG).

## 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 noch dessen Gesetzesbegründung enthalten explizite Regelungen oder Hinweise zum anwendbaren Wertpapierrechtsstatut. In § 32 eWpG 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 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 verbrieft Inhaberschuldverschreibungen oder um "unverbrieft" Krypto-Bonds handelt.**

Nach § 33 eWpG gilt die Regelung des § 6 Abs. 3 eWpG auch für verbrieft sammelverwahrte Inhaberschuldverschreibungen, die vor Inkrafttreten des eWpG begeben wurde. Damit kann das eWpG vollumfänglich von "Altfällen" genutzt werden, sofern die sammelverwahrten Inhaberschuldverschreibungen in ein Zentrales Register überführt und auf den Namen einer Wertpapiersammelbank eingetragen werden sollen. Da § 6 Abs. 4 eWpG nicht von § 33 eWpG erfasst wird, können haussammelverwahrte Inhaberschuldverschreibungen nicht vom eWpG profitieren.

Eine ähnliche Regelung findet sich jedoch nicht für vor dem Inkrafttreten des eWpG ausgegebene sogenannte "unverbrieft" Krypto-Bonds bzw. „Security Token“. Umso erstaunlicher und dogmatisch problematisch ist es, dass nach der Gesetzesbegründung zu § 33 eWpG sogenannte „Security Token“ als elektronische Wertpapiere eingestuft werden, sobald sie die Voraussetzung der Niederlegung und Eintragung erfüllen. Dies gilt umso mehr, als der Regierungsentwurf in der Begründung zu § 2 eWpG gerade klarstellt, dass der *numerus clausus* der Wertpapiere nicht angetastet werden und sogenannte „*sui generis*“-Wertpapiere gerade nicht geschaffen werden sollen.

Bei den sogenannten „Security Token“ handelt es sich zivilrechtlich um schlichte Forderungen. Diese hatte die BaFin aufsichtsrechtlich als „Wertpapiere eigener Art“ eingeordnet, weil sie am Kapitalmarkt gehandelt würden. Dass Forderungen nicht gutgläubig erworben werden können, hielt die BaFin nicht für entscheidend, da aufgrund der zum Einsatz kommenden DLT- und Blockchain-Technologie es auf den Gutgläubenserwerb nicht ankomme.

Im Gegensatz hierzu sind Kryptowertpapiere keine Forderungen, sondern Sachen (§ 2 Abs. 3 eWpG). Als Sachen können sie gutgläubig erworben werden (§ 26 eWpG). Weiterhin sind Kryptowertpapiere nicht handelbar, da andernfalls eine Zentralverwahrerlizenz nötig wäre. Man könnte also sagen, dass Kryptowertpapiere im Sinne des eWpG das genaue Gegenteil von „Security Token“ sind. Wie der Gesetzgeber zu der Einordnung kommt, es handele sich bei „Security Token“ um elektronische Wertpapiere im eWpG, ist schlechterdings dogmatisch nicht nachvollziehbar. Allenfalls kann man vielleicht deshalb Verständnis für diesen Schritt haben, weil die Position der BaFin die Emittenten von Security Token in eine dogmatische Sackgasse geführt hatte. Offenbar soll diesen Emittenten nun eine Brücke gebaut werden.

Um in den Anwendungsbereich des eWpG zu fallen, müssten die durch Token repräsentierten Forderungen, um als Kryptowertpapiere zu gelten, allerdings sämtliche nach dem eWpG vorgesehenen Schritte durchlaufen. Hier kann der Teufel noch im Detail stecken. Da zudem das SchVG auf Krypto-Bonds keine Anwendung findet, muss im Rahmen dieses Prozesses dann auch geprüft werden, ob nicht eine 100%ige Zustimmung der Security Token-Inhaber nötig ist.

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 Zentralregisterwertpapiere bzw. als Kryptowertpapiere ausgegeben werden sollen und – im Falle von Kryptowertpapieren - welches Kryptowertpapierregister genutzt werden soll (bei Zentralregisterwertpapieren besteht nur eine eingeschränkte Wahlmöglichkeit: siehe §§ 8, 12 eWpG).

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. 4 eWpG "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 die Hinterlegung der Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle in einer elektronischen Form, die grundsätzlich jedermann jederzeit die unmittelbare Kenntnisnahme ermöglicht, sofern nicht der Zugang aufgrund einer noch zu erlassenden Rechtsverordnung vom Emittenten beschränkt wurde (§ 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG). 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. 7 eWpG), zwischen dem Emittenten und dem ersten Nehmer.

- 1.2 Schritt 2 ist die Niederlegung nach § 5 Abs. 1 eWpG. Hierdurch werden die Emissionsbedingungen bereits verbindlich. Sie können nur noch gemäß § 5 Abs. 2 eWpG durch Gesetz, aufgrund eines Gesetzes, durch Rechtsgeschäft, durch gerichtliche Entscheidung oder durch vollstreckbaren Verwaltungsakt geändert werden, sofern nicht offenbare Unrichtigkeiten berichtigt werden (§ 5 Abs. 2 Satz 2 eWpG). Jede Änderung bedarf nach § 5 Abs. 3 eWpG der erneuten Niederlegung.
- 1.3 Schritt 3 ist sodann die Eintragung des elektronischen Wertpapiers im betreffenden elektronischen Wertpapierregister unter Bezugnahme auf die niedergelegten Emissionsbedingungen, 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 Das Gesetz 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 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 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. Hierzu konnte sich der Gesetzgeber nicht durchringen. Er hat sogar die zwischen Niederlegung und Eintragung liegende Frist von einem Monat auf drei Monate verlängert (§ 5 Abs. 1 Satz 3 eWpG). Immerhin wird jedoch in der Gesetzgebung klargestellt, dass die Niederlegung auch eine juristische Sekunde vor der Eintragung erfolgen kann, so dass das Problem mehrfacher Niederlegungen im Rahmen des Emissionsprozesses in der Praxis vermieden werden kann.

## 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 Zentralregisterwertpapiere (§ 13 eWpG) als auch für Kryptowertpapiere (§ 17 eWpG):

2.1 Bei Zentralregisterwertpapieren sind nach § 13 Abs. 1 Satz 1 eWpG zunächst folgende Angaben einzutragen:

- Emittent (§ 13 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 eWpG): 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 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 eWpG): Hier handelt es sich wohl um eine zu enge Formulierung des Gesetzgebers, da es zum einen 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. Diese Bestimmung gilt daher nur, falls anwendbar. Die Gesetzesbegründung des Regierungsentwurfs hat insoweit klargestellt, dass bei nennwertlosen Papieren diese Eigenschaft angegeben werden muss, so dass die Angabe des Gesamtemissionsvolumens in diesem Fall nur die (maximale) Stückzahl meinen kann. Zum anderen gibt es Emissionen, die einen Emissionsrahmen vorgeben (sogenannte „bis-zu-Urkunden“). Auch diese wollte der Gesetzgeber nicht ausschließen. Es muss hier nach der Gesetzesbegründung das maximal begebare Volumen angegeben werden.
- Nennbetrag (§ 13 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 eWpG): Siehe oben.
- Kennzeichnung als Sammel- oder Einzeleintrag (§ 13 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 eWpG): Da anders als noch im Referentenentwurf auch Zentralregisterwertpapiere als Einzeleintrag begeben werden können, ist auch diese Angabe erforderlich.
- Inhaber (§ 13 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 eWpG): Nachdem Zentralregisterwertpapiere nunmehr auf eine Wertpapiersammelbank, einen Verwahrer oder als Einzeleintrag auf eine einzelne Person eingetragen werden können, ist auch die Angabe des Inhabers nötig.
- Angaben zum Mischbestand nach § 9 Abs. 3 eWpG (§ 13 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 eWpG): Hierauf wird weiter unten eingegangen.
- Der wesentliche Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Wertpapierkennnummer (§ 13 Satz 1 Nr. 1 eWpG):

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

Zum anderen würde es bedeuten, dass neben die Zusammenfassung nach der EU-ProspektVO und das Basisinformationsblatt nach der EU-PRIIIPS-Verordnung nun noch eine weitere, gegebenenfalls abweichende Zusammenfassung träte, was wenig Sinn machen würde. In diesem Sinne konnte der Referentenentwurf verstanden werden.

Es wäre dann zum einen unklar, 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 Wasser-fall 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.

Die Gesetzesbegründung zum Regierungsentwurf scheint insoweit jedoch Entwarnung zu geben, denn es wird ausgeführt, dass sich die Darstellung auch aus den niedergelegten Emissionsbedingungen ergeben kann, so dass in § 13 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 eWpG auch ein bloßer Verweis auf die Emissionsbedingungen möglich ist. Allerdings bleibt die Frage, was konkret als wesentlicher Rechtsinhalt anzusehen ist, einer untergesetzlichen Regelung vorbehalten. Solange diese Regelung noch nicht vorliegt, kann daher insoweit keine endgültige Entwarnung gegeben werden.

- Handelt es sich bei den Zentralregisterwertpapieren um solche in Einzeleintragung, müssen weiterhin noch folgende Angaben gemacht werden:
  - Verfügungshindernisse (§ 13 Abs. 2 Nr. 1 eWpG): Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu elektronischen Wertpapieren in Sammeleintrag. Da nach § 26 eWpG ein weitreichender gutgläubiger Erwerb auf der Basis des Registerinhalts möglich ist, sollen jegliche Verfügungsbeschränkungen zugunsten bestimmter Personen im Zentralen Register eingetragen werden, um einen gutgläubigen Wegerwerb zu verhindern. Nach § 13 Abs. 2 Satz 2 eWpG betrifft dies auch gesetzliche und behördliche Verfügungsverbote und Verfügungshindernisse, etwa erb-, familien- und vormundschaftsrechtlicher sowie insolvenzrechtlicher Art, sowie solche, die aus beschränkter Geschäftsfähigkeit resultieren. Diese Beschränkungen werden jedoch nicht vom Gutgläubensschutz erfasst (§ 26 Satz 3 eWpG).
  - Rechte Dritter (§ 13 Abs. 2 Nr. 2 eWpG): Auch dies ist ein wesentlicher Unterschied zu elektronischen Wertpapieren in Sammeleintrag. Da nach § 26 eWpG ein weitreichender gutgläubiger Erwerb auf der Basis des Registerinhalts möglich ist, sollen jegliche Rechte Dritter im Zentralen Register eingetragen werden, um einen gutgläubigen Wegerwerb zu verhindern.

2.2 Bei Kryptowertpapieren werden nach § 17 eWpG entsprechende Anforderungen an die Eintragung gestellt.

### 3. Welche Angaben müssen bei Kryptowertpapieren veröffentlicht werden?

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

Nach § 20 Abs. 1 eWpG 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 folgende Angaben enthalten:

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

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

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

Bei Kryptowertpapieren finden sich die Informationspflichten gegenüber dem Inhaber in § 19 eWpG, 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 (§ 19 Abs. 2 eWpG). Daneben ist jedem Inhaber (unabhängig von der Verbrauchereigenschaft) auf Verlangen ein Registerauszug zu erteilen, sofern dies zur Geltendmachung seiner Rechte erforderlich ist (§ 19 Abs. 1 eWpG).

### 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. 4 eWpG).**

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, jedoch sollte die Pflicht, die Wirksamkeit der Begebung durch geeignete Maßnahmen zu überprüfen (z.B. Gutachten der emissionsbegleitenden Anwälte), 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), insbesondere gilt es als Sache im Sinne von § 90 BGB (§ 2 Abs. 3 eWpG). 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 Gesetzgebers?

Leider ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber von der zweiten Alternative ausgeht: Nach § 24 eWpG bedarf eine Verfügung über ein einzeleingetragenes elektronisches Wertpapier oder über ein Recht aus einem solchen elektronischen Wertpapier der Eintragung im betreffenden Wertpapierregister. In der Begründung zu den §§ 24 und 25 eWpG heißt es ausdrücklich, dass Abtretungen nach § 398 BGB weiterhin möglich bleiben sollen, aber das Eintragungserfordernis des § 24 eWpG 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 ausschließlich für einzeleingetragene elektronische Wertpapiere. Dies bedeutet, dass Verfügungen außerhalb des Registers bei jeglichen elektronischen Wertpapieren im Sammeleintrag möglich sind. Damit wird die Integrität des Registers von vorneherein unterminiert.

---

## XIV. Wie kann über elektronische Wertpapiere verfügt werden?

**Da das elektronische Wertpapier qua gesetzlicher Fiktion als Sache gilt (§ 2 Abs. 3 eWpG), 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 elektronisches Wertpapier bzw. ein solches im Sammeleintrag übertragen werden soll:

## 1. Wie wird über ein einzeleingetragenes elektronisches Wertpapier verfügt?

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

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

Für sonstige Verfügungen über einzeleingetragene elektronische Wertpapiere gilt nach § 24 eWpG Entsprechendes: Jegliche Verfügung über oder Begründung eines Rechts eines Dritten an einem einzeleingetragenen elektronischen Wertpapiers bedarf zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung im betreffenden Wertpapierregister.

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 Zentralregisterwertpapier, das auf eine Wertpapiersammelbank eingetragen ist, verfügt?

Erste Voraussetzung für eine Übertragung ist daher, dass die Zentralregisterwertpapiere überhaupt in die Sammelverwahrung eingeliefert wurden:

- 2.1 Nach § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG geschieht dies dadurch, dass die Zentralregisterwertpapiere auf den Namen einer Wertpapiersammelbank im Zentralen Register eingetragen werden. Registerführer muss nach § 12 Abs. 3 eWpG in diesem Fall ein nach der CSDR zugelassener Zentralverwahrer sein. Nur dann gilt nach § 12 Abs. 3 eWpG die Eintragung im Zentralen Register als Einlieferung in das "Effektengiro **bei der** Wertpapiersammelbank".

Die Einbuchung bei der Wertpapiersammelbank hat nach § 9 Abs. 1 eWpG zur Konsequenz, dass die "eingelieferten" Zentralregisterwertpapiere 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). Damit ist der Gesetzgeber angesichts der Tatsache, dass es auch nennwertlose Zentralregisterwertpapiere geben wird (z.B. Zertifikate oder Optionsscheine), zu kurz gesprungen. Es muss hier als weitere Quote auch die Anzahl der gehaltenen Zentralregisterwertpapiere im Verhältnis zur Gesamtzahl der zur Gesamtemission gehörigen Zentralregisterwertpapiere eingeführt werden. Aus § 9 Abs. 2 eWpG folgt sodann die Fremdheitsvermutung, da hier klargestellt wird, dass die Wertpapiersammelbank nicht etwa selbst Berechtigter ist, sondern nur als Treuhänder handelt.

Im Ergebnis verweist § 9 eWpG 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 Zentralregisterwertpapiere 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 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 Zentralregisterwertpapieren gibt es daher keinen Unterschied, so dass nach § 9 Abs. 3 eWpG theoretisch sogar ein Mischbestand entstehen könnte.

**3. Wie wird über ein sammeleingetragenes Zentralregisterwertpapier, das auf einen Verwahrer eingetragen ist, verfügt?**

Anders als noch im Referentenentwurf, können Zentralregisterwertpapiere nicht nur auf den Namen einer Wertpapiersammelbank, sondern auch auf den Namen eines Verwahrers im Zentralen Register eingetragen werden (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG), mit der Folge, dass ein Zentrales Register auch von einem Verwahrer geführt werden kann (§ 12 Abs. 2 Nr. 2 eWpG). Die Zentralregisterwertpapiere bilden zwar auch dann einen Sammelbestand im Sinne von § 9 Abs. 1 eWpG, jedoch nehmen sie nicht am Effekten giroverkehr teil, da § 12 Abs. 3 eWpG in diesem Fall nicht einschlägig ist. Da gleichwohl das DepotG zur Anwendung kommt (§§ 1 Abs. 1 Satz 3, 9b Abs. 1 Satz 1 DepotG), dürfte eine Art Haussammelverwahrung entstehen. Da nach § 9b Abs. 1 DepotG insbesondere die §§ 6 und 7 DepotG zur Anwendung kommen, gelten die dogmatischen Grundsätze der Übertragung von GS-Anteilen entsprechend, nur dass an die Stelle der Wertpapiersammelbank als unmittelbarer Fremdbesitzer der betreffende Verwahrer tritt.

**4. 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 Zentralregisterwertpapier, das auf den Namen einer Wertpapiersammelbank eingetragen ist, verfügt?*" verwiesen werden. Entsprechendes gilt im Fall von sammeleingetragenen Kryptowertpapieren, die auf den Namen eines Verwahrers eingetragen wurden. Hier gilt der Abschnitt "*Wie wird über ein sammeleingetragenes Zentralregisterwertpapier, das auf den Namen eines Verwahrers eingetragen ist, verfügt?*" analog.

**5. Kann im Falle der Aufteilung einer Emission auf mehrere Verwahrer eine Verfügung zwischen den dann entstehenden verschiedenen elektronischen Wertpapierregister stattfinden?**

Die Begründung zum Regierungsentwurf hat klargestellt, dass eine Übertragung von Sammelanteilen zwischen verschiedenen Registern ausgeschlossen ist (siehe Begründung des Regierungsentwurfs zu § 9 Abs. 2 eWpG).

## XV. Können elektronische Wertpapiere gutgläubig erworben werden?

Bei der Frage des gutgläubigen Erwerbs ist zwischen sammeleingetragenen und einzeleingetragenen elektronischen Wertpapieren zu unterscheiden:

### 1. Sammeleingetragene elektronische Wertpapiere

Verfügungen über Miteigentumsanteile an sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren finden außerhalb des betreffenden Wertpapierregisters statt. Es gelten hinsichtlich des Gutgläubenserwerbs mithin die allgemeinen Regeln der §§ 932ff. BGB. Nach h.M. können daher Miteigentumsanteile an einem Wertpapiersammelbestand gutgläubig erworben werden, wobei in der Literatur im Einzelnen umstritten ist, was Anknüpfungspunkt für den guten Glauben sein kann.

### 2. Einzeleingetragene elektronische Wertpapiere

Für den Gutgläubenserwerb von einzeleingetragenen elektronischen Wertpapieren hatte der Referentenentwurf – basierend auf dem öffentlichen Glauben des Wertpapierregisters – mehrere Tatbestände formuliert auf die sich der Rechtsverkehr bei gutem Glauben verlassen können sollte, nämlich u.a. (i) Berechtigung des formell eingetragenen Inhabers, (ii) Vertretungsmacht des Vertreters, (iii) Verfügungsbefugnis des Veräußernden und (iv) Geschäftsfähigkeit des Veräußerers oder Vertreters.

Diese Tatbestände wurden nun zusammengestrichen. Es wird nun nur noch der gute Glaube an die Berechtigung des formell eingetragenen Inhabers geschützt (siehe § 26 eWpG). Während die Streichung des guten Glaubens an die Geschäftsfähigkeit nachvollziehbar ist, da dieser Gutglaubenstatbestand über das bisherige System des Gutgläubensschutzes hinausgegangen wäre, ist die Streichung des guten Glaubens an die Verfügungsbefugnis und Vertretungsmacht doch etwas überraschend, da auf den Gutgläubensschutz, der bei sammelverwahrten Wertpapieren über § 366 Abs. 1 HGB erreicht wird, nun offenbar verzichtet wird.

Dagegen ist ein gutgläubiger Wegerwerb von Verfügungsbeschränkungen zugunsten bestimmter Personen möglich, wenn diese Verfügungsbeschränkungen weder eingetragen noch dem Erwerber bekannt sind (§ 26 Satz 2 eWpG).

## XVI. 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 das Inhaberkonzept bei elektronischen Wertpapieren umgesetzt?

Insoweit ist zwischen einzelverbrieften und sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren zu unterscheiden:

#### 2.1 Inhaberschaft bei einzeleingetragenen elektronischen Wertpapieren

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

#### 2.2 Inhaberschaft bei sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren

Bei sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren hat § 3 Abs. 1 eWpG zur Folge, dass die registerführende Stelle, auf die der Sammeleintrag lautet, Inhaber der elektronischen Wertpapiere ist. Dagegen sollen nach § 3 Abs. 2 eWpG die Miteigentumsanteilsinhaber "Berechtigte" sein. Damit weicht der Inhaberbegriff bei sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren von demjenigen physischer Wertpapiere ab, worauf die Begründung des Regierungsentwurfs auch hinweist (siehe Begründung des Regierungsentwurfs zu § 3 Abs. 1 eWpG).

Auf die Konsequenzen, die dieser neue Inhaberbegriff für die Berechtigten hat, wird nachfolgend eingegangen.

Konsequent regelt dann § 28 Abs. 1 eWpG, 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 jedoch die Fremdheitsvermutung folgt, wonach die registerführende Stelle gerade nicht aus dem elektronischen Wertpapier 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 auszugehen.

Es zeigt sich daher, dass die Regelung der Inhaberschaft bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren nicht völlig eindeutig ist: 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 geben könnte, da es sich jeweils um artverschiedene Rechte handelt. Dies kann angesichts des § 9 Abs. 3 eWpG 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 bei der Sammelverwahrung elektronischer Wertpapiere dieselben Regelungen gelten sollen, wie bei der Sammelverwahrung physischer Wertpapiere, müssten dann entgegen dem Wortlaut des Gesetzes 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.

Diese Problematik zieht sich durch zahlreiche Bestimmungen des Gesetzes. Es wäre daher wünschenswert gewesen, dass dies an allen relevanten Stellen des Gesetzes, insbesondere jedoch in § 3 Abs. 2 eWpG, klargestellt worden wäre. Da dies jedoch nicht geschehen ist, wird man daher mit der Differenzierung zwischen formellem Inhaber und materiellem Berechtigten leben müssen.

---

## XVII. An wen kann der Emittent mit befreiender Wirkung leisten?

**Nach § 793 Abs. 1 Satz 2 BGB kann der Emittent mit befreiender Wirkung auch an einen Inhaber leisten, der zur Verfügung über die Wertpapierurkunde nicht berechtigt ist. Eine entsprechende Regelung enthält § 28 Abs. 1 Satz 2 eWpG.**

Dementsprechend kann der Emittent in jedem Fall „auch“ an den im betreffenden Wertpapierregister eingetragenen Inhaber mit befreiender Wirkung leisten. Im Falle von sammeleingetragenen elektronischen Wertpapieren ist aufgrund des neuen Inhaberbegriffs (siehe vorstehenden Abschnitt) Inhaber die im betreffenden Wertpapierregister eingetragene Wertpapiersammelbank bzw. der eingetragene Verwahrer (§ 3 Abs. 1 eWpG), so dass eine Leistung mit befreiender Wirkung an die Wertpapiersammelbank bzw. den Verwahrer möglich ist. Dies gilt ungeachtet der Tatsache, dass sich die Fremdheit und die bloße Treuhänderstellung des „Inhabers“ aus § 9 Abs. 2 eWpG ergibt. Diese Regelung entspricht der Parallelvorschrift des § 6 Abs. 7 BSchuWG und deckt sich mit der gängigen Emissionspraxis bei zentralverwahrten Gesamtemissionen. Daneben dürfte eine befreiende Leistung an den Berechtigten im Sinne von § 3 Abs. 2 eWpG möglich sein, wenn dieser auf Basis einer Bescheinigung nach § 6 Abs. 2 DepotG die Leistung beansprucht und gegebenenfalls gerichtlich durchsetzt, denn diese Bescheinigung gilt gemäß § 6 Abs. 2

Satz 3 DepotG als Nachweis der Inhaberschaft am Sammelbestandsanteil. In der Praxis wird dies wohl nur dann eine Rolle spielen, wenn Berechtigte ein vorzeitiges Kündigungsrecht ausüben und infolgedessen ihre Ansprüche unmittelbar gegen den Emittenten geltend machen wollen. Im Normalfall wird der Verwahrer bzw. die Wertpapiersammelbank die Forderungen aus den elektronischen Wertpapieren bei Fälligkeit schlicht beim Emittenten einziehen und an die Berechtigten durchleiten.

## XVIII. Wer kann die Erfüllung des Leistungsversprechens aus den elektronischen Schuldverschreibungen verlangen?

**Nach § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB kann wertpapierrechtlich nur der Inhaber vom Schuldner die versprochene Leistung verlangen, es sei denn, er ist nicht zur Verfügung über die Wertpapierurkunde berechtigt. Eine entsprechende Regelung findet sich in § 28 Abs. 1 Satz 1 eWpG.**

Wie bereits ausgeführt, ist Inhaber beim einzeleingetragenen elektronischen Wertpapier die im betreffenden Wertpapierregister eingetragene Person, so dass diese die Leistung verlangen kann. Bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren ist formeller Inhaber die Wertpapiersammelbank bzw. der als Inhaber eingetragene Verwahrer (§ 3 Abs. 1 eWpG). Materieller Inhaber eines Miteigentumsanteils ist jedoch die Person, der der Miteigentumsanteil aufgrund des Verwahrbucheintrags zugewiesen ist (siehe den neuen § 6 Abs. 2 Satz 3 DepotG). Wer kann also die Leistung nach § 28 Abs. 1 Satz 1 eWpG beanspruchen? Als Depotverwaltungshandlung wird typischerweise die Wertpapiersammelbank bzw. der Verwahrer aufgrund der anwendbaren Geschäftsbedingungen die versprochene Leistung beim Schuldner bei Fälligkeit einziehen. Dies ist jedoch etwas anderes als die Anspruchsberechtigung nach § 28 Abs. 1 Satz 1 eWpG. Da sich aus § 9 Abs. 2 eWpG die Fremdheit und bloße Treuhänderstellung des formell eingetragenen „Inhabers“ ergibt, dürfte das Fehlen der Berechtigung im Sinne von § 28 Abs. 1 Satz 1 eWpG evident sein. Dementsprechend erläutert die Begründung des Regierungsentwurfs zu § 28 Abs. 1 eWpG wenig präzise, dass in diesem Fall der materiell Berechtigte gemäß § 6 Abs. 2 DepotG seinen Anspruch nachweisen und durchsetzen kann.

Entsprechend § 797 BGB soll nach § 29 Abs. 1 eWpG 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.

## XIX. 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 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 im Falle von Einzeleintragungen unmittelbar gegen den Inhaber bzw. im Falle von Sammeleintragungen unmittelbar gegen den Berechtigten zustehen.

Mit der Differenzierung in § 28 Abs. 2 Nr. 4 eWpG wurde ein möglicherweise schwerwiegender Fehler des Regierungsentwurfs korrigiert. Aufgrund des neuen Inhaberbegriffs hätte die bisherige Formulierung des Regierungsentwurfs bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren bedeutet, dass sich der materiell Berechtigte im Sinne von § 3 Abs. 2 eWpG Einwendungen hätte entgegenhalten lassen müssen, die dem Schuldner unmittelbar gegen die Wertpapiersammelbank bzw. den eingetragenen Verwahrer zustehen, obwohl die Fremdheit und bloße Treuhänderstellung dieser Person sich aus § 9 Abs. 2 eWpG ergibt. Dies hätte zu einer massiven Beeinträchtigung der Rechte der materiell Berechtigten führen können und hätte überdies gegen Art. 38 CSDR und insbesondere gegen Art. 38 Abs. 7 CSDR verstoßen. Dementsprechend konnte mit „Inhaber“ im Sinne von § 28 Abs. 2 Nr. 4 eWpG nur der materiell berechtigte Inhaber des betreffenden Sammelbestandsanteils gemeint sein. Dies wurde nun in der in Kraft getretenen Fassung des eWpG klargestellt.

## XX. 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, dass an die Stelle der physischen Vorlegung das ausdrückliche Leistungsverlangen unter Glaubhaftmachung der Berechtigung tritt. Diese Glaubhaftmachung ist bei einzeleingetragenen elektronischen Wertpapieren mit dem Nachweis der Eintragung im betreffenden Wertpapierregister erbracht. Bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren 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.

## XXI. 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 Gesetzes geregelt:

1. Nach dem neuen § 2 Abs. 2 Satz 1 SchVG müssen die Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle, bei der die elektronischen Wertpapiere eingetragen sind, verfügbar sein. Da nach § 5 Abs. 1 eWpG die Emissionsbedingungen überdies in jederzeit abrufbarer elektronischer Form für jedermann verfügbar sein müssen, bedeutet dies, dass bei elektronischen Wertpapieren die registerführende Stelle die Emissionsbedingungen sämtlicher bei ihm registrierter elektronischer Wertpapiere auf seiner Webseite zum Download für Jedermann bereithalten muss. Der Registerführer wird damit zu einer Evidenzzentrale für die Emissionsbedingungen der bei ihm eingelierten elektronischen Wertpapiere, was eine Neuerung darstellt.
2. Nach dem neuen § 2 Abs. 2 Satz 2 SchVG 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 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. Nach § 5 Abs. 2 eWpG muss die registerführende Stelle sicherstellen, dass ausschließlich angeordneten, vereinbarten bzw. beschlossenen Änderungen in den niedergelegten Emissionsbedingungen vollzogen werden. Nach § 5 Abs. 3 eWpG werden diese Änderungen erst mit Niederlegung nach § 5 Abs. 4 eWpG 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 in Verbindung mit § 5 Abs. 2-4 eWpG 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 dürfen solche Änderungen jedoch nur u.a. aufgrund eines Gesetzes (siehe § 14 Abs. 1 Nr. 2 und § 18 Abs. 1 Nr. 2 lit. b eWpG) 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.

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, was der Regierungsentwurf inzwischen in der Begründung zu § 5 Abs. 2 eWpG klargestellt hat.

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

1. Nach § 18 Abs. 2 eWpG 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.
2. Nach § 18 Abs. 3 eWpG 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 veröffentlichten Angaben betreffen (siehe oben), nach § 20 Abs. 2 eWpG ebenfalls im Bundesanzeiger veröffentlicht werden. Die Veröffentlichung ist unverzüglich zu veranlassen, aber nicht konstitutiv für die Wirksamkeit der Änderung. Daneben sind nach § 19 eWpG 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.

## XXII. Wer darf ein elektronisches Wertpapierregister führen?

Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, ob es sich bei den infrage stehenden elektronischen Wertpapieren um Zentralregisterwertpapiere oder um Kryptowertpapiere handelt.

### 1. Was gilt bei Zentralregisterwertpapieren?

Das zentrale Register in Bezug auf Zentralregisterwertpapiere kann entweder von einer Wertpapiersammelbank oder, sofern der Emittent dies ausdrücklich gestattet hat, von einem Verwahrer geführt werden (§ 12 Abs. 2 Nrn. 1 und 2 eWpG). Wird das zentrale Register von einer Wertpapiersammelbank geführt und sind die Zentralregisterwertpapiere auf den Namen einer Wertpapiersammelbank als Inhaber eingetragen, hat dies zur Folge, dass nach § 12 Abs. 3 eWpG ein Zwangseffektengiro bei der betreffenden

Wertpapiersammelbank angeordnet ist. Wird das Zentrale Register von einem Verwahrer geführt, kommen die Bestimmungen des DepotG zur Anwendung, ohne dass ein Zwangseffektengiro angeordnet ist.

## 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. 1, Alt. 1 eWpG) oder bei einem "Verwahrer" (§ 8 Abs. 1 Nr. 1, Alt. 2 eWpG) erfolgt oder aber bei Kryptowertpapieren in Einzeleintragung die Eintragung des Inhabers unmittelbar im Register erfolgt (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG), wird die davon abweichende registerführende Stelle bei Kryptowertpapieren vom Emittenten bestimmt (§ 16 Abs. 2 Satz 1 eWpG). Nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG handelt es sich bei der Führung eines elektronischen Wertpapierregisters im Geltungsbereich des KWG (und nur dann kommt nach § 32 eWpG 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), muss dann jedoch selbst die Lizenzpflichten nach dem KWG erfüllen, da § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG nicht auf das Führen eines Kryptowertpapierregisters "für andere" beschränkt ist.

---

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

Anders als die Registerführung bei Zentralregisterwertpapieren, die auf den Namen einer Wertpapiersammelbank eingetragen sind und bei denen die Registerführung in der Hand einer Wertpapiersammelbank liegt, gilt die bloße Registerführung bei elektronischen Wertpapieren im Übrigen gemäß § 7 Abs. 4 eWpG 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. quotal auf drei Kreditinstitute aufgeteilt (§ 3 Abs. 1, Alt. 2 eWpG) 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 (was allerdings nach der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 9 Abs. 2 eWpG nicht möglich sein soll), 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 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 Effekten giroverkehr 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 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 Inhaber, so dass der Emittent nach § 28 Abs. 1 eWpG 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 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 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 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 Wertpapierverwahrungsgeschäfts, da sie auf Kundenebene außerhalb des Effektenengirosystems eine Art "Haussammelverwahrung" zugunsten ihrer Kunden nach § 9b DepotG 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 Registrierungstätigkeiten beschränkt und insbesondere keine Wertpapierabwicklung erfolgt, bedarf es einer zusätzlichen Lizenzierung des Registerführers als Depotbank wohl nicht.

Der Gesetzgeber hat sich nach § 7 Abs. 4 eWpG 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 Verwahrungsgeschäft 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 im Kontext von Kryptowertpapieren als gering. Letztlich geht es hier allein um die Zurverfügungstellung einer Wallet durch einen 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-Lizensierungssystem 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.

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

Da das elektronische Wertpapierregister nach §§ 10, 26 eWpG mit öffentlichem Glauben ausgestattet ist, sind an die Führung des Registers sehr hohe Anforderungen zu stellen, die im Gesetz nur in Grundzügen beschrieben sind und die sich im Detail aus den nach §§ 15 und 23 eWpG 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 ist das elektronische Wertpapierregister so einzurichten und zu führen, dass Vertraulichkeit, Integrität, Verfügbarkeit und Authentizität der Daten gewährleistet sind. 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. Hierdurch soll insbesondere dann ein Manipulationsschutz erreicht werden, wenn der Emittent selbst als Registerführer fungiert.

## 2. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich der Richtigkeit der Daten?

Nach § 7 Abs. 2 Satz 1 eWpG muss das elektronische Wertpapierregister die Rechtslage hinsichtlich der elektronischen Wertpapiere zu jedem Zeitpunkt zutreffend und vollständig abbilden. Nach § 7 Abs. 3 Satz 2 eWpG gilt dies auch für die Übereinstimmung des emittiertem 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 Schadenersatzansprüche auslösen kann, es sei denn (also Umkehr der Beweislast), es liegt kein Vertretenmüssen vor (§ 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG).

## 3. Welche Anforderungen gelten hinsichtlich Datenintegrität?

Nach § 7 Abs. 3 Satz 1 eWpG 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 sind bestimmte Einsichtsrechte technisch zu gewährleisten und weitergehende Einsichtsmöglichkeiten technisch zu verhindern:

- 4.1 Es müssen nach § 5 Abs. 1 eWpG jedermann in beständiger elektronischer Form mit der Möglichkeit einer beliebigen Wiederholbarkeit die niedergelegten Emissionsbedingungen zugänglich gemacht werden, sofern nicht der Zugang vom Emittenten aufgrund einer noch zu erlassenden Rechtsverordnung beschränkt wurde (§ 5 Abs. 1 Satz 2 eWpG).
- 4.2 Weiterhin müssen die Teilnehmer nach § 10 Abs. 1 eWpG Zugriff alle weiteren Eintragungen nach §§ 13 und 17 eWpG haben, wobei sich der konkrete Umfang des Zugriffs nach der Gesetzesbegründung nach dem „need to know“ Grundsatz richtet. Zwar ist der Begriff des "Teilnehmers" im eWpG 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 haben. Im Übrigen sind "Teilnehmer" sicherlich die Emittenten, Garanten oder sonstigen Mitverpflichteten sowie die eingetragenen Inhaber, die Berechtigten (§ 3 Abs. 2 eWpG) und Dritte, denen ein Recht an einem elektronischen Wertpapier eingeräumt wurde. Der weitergehende Teilnehmerkreis wird durch Verordnung bestimmt werden. Zu diesem weiteren Teilnehmerkreis sollten 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.

- 4.3 Weiterhin muss jedem, der gemäß § 10 Abs. 2 Satz 1 eWpG ein "berechtigtes Interesse" nachweisen kann, Zugriff auf die Daten nach §§ 13 und 17 eWpG gewährt werden. Der Begriff des "berechtigten Interesses" ist im eWpG 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. Hierzu gehören in jedem Fall auch der Veräußerer und der Erwerber eines elektronischen Wertpapiers.
- 4.4 Darüber hinausgehende Daten und Informationen unterliegen gemäß § 10 Abs. 3 eWpG 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 die Identität und Adresse des Inhabers sowie sonstige ihn betreffende personenbezogene Daten genannt. Ein besonderes berechtigtes Interesse hinsichtlich derartiger Daten kann etwa dann vorliegen, wenn diese Daten zur Rechtsdurchsetzung benötigt werden.
- 4.5 Aufsichts-, Straf- und Ordnungsbehörden, die im Rahmen ihrer gesetzlichen Aufgaben handeln, ist die Einsicht nach § 10 Abs. 4 eWpG zu gewähren.
- 4.6 Die Gewährung einer Einsicht nach § 10 Abs. 2-4 eWpG ist vom Registerführer zu protokollieren. Der Emittent, der Inhaber sowie die Berechtigten haben nach § 10 Abs. 5 eWpG Anspruch auf Einsicht in das Protokoll, soweit gewährte Einsichtnahmen sie betreffen.

## 5. Welche weiteren Anforderungen gelten für die Führung von Wertpapierregistern?

§ 16 Abs. 1 eWpG konkretisiert und ergänzt die Pflichten, die sich aus § 7 Abs. 1-3 eWpG 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 zu erlassenden Rechtsverordnung geregelt werden.

Zu berücksichtigen ist weiterhin, dass das Wertpapierregister – jedenfalls soweit Einzeleintragungen infrage stehen – eine deutlich weiter reichende Funktion als das Zentrale Register bei sammelverwahrten Gesamtemissionen hat. Während letzteres lediglich die Emission als solche dokumentiert und die Verfügungen zwischen den Teilnehmern auf der Ebene der Depotkonten stattfinden, werden im Wertpapierregister im Falle von einzeleingetragenen elektronischen Wertpapieren auch die Verfügungen zwischen Teilnehmern dokumentiert, weswegen in §§ 14 und 18 eWpG zahlreiche weitere Anforderungen statuiert werden. Hierzu gehört, dass Änderungen der Rechtsinhaberschaft nur aufgrund einer Weisung des Inhabers (§§ 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 18 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 eWpG) bzw. eines Rechteinhabers (§§ 14 Abs. 1 Satz 2 und 18 Abs. 1 Satz 2 eWpG) in der zeitlichen Reihenfolge der Weisungserteilung (§§ 14 Abs. 3 und 18 Abs. 3 eWpG) durchgeführt werden dürfen. Eintragungen ohne entsprechende Weisung sind nach §§ 14

Abs. 5 und 18 Abs. 5 eWpG "unverzögerlich 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 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. Das Gesetz sieht in §§ 14 Abs. 4 und 18 Abs. 4 eWpG insoweit keine Detailregelung vor, sondern verweist die Detailregelung an den Verordnungsgeber.

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

Es ist zwischen Zentralregisterwertpapieren und Kryptowertpapieren sowie zwischen Pflichten des Registerführers und solchen des Emittenten zu unterscheiden:

### 1. Was gilt für Zentralregisterwertpapiere?

Bei Zentralregisterwertpapieren, die auf den Namen einer Wertpapiersammelbank registriert sind und hinsichtlich derer ein Zentralverwahrer das Register führt, ergeben sich die weitergehenden Pflichten des Zentralverwahrers als Registerführer 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 Zentralregisterwertpapieren, die auf den Namen einer Wertpapiersammelbank registriert sind und hinsichtlich derer ein Zentralverwahrer das Register führt, kann der Emittent bei Kryptowertpapieren den Registerführer des Kryptowertpapierregisters selbst bestimmen (§ 16 Abs. 2 Satz 1 eWpG). Hieraus resultiert nach § 21 Abs. 1 eWpG 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 Garantienstellung 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 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 und der noch zu erlassenden Rechtsverordnungen erfolgt, hat der Emittent nach § 21 Abs. 2 Satz 1 eWpG für Abhilfe zu sorgen. Dasselbe gilt, wenn die Unregelmäßigkeiten die Funktionstüchtigkeit des Kryptowertpapierregisters insgesamt betreffen und der Emittent gemäß § 30 Satz 1 eWpG 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) 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). Durch den Wechsel des Kryptowertpapierregisters innerhalb angemessener Frist kann dann auch ein andernfalls nach § 30 Satz 1 eWpG bestehendes außerordentliches Kündigungsrecht des Kryptowertpapierinhabers abgewendet werden (§ 30 Satz 2 eWpG).

### 2.2 Welche Pflichten treffen den Registerführer?

Den Registerführer eines Kryptowertpapierregisters treffen zunächst sämtliche Pflichten, die sich aus dem eWpG 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) oder nach den Bestimmungen des eWpG (§ 21 eWpG) oder aufgrund anderer gesetzlicher Bestimmungen (z.B. aufgrund einer Übertragungsanordnung §§ 107ff. SAG) erfolgen muss. Das eWpG enthält hierzu bislang keinerlei Regelungen, sondern verweist die komplette Materie des Registerwechsels nach § 23 Abs. 1 Nr. 25 eWpG) an den Verordnungsgeber. Aufgrund des Wesentlichkeitsgebots in Art. 80 Abs. 1 GG hätte man insoweit im eWpG zumindest eine Pflicht des Registerführers erwartet, 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 hätte man im eWpG zumindest rudimentäre Regelungen erwartet.

## XXVI. Welche Konsequenzen hat ein Registerwechsel nach §§ 21, 22 eWpG?

Es stellt sich weiterhin die Frage, welche zivilrechtlichen Auswirkungen der Registerwechsel hat. Auch hierzu finden sich im eWpG 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 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 eine physische Wertpapierurkunde ausgestellt wird, der Vernichtung der Wertpapierurkunde. Hierdurch geht jedoch die verbriefte 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 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 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) – so dass eine Anwendung der §§ 799f. BGB gegebenenfalls näher liegt. Aufgrund dieser rechtlichen Unwägbarkeiten wäre es wünschenswert gewesen auch diese Fragen durch explizite gesetzliche Bestimmungen im eWpG zu regeln, was jedoch nicht geschehen ist.

## XXVII. Können elektronische Wertpapiere von Register zu Register übertragen werden?

Hierzu finden sich im Gesetz nur äußerst rudimentäre Regelungen. Wie in den beiden vorstehenden Abschnitten dargelegt wurde, kann (§ 22 eWpG) bzw. muss (§ 21 eWpG) ein Registerwechsel vom Emittenten unter bestimmten Umständen veranlasst werden. Dies betrifft dann alle Kryptowertpapiere dieses Emittenten in dem betreffenden Kryptowertpapierregister. Die Übertragung einzelner elektronischer Wertpapiere von einem Wertpapierregister in ein anderes Wertpapierregister ist dagegen nach der Gesetzesbegründung zum Regierungsentwurf grundsätzlich nicht möglich.

Allerdings gibt es zwei "Übertragungsregel", deren Umfang und Bedeutung in diesem Zusammenhang unklar ist: Nach § 8 Abs. 2 eWpG kann eine Einzeleintragung in eine Sammeleintragung umgewandelt werden und nach § 9b Abs. 2 DepotG 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. 2 eWpG geht es um elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung. Unklar ist jedoch, ob mit Sammeleintragung lediglich sammel eingetragene elektronische Wertpapiere derselben Kategorie gemeint sind oder ob etwa die Umwandlung eines einzeleingetragenen Kryptowertpapiers in ein im Zentralen Register sammelverwahrtes Zentralregisterwertpapier 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 sammel eingetragene - 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 sammelverwahrtes Zentralregisterwertpapier gemeint sein kann. Wie dies jedoch rechtlich und mechanisch vonstattengehen soll, bleibt völlig offen. Auch die §§ 15 und 23 eWpG enthalten hierzu keine spezifischen Verordnungsermächtigungen. Ungeachtet dessen ist aber auch fraglich, wie eine vollständige Fungibilität eines einzeleingetragenen Kryptowertpapiers mit einem sammelverwahrten Zentralregisterwertpapier erreichbar sein soll. Dies würde zumindest voraussetzen, dass das Kryptowertpapier nach seiner Ausstattung in jeder Hinsicht mit dem Zentralregisterwertpapier, 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 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.

## XXVIII. Welche spezifischen Haftungsregeln gelten?

Das eWpG 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:

#### 1.1 Haftung nach § 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG

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 ("...", 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 das Gesetz keinen abweichenden Haftungsmaßstab anordnet.

## 1.2 Haftung nach § 7 Abs. 3 Satz 1 eWpG

Noch weiter geht die Haftung nach § 7 Abs. 3 Satz 1 eWpG, was die Gewährleistung der Datenintegrität anbelangt, die auch die besonderen Pflichten zur Wahrung der Datenintegrität und Fälschungssicherheit eines Kryptowertpapierregisters nach § 16 Abs. 1 eWpG umfassen dürfte. Nach der Gesetzesbegründung handelt es sich um eine Garantiehafung, 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 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 Garantiehafung beziehen.

## 2. **Wie haftet der Emittent?**

Den Emittenten von Kryptowertpapieren treffen gemäß § 21 Abs. 1 eWpG 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 Garantenstellung. Insoweit dürfte der Begriff "Authentizität" auf § 7 Abs. 2 eWpG und der Begriff "Integrität" auf §§ 7 Abs. 3 und 16 Abs. 1 eWpG 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 Garantiehafung handelt. Die Tatsache, dass der Emittent das Register und seine Führung nicht selbst kontrolliert, sondern nach § 21 Abs. 2 eWpG 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 schuldhaft

Pflichtverletzung durch den Emittenten selbst voraussetzt. Angesichts der Unklarheit dieser Regelung wäre eine Klarstellung zur Frage der Haftung des Emittenten in § 21 eWpG wünschenswert gewesen.

## XXIX. 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, dass das Gesetz nur für deutschem Recht unterliegende Inhaberschuldverschreibungen gilt, was im Gesetz leider nicht klargestellt wurde. Es wird daher nicht möglich sein, elektronische Wertpapiere nach dem eWpG 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 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 Abs. 1 eWpG 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 Zentralen Register eingetragenen sammelverwahrten Zentralregisterwertpapieren 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 zu § 17a DepotG verhält. Das Gesetz stellt nun in § 32 Abs. 1 eWpG klar, dass § 17a DepotG insoweit vorgeht.

Ungeachtet dessen führt § 32 Abs. 1 eWpG 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 Satz 2 Nr. 8 KWG). Dasselbe gilt nach § 32 Abs. 2 eWpG, wenn die registerführende Stelle keiner Aufsicht unterliegt, ihren Sitz jedoch in Deutschland hat. 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 erfasst werden. Für diese Miteigentumsanteile verbleibt es daher in jedem Fall bei der Anwendung des § 17a DepotG.

## XXX. Ist ein Börsenhandel elektronischer Wertpapiere möglich?

**Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, ob es sich um Zentralregisterwertpapiere 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 für elektronische Wertpapiere dahingehend ergänzt, dass bei elektronischen Wertpapieren im Sammeleintrag nach § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG der Sammeleintrag auf den Namen einer Wertpapiersammelbank im Zentralen Register nach § 12 Abs. 1 eWpG 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. Zentralverwahrte Zentralregisterwertpapiere

Für Zentralregisterwertpapiere, die auf den Namen einer Wertpapiersammelbank in ein von einer Wertpapiersammelbank geführtes Zentrales Register eingetragen sind folgt hieraus, dass sie – sofern die o.g. Voraussetzungen erfüllt sind – nach § 12 Abs. 3 eWpG automatisch in das Effektingiro der Wertpapiersammelbank einbezogen sind und damit die Voraussetzungen für einen Börsenhandel geschaffen sind.

### 2. Kryptowertpapiere und sonstige Zentralregisterwertpapiere

Demgegenüber erfüllen Kryptowertpapiere und Zentralregisterwertpapiere, die nicht in das Effektingirosystem 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 genannten Kryptowertpapiere und Zentralregisterwertpapiere 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)).

---

## XXXI. 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 bestimmte Zentralregisterwertpapiere 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 Systeme 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.

## XXXII. Schlussbemerkung

Wir würden uns freuen, wenn diese Darstellung für Sie nützliche Informationen enthalten hat. Wie Sie feststellen konnten, sind in der in Kraft getretenen Fassung des Gesetzes zahlreiche Punkte, die nach dem Stand des Referentenentwurfs und des Regierungsentwurfs noch falsch oder missverständlich geregelt waren, klargestellt worden. Gleichwohl bleiben noch einige Punkte offen, die die Rechtsprechung klären müssen. Weiterhin wurden ganze Themenkomplexe an den Verordnungsgeber delegiert. Es bleibt daher abzuwarten, welche konkretisierenden Regelungen der Verordnungsgeber treffen wird. Wir werden diese Darstellung daher auch weiterhin laufend aktualisieren.

## 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