



Stellungnahme

des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Handelsrecht und den Ausschuss Bank- und Kapitalmarktrecht

zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

– im Anschluss an die [DAV-Stellungnahme Nr. 14/2019](#) –

Stellungnahme Nr.: 63/2020

Berlin, im September 2020

Mitglieder des Ausschusses Handelsrecht

- RA Prof. Dr. Gerd Krieger, Düsseldorf (Vorsitzender)
- RAin Dr. Gabriele Apfelbacher, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatte(rin))
- RA Dr. Christian Decher, Frankfurt/Main
- RA Dr. Hans Friedrich Gelhausen, Frankfurt/Main
- RAin Dr. Julia Sophia Habbe, Frankfurt
- RA Dr. Peter Hemeling, München
- RAin Dr. Hilke Herchen, Hamburg
- RA Prof. Dr. Hans-Christoph Ihrig, Mannheim
- RA Dr. Thomas Kremer, Bonn
- RA Dr. Marc Löbbe, Frankfurt/Main
- RA Prof. Dr. Andreas Pentz, Mannheim
- RAin Dr. Gabriele Roßkopf, LL.M., Stuttgart
- RA Prof. Dr. Frank A. Schäfer, LL.M., Düsseldorf (Berichterstatte(r))
- RAin Dr. Alexandra Schluck-Amend, Stuttgart
- RA Dr. Bernd Singhof, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatte(r))
- RA Prof. Dr. Jochen Vetter, München
- RA Dr. Jost Wiechmann, Hamburg
- RA Prof. Dr. Hans-Ulrich Wilsing, Düsseldorf
- Arne Wittig, Group General Counsel, Essen
- RA Dr. Dr. h.c. Georg Maier-Reimer, LL.M. (Berichterstatte(r))

Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

- RA Max Gröning

Deutscher Anwaltverein
Littenstraße 11, 10179 Berlin
Tel.: +49 30 726152-0
Fax: +49 30 726152-190
E-Mail: dav@anwaltverein.de

Büro Brüssel
Rue Joseph II 40, Boîte 7B
1000 Brüssel, Belgien
Tel.: +32 2 28028-12
Fax: +32 2 28028-13
E-Mail: bruessel@eu.anwaltverein.de
Transparenz-Registernummer:
87980341522-66

www.anwaltverein.de

Mitglieder des Ausschusses Bank- und Kapitalmarktrecht

- RA Dr. Andreas Fandrich (Vorsitzender)
- RAin Daniela Bergdolt, München (Stv. Vorsitzende)
- RA Dr. Stephan Heinze, Magdeburg
- RAin Julia Heise, Frankfurt a.M.
- RA Dr. Berthold Kusserow, Hofheim (Berichterstatte(r))
- RA Klaus Rotter, München

Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

- RAin Christine Martin

Verteiler

- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
- Bundesministerium der Finanzen
- Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
- Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz des Deutschen Bundestages
- Fraktionen der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien
- Arbeitsgruppen Recht und Verbraucherschutz der im Deutschen Bundestag vertretenden Parteien
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex
- Europäische Kommission - Vertretung in Deutschland
- Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)
- Bundesverband Deutscher Banken
- Bundesverband der Freien Berufe (BfB)
- Bundesnotarkammer
- Bundesrechtsanwaltskammer
- Deutscher Notarverein
- Deutscher Richterbund
- Deutscher Juristinnenbund
- Frauen in die Aufsichtsräte e.V. (FidAR)
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)
- Deutscher Steuerberaterverband
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)
- Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) – Die Aktionärsvereinigung –
- Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins
- Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV
- Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften und des Forums Junge Anwaltschaft des DAV
- Mitglieder der Ausschüsse Bank- u. Kapitalmarktrecht sowie Handelsrecht im DAV
- Geschäftsführender Ausschuss der AG Bank- u. Kapitalmarktrecht sowie Handels- und Gesellschaftsrecht im DAV
- Pressereferat des Deutschen Anwaltvereins, Berlin
- Redaktionen der Zeitschriften: Die Aktiengesellschaft (AG), Börsenzeitung, Betriebs-Berater (BB), Die GmbH-Rundschau (GmbHR), JUVE, Legal Tribune Online (LTO), Neue Juristische Wochenschrift (NJW), Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG), Wertpapiermitteilungen (WM), Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), Juris, GfK, Hamburger Abendblatt, Der Tagesspiegel, Der Spiegel, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV versammelt mehr als 62.000 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte sowie Anwaltsnotarinnen und Anwaltsnotare, die in 253 lokalen Anwaltvereinen im In- und Ausland organisiert sind. Er vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

- 1 Der deutsche Anwaltverein (DAV) begrüßt im Ausgangspunkt, dass das Eckpunktepapier vom 7. März 2019 (hierzu [DAV-Stellungnahme Nr. 14/2019](#)) zu einem Gesetzesentwurf über elektronische Wertpapiere weiterentwickelt wurde, die als elektronische Wertpapiere sowohl zur Sammelverwahrung als auch zur Einzelverwahrung geregelt werden sollen. Hierdurch wird die seit langem geforderte Modernisierung des deutschen Wertpapierrechts eingeleitet, ohne dabei den hohen Verkehrsschutzstandard, der durch die Anwendung sachenrechtlicher Regelungen und die bewährte Technik des deutschen Effekten-Giroverkehrs geleistet wird, aufzugeben.
- 2 Das System der sammelverwahrten Globalurkunden, wie es sich seit Jahrzehnten in Deutschland entwickelt hat, hat sich bewährt und funktioniert in der Praxis wie ein System für entmaterialisierte Wertpapiere reibungslos. Dass das bisherige System nicht völlig nahtlos in das allgemeine Zivilrecht passt, ist bekannt. Konstruktive Schwierigkeiten oder Brüche gibt es insbesondere bei dem Erfordernis der Besitzübertragung (Abtretung des Herausgabeanspruchs) zur Übereignung sammelverwahrter Wertpapiere (das heißt tatsächlich: der Übertragung von Miteigentumsanteilen an einem Sammelbestand). Diese Fragen hätten sich möglicherweise mit relativ geringfügigen Eingriffen des Gesetzes durch entsprechende Fiktionen lösen lassen, etwa durch eine Regelung, wonach die vom Veräußerer bewilligte Umbuchung als Übergabe gilt, oder dergleichen.
- 3 Der Referentenentwurf des eWpG geht den umgekehrten Weg mit der Ermöglichung eines (möglicherweise nur scheinbar) radikalen Systemwechsels, indem Wertpapiere ohne Papier (Urkunde) gesetzlich geschaffen werden.

Allerdings sollen die bisher üblichen Gestaltungen weiter möglich bleiben. Ob dieses Nebeneinander auf Dauer angelegt ist, oder doch als Übergangsphase geplant ist, ist offen. Soweit von der Möglichkeit der weiteren Nutzung des überkommenen Systems Gebrauch gemacht wird oder auch nur bereits begebene sammelverwahrte Wertpapiere weiterhin gehandelt werden, verbleibt es wegen des von dem Entwurf gewählten Weges bei den bisher bestehenden Unvollkommenheiten dieses Systems.

- 4 Obwohl deshalb möglicherweise ein weniger „invasiver“ Weg zur Lösung der bekannten, eher dogmatischen als praktischen, Schwierigkeiten möglich gewesen wäre, begrüßt der DAV im Grundsatz den vom Referentenentwurf eingeschlagenen Lösungsansatz, weil er sich in die internationale Entwicklung und auch die unionsrechtlichen Anforderungen besser einfügt als die Fortsetzung des bisher in Deutschland überkommenen Systems. Allerdings arbeitet auch der deshalb zu begrüßende Neuansatz mit der Ermöglichung „elektronischer Wertpapiere“ wiederum mit Fiktionen. Diese Fiktionen gehen aber nicht immer weit genug und regeln auch nicht alle regelungsbedürftigen Fragen.
- 5 Mit dem im Entwurf gewählten Weg soll sichergestellt werden, dass der Inhaber eines elektronischen Wertpapiers im Verhältnis zu anderen Gläubigern und Beteiligten, insbesondere auch im Verhältnis zu Verwahrern, eine Eigentumsposition oder eigentumsähnliche Position hinsichtlich der Forderung gegen den Emittenten hat. Dieses Ziel verdient volle Unterstützung. Allerdings wird das Ziel mit dem Entwurf nach Einschätzung des DAV nicht durchweg erreicht. Insofern bedarf es einiger Änderungen. Das beginnt bereits bei der Begriffsbildung des Referentenentwurfs mit seiner Definition des Inhabers und dessen Rechtsstellung. Damit würde das bisherige System von Inhaberschuldverschreibungen in seinen wesentlichen Charakteristika aufgegeben, nämlich darin, dass der verfügungsberechtigte Inhaber des Wertpapiers auch der Berechtigte aus dem Papier ist. Zwar ist es nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs möglich, die Rechte aus einem Inhaberpapier ohne Übergabe des Papiers durch Zession (§ 398 BGB) zu übertragen. Dadurch werden jedoch Inhaberpapiere ihrer primären Funktion, namentlich für die Verkehrsfähigkeit, entkleidet und insbesondere auch das

Verhältnis mehreren Prätendenten verunsichert. Dann hilft auch § 952 BGB, auf den der BGH hinweist, nicht. Er hätte die Folge, dass der Zessionar vom Inhaber des Papiers dessen Herausgabe verlangen könnte, eine vollständige Umkehrung des dem § 793 BGB zugrundeliegenden Prinzips. Mit diesem Aspekt hatte sich der BGH in seiner Entscheidung nicht zu befassen. Er befasst sich nur mit Fragen der Schutzbedürftigkeit des Ausstellers. Für einzeleingetragene Wertpapiere ist dies bereits durch § 24 eWpG-E korrigiert. Dieselbe Regelung sollte auch für die elektronischen Wertpapiere in Sammeleintrag gelten. Der DAV empfiehlt, aus Anlass der Einführung der elektronischen Wertpapiere insoweit Klarheit zu schaffen und dem Wertpapier wieder seine originäre Funktion zukommen zu lassen. Diesem Ziel dient dann auch eine Klarstellung bei den einführend gegebenen Begriffsbestimmungen (Art. 1 § 3).

- 6 Eine weitere grundsätzliche Bemerkung sei einführend noch vorausgeschickt: Der Entwurf legt sich bewusst nicht auf eine bestimmte Technik fest, sondern ist technikoffen formuliert. Er geht aber (jedenfalls bei den Regelungen zu Kryptowertpapieren) von bestimmten Funktionen der Technik aus, ohne diese Funktionen (sei es definitorisch oder durch die Festlegung von Anforderungen) zu formulieren. Das wird insbesondere bei den Vorschriften zum gutgläubigen Erwerb (§ 26 des Entwurfs) deutlich (darüber unten Rn. 71 ff.). Der DAV empfiehlt eine gesetzliche Festlegung der Funktionen, die die verwendete Technik erfüllen muss, damit die einzelnen Bestimmungen zur Anwendung kommen können. – Schließlich sollte überprüft werden, ob die regulatorischen Bemühungen um die Bekämpfung der Geldwäsche jedenfalls für Kryptowertpapiere in Einzeleintragung ergänzt werden müssen. Insoweit fällt eine kontogebundene Wertpapierverwahrung durch Intermediäre weg. Damit drohen auch erhebliche Vorteile bei der Geldwäscheprävention verloren zu gehen.

b.w.

Zu den einzelnen Vorschriften

Artikel 1 – Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG)

Zu § 1:

- 7 Das Gesetz soll anwendbar sein auf „Schuldverschreibungen auf den Inhaber“. Das ist im Grundsatz sachgerecht. Allerdings sind die Bestimmungen über Kryptowertpapiere, aber auch die Definition des Inhabers eines zentral registrierten Wertpapiers so gefasst, dass es sich dabei doch eher um Rektapapiere handelt. Die Lösung dieser Diskrepanz liegt wohl in einer Änderung des § 3 (Inhaber und Berechtigter). Jedenfalls sollte das Element beibehalten werden, dass das Gesetz nur für Schuldinstrumente (Schuldverschreibungen) gilt.
- 8 Zu den Schuldverschreibungen gehören nach herrschender Meinung auch Genussscheine, ebenso wie als Teil einer Optionsanleihe ausgegebene Optionsscheine, auch nach deren Abtrennung. Auch sie gewähren den Anspruch auf eine Leistung (§ 793 BGB), nämlich die Ausgabe von Aktien gegen Zahlung des festgelegten Optionspreises. Zur Vermeidung von Zweifeln empfiehlt es sich, dies in der Begründung zu verdeutlichen.
- 9 Der DAV geht davon aus, dass das geplante Gesetz nur auf deutschem Recht unterliegenden Inhaberschuldverschreibungen Anwendung finden soll. Da dies jedoch – anders als im Schuldverschreibungsgesetz – nicht ausdrücklich erwähnt ist, sollte eine Klarstellung dahingehend erfolgen.

Zu § 2:

- 10 § 2 Abs. 1 enthält die grundlegende Bestimmung über die Ermöglichung elektronischer Wertpapiere und beschreibt den Begebungsakt in der Weise, dass „anstelle der Ausstellung einer Wertpapierurkunde eine Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister“ vorgenommen wird. Bei dieser Bestimmung fehlt der Bezug zu dem Aussteller. Es versteht sich von selbst, dass die Eintragung in das elektronische Wertpapierregister auf den Aussteller

zurückgehen muss. Sonst könnte er daraus nicht verpflichtet werden. Das sollte im Gesetz auch formuliert werden.

- 11 Die klassische Form einer (durch Urkunde verbrieften) Inhaberschuldverschreibung (sei es die eine Gesamtemission verbriefende Sammelurkunde oder eine Einzelurkunde) ist eine (vom Emittenten unterschriebene) Erklärung etwa folgenden Wortlauts:

„[der Emittent] schuldet dem Inhaber dieser Schuldverschreibung (die Leistung) ... nach Maßgabe der [beigefügten] Anleihebedingungen.“

Durch die Erklärung, dass die Leistung „dem Inhaber“ geschuldet wird, wird das Papier zu einer Inhaberschuldverschreibung. Bei elektronischen Wertpapieren soll die Registrierung „an die Stelle der Ausstellung“ treten.

- 12 Hinzukommen muss aber eine Erklärung des Emittenten, die Leistung dem Inhaber zu schulden. Denn auch das elektronische Wertpapier soll eine rechtsgeschäftlich eingegangene und nicht etwa eine gesetzliche Verpflichtung begründen. § 2 Abs. 1 könnte deshalb wie folgt formuliert werden:

„Ein Wertpapier kann auch als elektronisches Wertpapier begeben werden. Eine Schuldverschreibung auf den Inhaber wird als elektronisches Wertpapier dadurch begeben, dass anstelle der Ausstellung einer Wertpapierurkunde die [elektronische] Erklärung des Emittenten, die Leistung dem Inhaber zu schulden, in ein elektronisches Wertpapierregister (§ 4 Abs. 1) eingetragen wird.“

- 13 Gem. § 2 Abs. 3 gilt das elektronische Wertpapier als Sache im Sinne des § 90 BGB. Mit dieser Regelung bleibt der Entwurf im Prinzip bei der sachenrechtlichen Konstruktion sowohl des elektronischen Wertpapiers als auch vor allem des Schutzes des Inhabers gegen andere Prätendenten und deren Gläubiger. Der DAV begrüßt diesen Ansatz. Mit der Vorschrift ist jedoch nicht ausdrücklich gesagt, was eigentlich das elektronische Wertpapier ist. In Betracht kommt:

- die Registerposition, die sich durch die Eintragung ergibt oder
- die durch die Eintragung entstehende Forderung gegen den Emittenten.

Die Forderung gegen den Emittenten ist die Rechtsfolge der Eintragung. Da bei Schuldverschreibungen nach § 793 BGB auch zwischen dem Papier und der durch das Papier verbrieften Forderung unterschieden wird, sollte die Eintragung das elektronische Wertpapier „verkörpern“ und die Forderung davon gesondert sein. Allerdings sollte eine Verfügung nur nach den Vorschriften des Sachenrechts möglich sein, so dass eine separate Abtretung aus dem elektronischen Wertpapier ausscheidet. Dies sollte in der Begründung reflektiert werden¹.

Zu § 3:

14 § 3 enthält die Begriffsbestimmung für die zentralen Begriffe des Inhabers und des Berechtigten. Mit ihr wird die eigentliche Überleitung der durch die Sachfiktion begründeten Konstruktion in die sachenrechtliche folgende Systematik des geltenden Wertpapierrechts bewirkt. Diese Überleitung ist nach Einschätzung des DAV nicht durchweg gelungen, aus folgenden Gründen:

- Die Definition des Inhabers und die Funktion der Registereintragung bezüglich des Inhabers sind je nach Art der Registrierung gänzlich verschieden, wodurch eine Zweiteilung in Kryptowertpapiere einerseits und andere elektronische Wertpapiere andererseits entsteht.
- Gem. § 3 Abs. 3 soll der Berechtigte offenbar nicht notwendig mit dem Inhaber identisch sein; entsprechend soll nach § 28 die Möglichkeit bestehen, dass der Inhaber nicht berechtigt ist, die Leistung zu verlangen. Das widerspricht dem Grundprinzip einer Schuldverschreibung auf den Inhaber, wonach die Forderung eben dem Inhaber zusteht.

¹ Vgl. auch Rn. 43!

- In seiner Formulierung ist § 3 Abs. 3 reine Tautologie. Wenn allerdings das elektronische Wertpapier (wie oben vorgeschlagen) identisch ist mit dem durch die Buchposition vermittelten Recht, ist die Definition widersprüchlich, denn Inhaber des Papiers (und damit des Rechts) ist derjenige, der das Papier (das Recht) innehat. Nach der Definition des Abs. 2 soll aber Inhaber ein anderer sein.
 - Der Sinn einer Inhaberschuldverschreibung besteht, wie bemerkt, darin, dass das Forderungsrecht dem *jeweiligen* Inhaber zusteht. Gemäß § 3 Abs. 2 soll (außer für Kryptopapiere) Inhaber „die registerführende Stelle“ sein. Diese bleibt jedenfalls im Grundsatz unverändert. Wenn sie auch der Inhaber sein soll, ist damit die Inhaberschaft faktisch unveränderlich.
 - Für Kryptopapiere ist die Lage insofern anders, als Inhaber gem. § 3 Abs. 1 derjenige sein soll, auf dessen Name das Papier oder ein bestimmter Anteil eingetragen ist. Da sich diese Eintragung (durch Umtragung) ändern kann, ist das noch mit dem Prinzip eines Inhaberpapiers vereinbar.
- 15 Für Kryptowertpapiere soll nach der Begebung „zu einem späteren Zeitpunkt Berechtigung und Inhaberschaft auseinanderfallen können.“ Der Inhaberbegriff elektronischer Wertpapiere soll sich deshalb vom Inhaberbegriff mittels Urkunde begebener Wertpapiere unterscheiden (Begründung Seite 39). Weil es (bei anderen elektronischen Wertpapieren als Kryptopapieren) im Register keine Zuordnung der Inhaberschaft gebe, liege die Inhaberschaft bei der registerführenden Wertpapiersammelbank (Begründung Seite 39), das verkörperte Recht sei aber mit dem Miteigentum an dem elektronischen Wertpapier verknüpft (ebenfalls Seite 39). Mit der Gestaltung soll dem durch die Sachfiktion gebotenen Erfordernis der Publizität und der Übertragung des unmittelbaren Besitzes (an der als Sache fingierten Urkunde) Rechnung getragen werden (Begründung Seite 38 f.).
- 16 Diese Überlegungen leuchten insgesamt nicht ein. Sie widersprechen dem Grundprinzip eines Inhaberpapiers und dem damit bezweckten Verkehrsschutz. Die Zuordnung der Inhaberschaft zentralregistrierter elektronischer Wertpapiere an die registerführende Wertpapiersammelbank erweist sich als funktionslos

(weil es nach der Begründung eben keinen anderen gibt, der als Inhaber in Betracht käme). Die Notwendigkeit solcher Konstruktionen und auch die Notwendigkeit, den Erfordernissen des Besitzübergangs zu genügen, leuchtet ebenfalls nicht ein. Wenn es ein solches Erfordernis gäbe, sollte der Gesetzgeber das Problem mit dem berühmten Federstrich lösen und nicht sachwidrige Regelungen treffen, um solchen vermeintlichen Anforderungen zu genügen.

- 17 Nach geltendem Recht ist Inhaber derjenige, der die tatsächliche Sachherrschaft über die Urkunde hat, das ist entweder der unmittelbare oder mittelbare Besitzer. Ihm steht das Recht aus dem Papier zu, „es sei denn, dass er zur Verfügung über die Urkunde nicht berechtigt ist.“ Verfügungsbefugnis hat in erster Linie der Eigentümer der Urkunde, aber auch etwa ein Pfandgläubiger oder ein gem. § 185 BGB Ermächtigter.
- 18 Der § 3 sollte so gestaltet sein, dass er auf der Grundlage der Fiktion der Sacheigenschaft in § 2 Abs. 3 im Ergebnis dieser Lage entspricht.

Aus diesen Gründen schlägt der DAV vor, den § 3 Abs. 2 insgesamt wie folgt zu fassen:

„Inhaber eines elektronischen Wertpapiers ist derjenige,

- auf dessen Namen das Wertpapier oder ein bestimmter Anteil an einer Gesamtemission in dem Wertpapierregister eingetragen ist oder
- für den eine Wertpapiersammelbank einen bestimmten Anteil an dem Sammelbestand verwahrt.“

Auch die Formulierung von § 3 Abs. 3 ist zumindest unglücklich. Nach Abs. 1 ist Inhaber der Eingetragene, nach Abs. 3 Berechtigter, wer das Papier innehat (= Inhaber ist). Das scheint auf eine Identität von Inhaber und Berechtigtem hinaus zu laufen. Letzteres wäre jedoch in doppelter Hinsicht nicht zutreffend, da zum einen ein Pfändungsgläubiger Berechtigter sein kann ohne Inhaber zu sein. Zum

anderen muss sichergestellt sein, dass nicht etwa der im Register eingetragene Zentralverwahrer oder Kryptoverwahrer als Inhaber angesehen werden kann. Zumindest in der Begründung sollte eine Klarstellung bzw. Erläuterung erfolgen.

Zu § 4:

- 19 Der DAV empfiehlt, die Reihenfolge der §§ 3 und 4 des Entwurfs umzukehren und, wenn es bei dem Wortlaut des bisherigen § 3 verbleibt, auch in diesem die Reihenfolge der Absätze 1 und 2 umzukehren. Mit einer solchen Umkehrung wird die natürliche Reihenfolge „vom Allgemeinen zum Besonderen“ gewahrt. Das erleichtert insgesamt das Verständnis, zumal die Bestimmung des Inhabers wiederum eine Begriffsbestimmung enthält, die auf die Bestimmungen des (jetzigen) § 4 zurückgreift.
- 20 In § 4 Abs. 4 sollte zur deutlichen Unterscheidung zwischen den geltenden Emissionsbedingungen und der Datei, welche diese Bedingungen wiedergibt (dazu unten zu § 5) wie folgt formuliert werden:

„Emissionsbedingungen sind die Bestimmungen, die den Inhalt des Rechts, für das ein elektronisches Wertpapier eingetragen wird, festlegen, einschließlich aller Nebenbestimmungen dazu. Die Emissionsbedingungen sind gem. § 5 niederzulegen.“

- 21 Der DAV weist darauf hin, dass in § 4 Abs. 3 der Begriff „Eintragung“ eine andere Bedeutung hat als in § 7 Abs. 3. In § 4 Abs. 3 bezeichnet er „die Aufnahme“ das heißt den Vorgang oder den Akt der Eintragung, während in § 7 Abs. 3 eine Regelung für die „gesamte Dauer der Eintragung“ trifft und damit den Begriff „Eintragung“ als den Zustand des Eingetragenseins verwendet. Die Begriffsverschiedenheit sollte im Rahmen des § 7 Abs. 3 aufgelöst werden (dazu unten Rdn. 39).
- 22 Zu bedenken ist weiterhin, dass es zu Situationen kommen kann, wonach der Verwahrer, auf dessen Namen die Gesamtemission registriert ist, gewechselt werden muss (z.B. im Rahmen eines Abwicklungs- und Sanierungsverfahrens).

Zu § 5:

- 23 Die Bestimmung betrifft die Methode der Festlegung des Inhalts der verbrieften Rechte und die Anforderungen an diese Festlegung. Der DAV schlägt dazu mehrere Änderungen vor. Zunächst: Der in der Bestimmung gewählte (und in § 4 Abs. 4 definierte) Begriff der „Emissionsbedingungen“ ist sachgerecht. In der Begründung (Seite 43) wird dazu ausgeführt, der Begriff sei so gewählt, dass er auch bei der künftigen Einführung elektronischer Aktien beibehalten werden könne. Das ist unzutreffend. Der Inhalt der sich aus einer Aktie ergebenden Rechte wird nicht durch Emissionsbedingungen, sondern durch die Satzung (in Verbindung mit dem Aktiengesetz) bestimmt.
- 24 Die Festlegung der Emissionsbedingungen bezeichnet der Entwurf als „Niederlegung“ und spricht demgemäß von „niedergelegten Emissionsbedingungen“ (§ 4 Abs. 3, § 5 Abs. 1 und § 5 Abs. 2). Der Begriff legt eher ein körperliches Instrument als eine elektronische Datei nahe (siehe zum Beispiel § 181 ZPO). Es geht um die Festlegung der maßgeblichen Emissionsbedingungen.
- 25 Gem. § 5 Abs. 1 muss die Niederlegung (nach dem Vorschlag des DAV: die Festlegung) der Emissionsbedingungen „vor der Eintragung des elektronischen Wertpapiers“ erfolgen. Das entspricht nicht der gängigen Praxis insbesondere bei Emissionen aufgrund von Basisprospekten und auch nicht den praktischen Bedürfnissen: sehr häufig werden die endgültigen Emissionsbedingungen (insbesondere das Gesamtvolumen einer Emission oder auch der Zinssatz) erst am Emissionstag festgelegt. Bis dahin sind die Bedingungen entweder unvollständig oder jedenfalls noch nicht endgültig. Die Regelung in § 5 Abs. 2, wonach die „niedergelegten Emissionsbedingungen“ nicht mehr geändert werden können, scheint dieser Praxis zu widersprechen. Die Lösung sollte darin liegen, dass die „Niederlegung“ (das heißt die endgültige Festlegung) erst mit der Eintragung (die an die Stelle der Ausstellung der Schuldverschreibung tritt) erfolgen muss. Bis dahin sind die Emissionsbedingungen vorläufig. Um deutlich zu machen, dass das Erfordernis der Niederlegung „vor der Eintragung“ nicht etwa eine gewisse Zeitspanne zwischen Niederlegung und Eintragung vorschreibt (während welcher sich beispielsweise potenzielle Investoren sollen

informieren können), sollte § 5 Abs. 1 dahin formuliert werden, dass die Niederlegung *mit* der Eintragung (gegebenenfalls *spätestens mit* der Eintragung) zu erfolgen hat. In der Begründung könnte dann dargelegt werden, wie das im praktischen Ablauf zu verstehen ist. Die Niederlegung (Festlegung) erfolgt durch (im Zweifel elektronische) Freigabe oder Festlegung des vorher schon zur Verfügung gestellten Textes Zug um Zug gegen Eintragung der Wertpapiere.

26 In den Absätzen 2 bis 4 wird der Begriff „Emissionsbedingungen“ auch als Bezeichnung für die Datei, welche die maßgeblichen Emissionsbedingungen wiedergibt, verwendet. Dadurch entstehen erhebliche Unklarheiten. Denn die Absätze 2 bis 4 des § 5 haben unterschiedliche Regelungsgehalte, die deutlicher unterschieden werden sollten:

- Einmal darf die Datei, welche die niedergelegten Bedingungen wiedergibt, nur synchron mit der Änderung der maßgeblichen Bedingungen geändert werden.
- Wie die maßgeblichen Bedingungen geändert werden, ist in § 5 nicht geregelt. Das bestimmt sich beispielsweise nach dem Schuldverschreibungsgesetz.
- Weiterhin bedürfen Änderungen der (maßgeblichen) Emissionsbedingungen zu ihrer Wirksamkeit der „Niederlegung“ (§ 5 Abs. 3).
- Zudem müssen die geänderten Emissionsbedingungen für jedermann zugänglich und die Änderungen nachvollziehbar sein (§ 5 Abs. 4).
- Schließlich soll die Änderung der niedergelegten Bedingungen nur durch Gesetz, aufgrund eines Gesetzes, eines Rechtsgeschäfts oder einer gerichtlichen Entscheidung oder eines vollstreckbaren Verwaltungsakts erfolgen dürfen (§ 5 Abs. 2).

27 Das Erfordernis gem. Abs. 2 (Änderungen nur durch Gesetz oder aufgrund eines Gesetzes, eines Rechtsgeschäfts, einer gerichtlichen Entscheidung oder eines

vollstreckbaren Verwaltungsakts) ist für sich nicht recht verständlich. Es kann nur um die Voraussetzungen einer Änderung der maßgeblichen Emissionsbedingungen, zum Beispiel nach dem Schuldverschreibungsgesetz, gehen. Die Aufzählung der denkbaren Änderungsgrundlagen ist überflüssig und verwirrend.

- 28 In der Regelung sollten die verschiedenen Aspekte eindeutig getrennt werden und dazu auch bestimmt werden, welche Anforderungen an die Nachvollziehbarkeit einer Änderung gestellt werden: Muss nur nachvollziehbar sein, wie der Text vor und nach der Änderung lautete oder muss die Grundlage der Änderung nachvollziehbar sein?
- 29 Insgesamt schlägt der DAV deshalb vor, diese Absätze wie im Folgenden dargelegt zu fassen, wobei im Folgenden der in dem Referentenentwurf gewählte Begriff der „Niederlegung“ verwendet wird:

„(2) Die Voraussetzungen für die Änderungen der Emissionsbedingungen und die Anforderungen an diese bestimmen sich nach dem Inhalt des Rechts, für das ein elektronisches Wertpapier eingetragen ist, und den auf solchen Änderungen anwendbaren gesetzlichen Vorschriften, im Falle von Inhaberschuldverschreibungen aus Gesamtemissionen einschließlich des Schuldverschreibungsgesetzes. Derartige Änderungen bedürfen zu ihrer Wirksamkeit der Niederlegung bei der registerführenden Stelle.

(3) Die registerführende Stelle stellt sicher, dass Änderungen an dem elektronischen Datenpaket, welches die Emissionsbedingungen enthält, nur vorgenommen werden, wenn alle Voraussetzungen der Wirksamkeit dieser Änderungen bis auf ihre Niederlegung bei der registerführenden Stelle erfüllt sind.

(4) Der Emittent hat jede Änderung der Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle in einer beständigen elektronischen Form und mit der Möglichkeit einer beliebig wiederholbaren

unmittelbaren Kenntnisnahme jedermann zugänglich zu machen. Die Änderung muss in einer für jedermann zugänglichen elektronischen Form in der Weise nachvollziehbar sein, dass daraus:

- Art und Gehalt der erfolgten Änderungen sowie*
- die Erfüllung der dafür geltenden Voraussetzungen ersichtlich ist.“*

30 Schließlich empfiehlt der DAV eine Klarstellung, dass die Verpflichtung gem. § 5 Abs. 4 so lange besteht, wie Rechte aus dem Wertpapier geltend gemacht werden können, also bis zum Ablauf der Vorlegungsfrist und, wenn diese gewahrt ist, einer sich daran gegebenenfalls anschließenden Verjährungsfrist.

Zu § 6:

31 Nach dieser Vorschrift können elektronische Wertpapiere durch inhaltsgleiche mittels Urkunde begebene Wertpapiere ersetzt werden und umgekehrt. Die Vorschrift regelt also die Ersetzung von Wertpapieren und nicht lediglich (wie zum Beispiel § 9a Depotgesetz) die Ersetzung von Urkunden oder eines Urkundenersatzes. Damit stellt sich die Frage, ob das ersetzende mit dem ersetzten Wertpapier identisch ist. Das ist insbesondere relevant für die Frage, ob Rechte an dem ersetzten Wertpapier fortbestehen. Diese Frage ist in § 6 jedenfalls nicht ausdrücklich geregelt. Es empfiehlt sich wohl, dies ausdrücklich klarzustellen.

32 Außerdem scheint zweifelhaft, ob jedenfalls für sammelverwahrte Wertpapiere (gleich ob durch Urkunde oder als elektronische Wertpapiere ausgegeben) ein Bedürfnis für eine solche Ersetzungsmöglichkeit besteht. Sind die Wertpapiere nicht sammelverwahrt, sondern einzelverwahrt, erscheint die praktische Durchführbarkeit der Ersetzung, gleich in welche Richtung, zweifelhaft.

33 Gem. § 6 Abs. 3 ist die Ersetzung durch Sammelurkunde verkörperter Wertpapiere immer zulässig, wenn sie in den Bedingungen nicht ausgeschlossen oder von der Zustimmung des Berechtigten abhängig gemacht ist. Da für

Wertpapiere, die vor Inkrafttreten des Gesetzes ausgegeben wurden, solche Voraussetzungen an eine Ersetzung kaum gestellt sein werden, bedeutet dies, dass auch alle „Altpapiere“ in dieser Weise ersetzt werden können. Das sollte unbedenklich sein, wenn sichergestellt ist, dass für den Inhaber/Berechtigten durch die Ersetzung kein Nachteil entstehen kann.

- 34 Zur Abwicklung der Ersetzung: In § 6 Abs. 2 sollte klargestellt werden, dass die Löschung Zug um Zug gegen die Ausstellung der ersetzenden Urkunde erfolgt und nur unter der Voraussetzung, dass die ersetzende Urkunde in die gleiche Art Verwahrung gegeben wird, in der das elektronische Wertpapier gehalten wurde. Ob eine entsprechende Bestimmung in § 6 Abs. 4 erforderlich ist, erscheint zweifelhaft, weil nach dieser Bestimmung die Ersetzung des Kryptowertpapiers ohnehin die ausdrückliche Zustimmung des Berechtigten voraussetzt.

Zu § 7:

- 35 Diese Bestimmung gilt sowohl für zentralregistrierte wie für einzeln eingetragene elektronische Wertpapiere. Nach Abs. 1 hat die registerführende Stelle ein elektronisches Wertpapierregister „nach dem jeweiligen Stand der Technik“ zu führen. Wie bereits eingangs bemerkt, sollte geregelt werden, welche technischen Funktionen das Register aufweisen muss. Das gilt insbesondere bezüglich der Register, in denen elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung geführt werden. Beispielsweise setzt die Fiktion/unwiderlegliche Vermutung der Vertretungsmacht gem. § 26 Nr. 3 voraus, dass nur eine Person verfügen kann, die (durch Verwendung des Schlüssels) sich als diejenige ausweist, für die das Papier registriert ist, oder jedenfalls als von dieser bevollmächtigt/ermächtigt gilt. Richtigerweise sollte das Gesetz die Grundfunktionen bestimmen, die das Register erfüllen muss. Dann können diese Anforderungen im Verordnungswege verfeinert werden oder es kann durch Verordnung auch vorgegeben werden, ob bestimmte Anforderungen in bestimmter Art und Weise zu erfüllen sind.
- 36 Nach § 7 Abs. 2 ist die registerführende Stelle „dem Berechtigten zum Schadenersatz verpflichtet, der durch (eine nicht sachgemäße) Registerführung entsteht. Das wirft vor allem zwei Fragen auf:

- Anspruchsinhaber soll sowohl nach Abs. 2 als auch nach Abs. 3 der „Berechtigte“ sein. Das ist nach der Definition in § 3 Abs. 3 derjenige, der das Recht innehat. Unabhängig von dieser Definition verändert sich die Position des „Berechtigten“ mindestens möglicherweise durch unangemessene Registerführung oder auch durch Datenverlust. Die Bestimmung sollte deshalb dahin formuliert werden, dass die registerführende Stelle demjenigen, der durch eine den Vorschriften nicht entsprechende Registerführung oder durch Datenverlust oder unbefugte Datenveränderung in seinen Rechten beeinträchtigt ist, zum Schadenersatz verpflichtet ist, es sei denn, sie habe den Fehler nicht zu vertreten.
- Außerdem stellt sich die Frage, wie derjenige, der durch unsachgemäße Registerführung geschädigt wurde, sein Recht nachweisen kann.

- 37 Gem. § 7 Abs. 4 soll die Registerführung keine Verwahrung im Sinne des Depotgesetzes sein. Diese Regelung erscheint notwendig, denn bei Kryptowertpapieren besteht die Funktion des Registerführers nach dem Verständnis des DAV gerade in der Funktion, die sonst die Funktion eines Verwahrers ist. Wenn das Kryptowertpapier als Sache gilt, hat der Registerführer in dieser Eigenschaft auch die tatsächliche Sachherrschaft über diese Sache (ebenso wie ein Verwahrer eines durch Urkunde repräsentierten Wertpapiers). Entgegen der Begründung handelt es sich nicht um eine „Klarstellung“, sondern um eine positive Ausnahme vom DepotG.
- 38 Eine weitere Verpflichtung des Registerführers soll klarstellend normiert werden: Da das elektronische Wertpapier mit der Eintragung im Register entsteht, ist es die erste Aufgabe der registerführenden Stelle, sicherzustellen, dass die die Verpflichtung begründende und die Emissionsbedingungen festlegende Erklärung des Emittenten von diesem wirksam abgegeben ist und insbesondere der Emittent dabei wirksam vertreten ist. Die Lage ist insofern anders als bei der Ausgabe von Wertpapieren in Urkundenform. Hier besteht das Wertpapier vor seinem Erwerb durch den Erstgläubiger, sei dieser nun ein Emissionskonsortium oder im Falle von Direktmissionen ein anderer Investor. Die Konsortialbanken eines Emissionskonsortiums verkaufen (angeblich) bestehende Wertpapiere und

würden im Falle von Rechtsmängeln des Papiers haften. Das elektronische Wertpapier entsteht demgegenüber erst durch Registrierung für den ersten eingetragenen Gläubiger. Daher muss es Aufgabe der registerführenden Stelle sein, die Wirksamkeit der Begebung zu prüfen.

- 39 In § 7 Abs. 3 Satz 1 sollten zur Vermeidung einer unterschiedlichen Bedeutung des Wortes „Eintragung“ die Wörter „über die gesamte Dauer der Eintragung“ ersetzt werden durch „über die gesamte Dauer, für welche das elektronische Wertpapier eingetragen ist“.

Zu § 8:

- 40 Nach § 8 Abs. 1 Nr. 1 können elektronische Wertpapiere auf den Namen einer Wertpapiersammelbank in das elektronische Wertpapierregister eingetragen werden. Diese Vorschrift ist zusammen mit § 9 dem § 6 Abs. 1 und 2 BSchuWG nachgebildet. Nicht geregelt wird, wie der Wechsel eines derartigen Nominee abläuft. Es wäre hilfreich, wenn hierzu zumindest in der Gesetzesbegründung ein Hinweis gegeben würde. – Nach § 8 Abs. 1 Nr. 2 2. Halbs. kann ein Kryptowertpapier auch auf den Namen eines Verwahrers in das elektronische Wertpapierregister eingetragen werden. Soll dies eine „Haussammelverwahrung“ i.S.d. DepotG für zulässig erklären? Eine Klarstellung in der Begründung ist wünschenswert.
- 41 Gem. § 8 Abs. 2 können Kryptowertpapiere auf Veranlassung des Emittenten in Höhe des jeweiligen Nennbetrags auf den Namen des Berechtigten eingetragen werden. Dadurch wird dieser gem. § 3 Abs. 1 zum Inhaber. Er ist als Inhaber Berechtigter. Darin liegt eine gewisse Zirkularität: Als Inhaber ist er gem. § 793 BGB Berechtigter und er wird „als Berechtigter“ eingetragen. Das ist aber unschädlich. Der Effekt des § 3 Abs. 1 i.V.m. § 8 Abs. 2 liegt dann offenbar darin, dass der Eingetragene als Inhaber gilt und als Inhaber Berechtigter ist, sodass auch das auf einen bestimmten Namen eingetragene Kryptowertpapier ein Inhaberpapier ist, auf welches das Gesetz Anwendung findet. Es wäre hilfreich, wenn diese Subsumtionskette in der Begründung erwähnt würde. – Bei § 8 Abs. 3 ist unklar, ob auch der umgekehrte Vorgang, also Auflösung einer

Sammeleintragung in Einzeleintragungen erfolgen kann. Auch hierzu ist eine Klarstellung wünschenswert.

Zu § 9:

- 42 Diese Bestimmung ist dem § 6 BSchuWG nachgebildet, allerdings mit einem Unterschied: Während gem. § 6 Abs. 2 BSchuWG „die Gläubiger“ als Miteigentümer der (fingierten) Urkunde gelten, sollen nach § 9 Abs. 1 eWpG die Berechtigten als Miteigentümer gelten.
- 43 Gem. § 9 Abs. 2 verwaltet die Wertpapiersammelbank „die Sammeleintragung treuhänderisch für die Berechtigten“. Auch dies entspricht weitgehend § 6 Abs. 2 BSchuWG, nach dem allerdings „die Sammelschuldbuchforderung“ (und nicht die Eintragung) treuhänderisch verwaltet wird. Mit der „Sammeleintragung“ in § 9 Abs. 2 ist offenbar das elektronische Wertpapier oder die durch sie repräsentierte Forderung gemeint. Eine Klarstellung wäre hilfreich.
- 44 Unabhängig davon ist nicht klar, welche Bedeutung die Qualifikation der Verwaltung als „treuhänderisch“ hat. Das entspricht insoweit § 6 Abs. 2 BSchuWG. Nach der sachenrechtlichen Konstruktion sind „die Berechtigten“ aber Miteigentümer (§ 9 Abs. 1 Satz 1, ebenso § 6 Abs. 2 Satz 2 BSchuWG). Es liegt also jedenfalls keine sogenannte Vollrechtstreuhand vor, sondern eine Verwahrung. Die Verwendung des Wortes „treuhänderisch“ ist also missverständlich, ganz abgesehen davon, dass das nach der Rechtsprechung für die Anerkennung der Treuhand in der Insolvenz des Treuhänders bestehende Erfordernis einer unmittelbaren Übertragung vom Treugeber an den Treuhänder nicht erfüllt wäre.
- 45 Mit § 9 wird (über die Fiktion des § 2 Abs. 3) das gesamte System der urkundlich verbrieften und in Girosammelverwahrung gehaltenen Wertpapiere auch für elektronische Wertpapiere übernommen. Die eingangs angesprochenen Schwierigkeiten der nahtlosen Erfüllung sachenrechtlicher Übertragungsvorschriften, wie sie nach geltendem Recht bestehen und auch als Grund für die Reformbedürftigkeit angesehen werden, setzen sich damit auch für elektronische Wertpapiere fort. Da es bei den sachenrechtlichen Grundsätzen

verbleiben soll, empfiehlt sich deshalb eine pauschale Regelung der eingangs genannten Art, wonach die vom Veräußerer bewilligte Umbuchung oder Umtragung elektronischer Wertpapiere oder auch eines Miteigentumsanteils an einem Sammelbestand als Übergabe gilt. Eine solche Klarstellung wäre auch für Kryptowertpapiere sinnvoll, weil § 25 nur das Erfordernis der Einigung betrifft und nichts zu der (aufgrund der Sachfiktion erforderlichen) Übergabe bestimmt (vgl. auch Rn. 71).

Zu § 10:

- 46 Diese Vorschrift regelt die Publizität des elektronischen Registers und Einsichtsrechte dazu. Sie gilt sowohl für zentralregistrierte als auch für einzelregistrierte elektronische Wertpapiere. Nach der Begründung soll die „Publizität des elektronischen Wertpapiers ... das Wesensmerkmal dieser Begebungsform“ darstellen und „Ausgangspunkt des Rechtscheins für den gutgläubigen Erwerb“ sein (Begründung S. 50). Diese Ausführungen überzeugen nicht. Das elektronische Wertpapierregister soll nach seiner Konzeption kein öffentliches Register sein. Demgemäß wird das Einsichtsrecht in § 10 Abs. 2 und 3 auch eingeschränkt. Eine Publizität ist auch nicht Voraussetzung für einen gutgläubigen Erwerb. Für sammelregistrierte elektronische Wertpapiere kommt ohnehin der Erwerb eines einzelnen Papiers und auch eines bestimmten Miteigentumsanteils, der vorher einem anderen gehört hätte, nicht in Betracht.
- 47 Für einzeleingetragene elektronische Wertpapiere ergibt sich der Gutglaubensschutz aus § 26 und nicht aus einer allgemeinen Publizitätsbestimmung. Auch die Vorschriften zur konkreten Registereinsicht erscheinen problematisch.
- 48 Gem. § 10 Abs. 1 muss die registerführende Stelle sicherstellen „dass die Teilnehmer des Registers elektronische Einsicht in das Register nehmen können“. Es ist schon nicht gesagt, wer Teilnehmer des Registers ist. Dazu gibt auch die Begründung keine Auskunft. Die Begründung befasst sich primär mit dem Begriff des berechtigten Interesses gem. § 10 Abs. 2 und 3.

- 49 Gem. § 10 Abs. 2 ist für einen Einsichtsanspruch ein berechtigtes Interesse darzulegen. Ein solches Interesse wird für die zuständigen Aufsichts- und Ordnungs- und Strafverfolgungsbehörden „vermutet“. Dass die zuständigen Behörden ein Einsichtsrecht haben müssen, ist selbstverständlich. Das sollte dann aber nicht mit einer Vermutung geregelt werden, sondern durch unmittelbare Bestimmung des Einsichtsrechts. Das Einsichtsrecht der Behörden steht nicht unter Richtervorbehalt. Das wird in der Begründung (Seite 51) damit erklärt, „dass es sich nur um die für alle Teilnehmer sichtbaren Angaben nach § 13 beziehungsweise nach § 17 Abs. 1 handelt“. Auch hier ist nicht gesagt, wer Teilnehmer ist. Überdies ist der Umfang der Einsichtsrechte für die zuständigen Behörden nicht näher bestimmt. Zentralregistrierte elektronische Wertpapiere sind auf den Namen des Zentralverwahrers eingetragen (§§ 8 Abs. 1 Nr. 1, 12 Abs. 2). Angaben zum Inhaber des Miteigentumsanteils ergeben sich daraus nicht. Dagegen ergibt sich der Inhaber eines einzeleingetragenen elektronischen Wertpapiers aus dem Register (§ 17 Nr. 4). Wenn als „Teilnehmer des Registers für elektronische Wertpapiere einer bestimmten Emission alle diejenigen wären, die Inhaber von Wertpapieren derselben Emission sind, ergäbe sich daraus ein Einsichtsanspruch für einen Inhaber auf Feststellung der Identität aller anderen Inhaber. Das ginge zu weit.
- 50 Gem. § 10 Abs. 3 dürfen „Auskünfte, die über die Angaben zum eingetragenen Wertpapier hinausgehen, einschließlich der Auskunft über die Identität und die Adresse eines Inhabers“ nur nach Darlegung eines „besonderen berechtigten Interesses“ erteilt werden. Wie eben bemerkt, ergibt im Falle von einzelregistrierten Wertpapieren aber bereits der Registerinhalt selbst Auskünfte über die Identität des Inhabers, soweit diese Angaben gem. § 17 Abs. 1 Nr. 4 nicht in pseudonymisierter oder kryptographischer Form gegeben werden. Ist das aber der Fall, so soll oder muss das Einsichtsrecht der zuständigen Behörden gemäß § 10 Abs. 2 offensichtlich weitergehen, und gegebenenfalls auch unter einem Richtervorbehalt stehen. Gem. § 10 Abs. 3 wird ein besonderes berechtigtes Interesse „zugunsten des Inhabers eines elektronischen Wertpapiers sowie der zuständigen“ Behörden in Erfüllung ihrer Aufgaben vermutet. Dazu:

- Das besondere berechnigte Interesse kann nicht schon deshalb vermutet werden, weil jemand überhaupt „Inhaber eines elektronischen Wertpapiers“ ist. Voraussetzung sollte sein, dass es um die für sein eigenes Wertpapier eingetragenen Angaben geht.
- Zudem aber ist die Regelungstechnik einer Vermutung problematisch. Gegenstand von Vermutungen können Tatsachen sein. Als Tatsachenvermutung wären die Vermutungen des Abs. 3 völlig unbestimmt. Tatsächlich geht es offenbar um eine Wertung. Das sollte dadurch zum Ausdruck kommen, dass:
 - entweder für die vorgesehenen Fälle die Darlegung eines besonderen berechtigten Interesses nicht erforderlich ist, oder
 - in diesen Fällen ein „besonderes berechtigtes Interesse“ in der Regel anzunehmen ist.

51 Gem. § 15 sollen das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und das Bundesministerium der Finanzen gemeinsam ermächtigt werden, die Anforderungen an die Gewährleistung des Einsichtsrechts gem. § 10, den Kreis der Einsichtsberechtigten und die Konkretisierung des besonderen berechtigten Einsichtsinteresses durch gemeinsame Rechtsverordnung zu regeln.

52 Es geht bei diesem Einsichtsrecht um die Abgrenzung des Datenschutzes, immerhin eines wesentlichen Aspekts des informationellen Selbstbestimmungsrechts. Da die Verordnungsermächtigung keine weiteren Angaben zu „Inhalt, Zweck und Ausmaß der erteilten Ermächtigung“ (Artikel 80 Abs. 1 GG) enthält, erscheint die Wirksamkeit dieser Ermächtigung zweifelhaft. Es ist auch darauf zu achten, dass nicht nur die Anforderungen an eine Verordnungsermächtigung, sondern auch die substantiellen Anforderungen an derartige Auskunftsansprüche gewahrt sein müssen; dazu zuletzt Bundesverfassungsgericht vom 27. Mai 2020 1BvR 1873/13.

Zu § 12:

- 53 Abs. 1 könnte ersatzlos gestrichen werden, da sich der Regelungsgehalt von Abs. 1 bereits aus §§ 2 Abs. 1, 4 Abs. 1 und 10 eWpG-E ergibt. Sofern § 12 Abs. 1 eWpG-E beibehalten wird, sollte wie folgt vereinfacht werden:

„Das zentrale Register über elektronische Wertpapiere dient der zentralen Eintragung ~~und Publizität~~ von elektronischen Wertpapieren gem. den nachfolgenden Bestimmungen.“

- 54 Die Ausführungen in der Begründung zu § 12 Abs. 2, wonach „[d]ie Sammeleintragung direkt beim Zentralverwahrer als registerführenden Stelle ... zu einem Effizienzgewinn führen [sollte], der die Transaktionskosten insgesamt verringert“, sollten überprüft werden. Ob die Eintragung einer Emission in dem bei Clearstream Banking AG geführten zentralen Register über elektronische Wertpapiere gegenüber dem Ausstellen einer Globalurkunde über eine Emission und deren Hinterlegung bei Clearstream Banking AG grundsätzlich zu einer (signifikanten) Verringerung der Transaktionskosten führt, wird sich noch zeigen müssen. Effizienzgewinne dürften sich primär dort ergeben, wo zentralverwahrte Inhaberglobalurkunden für Zwecke der grenzüberschreitenden Girosammelverwahrung und des grenzüberschreitenden Effektengiroverkehrs entsprechend der derzeitigen Praxis zusätzlich in ein Register eingetragen werden müssen.
- 55 Bei § 12 Abs. 3 stellt sich gleichfalls die Frage nach dem Regelungsbedürfnis. Gem. § 2 eWpG-E stehen in einem zentralen Register über elektronische Wertpapiere eingetragene Wertpapiere solchen gleich, die in einer Urkunde verbrieft sind. Dementsprechend sind sie auch für Zwecke des Effektengiroverkehrs gleich zu behandeln. Sollte die Regelung beibehalten werden, sollte zumindest die Begründung den Hinweis enthalten, dass es sich um eine rein deskriptive (klarstellende) Bestimmung handelt.

Zu § 13:

- 56 In Satz 1 soll – anders als in § 17 – die Angabe des Gesamtemissionsvolumens und des Nennbetrags gefordert werden. Es gibt jedoch zum Beispiel bei Optionsscheinen und zahlreichen Zertifikaten weder ein Gesamtemissionsvolumen noch einen Nennbetrag. Gleichwohl handelt es sich bei diesen Instrumenten um Inhaberschuldverschreibungen, die vom eWpG-E erfasst werden sollen. Der DAV schlägt vor, Satz 1 Nr. 2 und 3 zu streichen; andernfalls müssten in Satz 1 die Worte ergänzt werden „sofern anwendbar“.
- 57 Die Begründung zu § 13 Satz 1 Nr. 2 eWpG-E sollte dahingehend ergänzt werden, dass auch ein etwaiger Abschlag vom Nennbetrag (Unterpariemission) bzw. Aufschlag auf den Nennbetrag (Überpariemission) bei der Ausgabe der Wertpapiere anzugeben ist.
- 58 Sofern das durch das elektronische Wertpapier repräsentierte Recht von einem Dritten garantiert wird, sollte auch diese Angabe in das zentrale Register über elektronische Wertpapiere aufgenommen werden. Es wird daher vorgeschlagen, am Ende von Ziff. 4 das Wort „und“ zu streichen und nach Ziff. 4. folgende neue Ziff. 5 einzufügen; die derzeitige Ziff. 5 würde Ziff. 6:

„5. sofern vorhanden, die Garantin des Rechts und den wesentlichen Inhalt der Garantie und“

- 59 Die in der Begründung zu § 5 Abs. 1 eWpG-E enthaltene Anregung, wonach sich eine Verlinkung des Registereintrags mit den Emissionsbedingungen anbietet, sollte direkt in das eWpG übernommen werden. Nach Satz 2 sollte daher folgender Satz 3 angefügt werden:

„Die Registerangaben müssen einen Link zu den niedergelegten Emissionsbedingungen in ihrer jeweils aktuellen Form enthalten.“

Zu § 14:

- 60 Das Erfordernis der „Zustimmung der Berechtigten“ zu jeglicher Änderung der Registerangaben erscheint in zweierlei Hinsicht problematisch: Zum einen gibt es Änderungen, zu denen es keiner gesonderten Zustimmung der Berechtigten bedarf, weil die betreffende Änderung bereits in den Emissionsbedingungen vorgesehen ist oder durch ein Rechtsgeschäft zwischen Emittent und sämtlichen Gläubigern vereinbart wird. Als Beispiel für Ersteres sei die in den Emissionsbedingungen geregelte Schuldnerersetzung genannt, für Letzteres eine Vereinbarung des Emittenten mit wenigen Poolgläubigern zur Abwendung einer Insolvenz. Zum anderen muss der Nachweis der erforderlichen Zustimmung der Berechtigten praxisnah geführt werden können, insbesondere auch durch den Emittenten. Daher sollte die registerführende Stelle Änderungen von Registerangaben dann vornehmen dürfen (und müssen), wenn der Emittent zustimmt und in geeigneter Form nachweist, dass die Zustimmung der Berechtigten vorliegt oder eine solche nicht erforderlich ist. Dies würde dem Vorgehen beim Austausch einer körperlichen Globalurkunde gegen eine geänderte Urkunde entsprechen.
- 61 Des Weiteren sind auch Änderungen der Emissionsbedingungen und gegebenenfalls Registerangaben durch einen Beschluss der Gläubigerversammlung gem. SchVG von der registerführenden Stelle in das Register einzutragen.

§ 14 Abs. 1 eWpG-E sollte daher wie folgt geändert werden:

„Die registerführende Stelle darf, soweit gesetzlich nicht anders bestimmt, Änderungen der Angaben nach § 13 sowie die Löschung einer Eintragung und ihrer niedergelegten Emissionsbedingungen jeweils nur vornehmen mit Zustimmung des Emittenten ~~und der Berechtigten~~ sowie auf Nachweis der von den Berechtigten ermächtigten Stelle, dass die erforderliche Zustimmung der Berechtigten vorliegt oder eine solche nicht erforderlich ist; der Emittent kann als ermächtigte Stelle bestimmt werden. Die

Verpflichtung der registerführenden Stelle zur Eintragung gem. § 21
Abs.2 SchVG (Neu) bleibt unberührt.“

62 In der Begründung zu § 14 Abs. 1 eWpG sollte im dritten Absatz klargestellt werden, dass dann, wenn bei Rückzahlung des geschuldeten Betrags mit Zustimmung des Emittenten die Löschung der Registerangaben erfolgt, auch die niedergelegten Emissionsbedingungen zu löschen sind.

Zu § 16:

63 Die Eintragung in ein Kryptowertpapierregister ist konstitutiv für das Vorliegen eines Kryptowertpapiers, siehe § 4 Abs. 2 eWpG-E. Damit müsste eigentlich auch die Erfüllung der Anforderungen an das Kryptowertpapierregister gem. § 16 Abs. 1 eWpG-E konstitutiv für das Vorliegen eines Kryptowertpapiers sein. Sieht man sich das Zusammenspiel der §§ 16 Abs. 1, 11 Abs. 1 und 21 eWpG-E an, ergibt sich ein unklares Bild. Der Überwachung durch die BaFin unterliegt nur die registerführende Stelle, verantwortlich für die Einhaltung der technischen Anforderungen an das Kryptowertpapierregister ist der Emittent (§ 21 Abs. 1 eWpG-E) und bei fehlender alsbaldiger Abhilfe im Fall der Nichterfüllung der technischen Anforderungen kann die BaFin vom Emittenten die Übertragung auf ein anderes elektronisches Wertpapierregister verlangen (§ 21 Abs. 2 eWpG-E).

64 Dies dürfte bedeuten, dass zumindest die vorübergehende Nichterfüllung der technischen Anforderungen an das Kryptowertpapierregister an der Eigenschaft von Wertpapieren als Kryptowertpapiere nichts ändert. Im Übrigen wird sich wohl die registerführende Stelle Gewissheit über die Erfüllung der technischen Anforderungen an das Kryptowertpapierregister verschaffen und gegebenenfalls der BaFin Auskunft erteilen müssen. Anders ist kaum vorstellbar, wie die BaFin ein entsprechendes Monitoring von Kryptowertpapierregistern durchführen und gegebenenfalls ihre Eingriffsbefugnis gegenüber dem Emittenten sollte ausüben können. Auch bleibt unklar, ob im Hinblick auf die technischen Anforderungen an das Kryptowertpapierregister eine materielle Prüfung durch die BaFin stattfinden soll oder diese sich auf entsprechende Bestätigungen durch den Emittenten und die registerführende Stelle stützen wird. Es wäre hilfreich, wenn zu den vorgenannten Punkten zumindest in der Begründung zum eWpG Klarstellungen

erfolgen würden. Es ist auch nicht ersichtlich, ob und inwiefern die gem. § 23 eWpG-E gegebenenfalls zu erlassenden Verordnungen zu den genannten Punkten Konkretisierungen enthalten sollen.

- 65 Ausweislich der Begründung zu § 16 eWpG-E sind die Anforderungen an das Aufzeichnungssystem bewusst technikneutral gefasst. Zwar sollen dafür nach dem derzeitigen Stand der Technik primär Distributed Ledger Technologien in Betracht kommen, jedoch keineswegs feststehen, dass Aufzeichnungssysteme auf Basis dieser Technologie die gesetzlichen Anforderungen an Kryptowertpapierregister erfüllen. Soweit und sobald möglich, sollte im Interesse der Rechtssicherheit und der Akzeptanz von Kryptowertpapieren am Markt eine Beschreibung von den Anforderungen genügenden Technologien oder Technologiestandards als nicht abschließende Regelbeispiele von der BaFin öffentlich zugänglich gemacht und regelmäßig aktualisiert werden.

Zu § 17:

- 66 Im Hinblick auf garantierte Rechte gilt die gleiche Anmerkung wie zu § 13 Satz 1 eWpG-E.
- 67 Hinsichtlich der Rechte Dritter sollte in der Begründung zu § 13 Satz 1 Ziff. 6 eWpG klargestellt werden, dass sämtliche rechtsgeschäftlich bestellten Pfandrechte, also etwa auch des AGB-Pfandrecht von Banken und Sparkassen, der Eintragung bedürfen, während gesetzliche Pfandrechte mangels Verfügung nicht unter § 24 eWpG fallen, ohne Eintragung entstehen und damit auch nicht eintragungspflichtig sind.

Zu § 18:

- 68 Am Ende sollte folgender Satz 2 angefügt werden:

„Die Verpflichtung der registerführenden Stelle zur Eintragung gem. § 21 Abs.2 SchVG (Neu) bleibt unberührt.“

Zu § 19:

- 69 Es wird angeregt, diese Bestimmung zu streichen, da sie unnötigen bürokratischen Aufwand verursacht und einen Teil der mit elektronischen Wertpapieren angestrebten Effizienzgewinne wieder zunichtemacht. Verbraucher – d.h. natürliche Personen, die nicht gewerblich oder im Rahmen ihrer selbständigen beruflichen Tätigkeit investieren (§ 13 BGB) – die Kryptowertpapiere erwerben, werden auch in der Lage sein, von ihrem Recht auf elektronische Einsicht gem. § 10 Abs. 1 eWpG-E Gebrauch zu machen bzw. den elektronischen Bundesanzeiger oder die von der BaFin gem. § 20 Abs. 3 eWpG-E zu veröffentlichende Liste einzusehen. Alternativ könnte man regeln, dass Verbraucher das Recht haben, auf ihre Kosten von der registerführenden Stelle zu verlangen, bei Registeränderung und einmal jährlich jeweils einen Registerauszug in Textform zu erhalten.

Zu § 21:

- 70 Es wird auf die Ausführungen zu § 16 eWpG-E verwiesen (Rn. 63 ff).

Zu §§ 24, 25, 26:

- 71 Es ist zu begrüßen, dass das dem deutschen Recht zugrundeliegende Trennungs- und Abstraktionsprinzip und die dadurch bewirkte Sicherheit des Rechtsverkehrs auch bei Verfügungen über elektronische Schuldverschreibungen beibehalten und umgesetzt wird. Elektronische Wertpapiere, die auf eine Wertpapiersammelbank eingetragen sind (§ 9 Abs. 2), fügen sich grds. nahtlos in das bestehende System von sammelverwahrten Wertpapieren ein. Es liegt deshalb nahe, in der Gesetzesbegründung zu verdeutlichen, dass de facto die §§ 24 bis 27 im Wesentlichen Geltung nur für Kryptowertpapiere in Einzeleintragung gem. § 8 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 entfalten.
- 72 Weiterhin ist noch auf folgendes hinzuweisen: § 3 Abs. 1 könnte so verstanden werden, dass bei Kryptowertpapieren in Sammeleintrag Miteigentumsanteile über Registereintrag übertragen werden können und nicht – wie § 9b DepotG es vorzusehen scheint – nur durch Depotbuchungen. Falls dies so gemeint sein

sollte, müssten jedenfalls die §§ 24 ff. ebenfalls auf diesen Fall Anwendung finden, da sonst für Übertragungen von Miteigentumsanteilen im Register ein schlechterer Schutzstandard gelten würde. Es sollte klargestellt werden, was gemeint ist.

- 73 Nach § 25 Abs. 1 Satz 1 erfolgt die Übertragung durch Umtragung auf Weisung des Berechtigten und Einigung zwischen Veräußerer und Erwerber über den Eigentumsübergang. „Einigung und Übergabe (= Besitzübergang)“ i.S.v. § 929 BGB wird ersetzt durch „Einigung, Weisung des Berechtigten und Umtragung im Register“. Die Eintragung im Register entspricht damit der Innehabung des Besitzes als Träger des Rechtsscheins. Dies sollte im Gesetzestext oder in der Begründung verdeutlicht werden.
- 74 § 26 Nr. 2 fingiert bereits den Inhaber als Berechtigten, jedoch nur im Rahmen des gutgläubigen Erwerbs, und § 27 stellt eine Eigentumsvermutung für den Inhaber auf. § 27 sollte um eine entsprechende Vermutung für den Besitz erweitert werden durch Einfügung des Satzes:

„Der Inhaber eines Kryptowertpapieres gilt als Besitzer“.

- 75 § 25 Abs. 1 Satz 1 verwendet den Begriff der „Umtragung“, der in § 4 Abs. 5 definiert wird als „Austragung des Inhabers ... und Eintragung eines neuen Inhabers“. Dies entspricht nicht der Realität der technischen Abwicklung, insbesondere auf der Blockchain, weil der Veräußerer „registriert“ bleibt und der Erwerber lediglich als „nunmehr Berechtigter“ aufgeführt wird. § 4 Abs. 5 sollte dies zutreffend reflektieren und könnte etwa lauten:

„(5) Umtragung ist die Ersetzung des bisherigen Berechtigten durch einen neuen Berechtigten“.

- 76 Die Gesetzesbegründung zu § 24 verdeutlicht den Grundsatz „keine Verfügung außerhalb des Registers“ durch das Beispiel, dass § 24 bei einer Abtretung nach § 398 BGB ein weiteres gesetzliches Wirksamkeitserfordernis aufstellte. Vermutlich soll dadurch erläutert werden, dass auch bei einer Schuldverschreibung nach § 793 BGB das in ihr verbrieftete Recht ohne die

Urkunde abgetreten werden kann (was sich auf § 24 Nr. 2 bezieht).

Wünschenswert wäre, wenn in der Begründung klarer zum Ausdruck gebracht würde, dass jegliche Verfügungen sowohl über die Urkunde selbst wie über die aus ihr erwachsenden Rechte und Rechte an der Urkunde gemeint sind.

- 77 § 25 adressiert nur die Übereignung des elektronischen Wertpapiers, nicht jedoch die Begründung und Übertragung von Rechten an dem elektronischen Wertpapier oder an den Rechten aus ihm. Das Gesetz sollte ausdrücklich vorgeben, dass die §§ 25, 26 insoweit entsprechend gelten (statt zu schweigen).
- 78 § 26 Nr. 3 fingiert, dass ein Vertreter eines im Register Eingetragenen als bevollmächtigt gilt und § 26 Nr. 5 fingiert, dass Veräußerer und Vertreter geschäftsfähig sind. Damit wird der Verkehrsschutz über den Schutz von Minderjährigen und Geschäftsunfähigen gestellt und das Kryptowertpapier gegenüber anderen elektronischen Wertpapieren oder verbrieften Wertpapieren einseitig bevorzugt. Ein Kreditinstitut, das klassische Wertpapiergeschäfte mit Minderjährigen oder Geschäftsunfähigen tätigt, wird nicht entsprechend geschützt. Gleichmaßen aus dem geltenden gesetzlichen Rahmen fällt der Schutz des guten Glaubens in eine rechtsgeschäftliche Vollmacht, denn ein Vertreter ist nicht im Register eingetragen. Auch dies stellt wiederum eine einseitige Bevorzugung von Kryptowertpapieren dar. Zudem geht der Schutz eines Erwerbers vor einem Diebstahl eines „private key“ und dessen Verwendung über § 935 BGB hinaus, weil gerade kein Inhaberpapier, sondern eine individuelle Registereintragung übertragen wird. § 26 Nr. 3 und Nr. 5 sollten ersatzlos gestrichen werden.
- 79 Zudem wird durch § 32 nicht klargestellt, ob deutsches Recht auch auf die Bevollmächtigung eines ausländischen Vertreters eines ausländischen Berechtigten Anwendung findet und deutsches Personenstandsrecht (Volljährigkeit) das insoweit ggfls. entgegenstehende ausländische Recht verdrängen soll; siehe unten Rn. 82 ff.

Zu § 27:

- 80 § 27 sieht eine Eigentumsvermutung für den Inhaber des elektronischen Wertpapiers vor. Der Entwurf lässt offen, ob dies auch für Rechte an einem elektronischen Wertpapier, die in das Wertpapierregister eingetragen sind, gilt. Es sollte ein weiterer Absatz in § 27 eingefügt werden, der eine entsprechende Regelung vorsieht.

Zu § 28:

- 81 Nach § 28 Abs. 1 kann der Inhaber einer elektronischen Schuldverschreibung vom Emittenten die versprochene Leistung verlangen. Als Inhaber ist in § 3 Abs. 2 jedoch fälschlich die registerführende Stelle genannt. Ohne die in Rn. 18 vorgeschlagene Ergänzung könnte der wirtschaftlich Berechtigte (= Inhaber des Miteigentumsanteils) seine Rechte nicht geltend machen. Eine „verdrängende“ Inhaberstellung kann nicht gewollt sein, weshalb § 3 ergänzt werden sollte. Dies soll allerdings nicht ausschließen, dass – wie es der Praxis entspricht – in den Emissionsbedingungen eine befreiende Leistung an den Zentralverwahrer vorgesehen sein kann.

Zu § 32:

- 82 Nach dieser kollisionsrechtlichen Vorschrift soll für Rechte an einem elektronischen Wertpapier und Verfügungen darüber das Recht des Staates gelten, dessen Aufsicht die registerführende Stelle unterliegt. Dies liegt aus den in der Begründung des RefE genannten Gründen zunächst nahe.
- 83 Die Vereinbarkeit von § 32 eWpG-E mit Artikel 14 der Rom-I-VO dürfte insoweit gegeben sein, als bislang weitgehend Einigkeit darüber bestand, dass die Verordnung nicht auf handelbare Wertpapiere anwendbar ist (vgl. Art. 1 Abs. 2 lit. d) Rom-I-VO) und (zumindest) auf dem „Top-Level“ der Verwahrsysteme der Grundsatz „*lex libri sit*“ gilt. Allerdings verbleiben Unwägbarkeiten: Angesichts der Entmaterialisierung der elektronischen Wertpapiere kann man durchaus darüber streiten, ob die elektronischen Wertpapiere i.S.d. IPR nicht einfach nur Forderungen sind. Zwar fingiert § 2 Abs. 3 eWpG-E, dass die elektronischen

Wertpapiere Sachen sind. Ob diese Fiktion aber anerkannt wird, ist schon eine Frage des anwendbaren Rechts. In der Sache sind die Wertpapiere Forderungen gegen den Emittenten, so dass es kollisionsrechtlich um Rechte an solchen Forderungen und Verfügungen darüber geht. Diesem Dilemma wird man wohl nur dann entgehen können, wenn man sich (in einem zweiten gesetzgeberischen Schritt) von der derzeitigen Dogmatik abwendet und – z.B. dem Modell des schweizerischen Bucheffektengesetzes folgend – elektronische Wertpapiere als Vermögensrechte eigener Art klassifiziert, die aus Verkehrsschutzgründen in vielerlei Hinsicht wie Sachen behandelt werden.

- 84 Das so nach § 32 begründete Wertpapiersachstatut regelt dann auch die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs von Inhaberwertpapieren. Ebenso unterliegen dem Wertpapiersachstatut Rechtsvermutungen wie etwa § 1006 BGB, sofern sie sich auf die dingliche Rechtslage beziehen. Zweifel bestehen allerdings, ob davon auch Regelungen der Vollmacht und der Volljährigkeit umfasst sein können (vgl. Art. 7, 8 und 43 EGBGB (i.V.m. Art. 1 Abs. 2 lit. d) und g) Rom-I-VO bzw. Art. 1 Abs. 2 lit. c) Rom-II-VO). Insoweit sind aber die diesbezüglichen Regelungen zum guten Glauben an die Bevollmächtigung und uneingeschränkte Geschäftsfähigkeit in § 26 eWpG-E bedenklich (s. Anmerkungen oben unter Rn. 78).
- 85 Fraglich ist schließlich, ob die oben erwähnte Sonderregelung für den Effekten giroverkehr in § 17a DepotG – ungeachtet der bekannten erheblichen Anwendungsschwierigkeiten – nicht auch angepasst werden müsste. Von ihrem Anwendungsbereich sind die elektronischen Wertpapiere ebenso wenig wie die vom Bund emittierten Schuldbuchforderungen erfasst. Zumindest außerhalb der Kryptowertpapiere kommt den Eintragungen im Wertpapierregister bei Verfügungen keine *rechtsbegründende Wirkung* i.S.v. § 17a DepotG zu. Nach der ersten Eintragung in das zentrale Register sollen die elektronischen Wertpapiere „zur Abwicklung durch Einbuchung im Effekten giro bei dem Zentralverwahrer erfasst“ werden (§ 12 Abs. 3). Anschließend Übertragungen vollziehen sich dann (weiterhin) nach den sachenrechtlichen Vorschriften der §§ 929 ff. BGB.

Artikel 2 – Änderung der Börsenzulassungs-Verordnung

86 Die Ergänzung einer neuen Nr. 7a in § 48 Abs. 2 Satz 2 BörsZulVO trägt den Besonderheiten der elektronischen Wertpapiere Rechnung, bei denen die Ausgabe einer Sammelurkunde durch den Eintrag in das zentrale Register ersetzt ist.

- Zu Recht geht der Entwurf in lit. a) davon aus, dass nur zentral im Rahmen einer Sammelverwahrung verwahrte elektronische Wertpapiere der Börsenzulassung zugänglich sind. Da jedoch nicht völlig ausgeschlossen erscheint, dass der registerführende Zentralverwahrer und die Wertpapiersammelbank, auf deren Namen die Gesamtemission eingetragen ist, auseinanderfallen, sollte aber auch der Name des Zentralverwahrers anzugeben sein.
- Der unter lit. b) geregelte Wechsel von einer Einzeleintragung in eine Sammeleintragung bereitet die Börsenzulassung vor. Die Regelung knüpft insoweit an § 8 Abs. 3 eWpG-E an, der § 7 Abs. 6 BSchuWG nachgebildet ist. Da eine Einzeleintragung nur den Kryptowertpapieren offen steht (§ 8 Abs. 2 WpG-E), müsste mit dem Wechsel der Eintragungsform für eine Börsenzulassung nach den Grundannahmen in § 48 Abs. 2 Satz 2 Nr. 7a lit. a) BörsZulV allerdings auch ein Wechsel von einem dezentralen Kryptowertpapierregister (§ 16 eWpG-E) in ein zentrales Wertpapierregister (§ 12 eWpG-E) verbunden sein. Wie dies vonstattengehen soll, wird nicht geregelt. § 22 eWpG-E betrifft nur den Wechsel von einem Kryptowertpapierregister in ein anderes Kryptowertpapierregister auf Antrag des Emittenten, der der Zustimmung aller Inhaber bedarf. Müssten einem Wechsel in die Sammeleintragung für Zwecke der Börsenzulassung nicht auch alle Inhaber zustimmen? Anderenfalls würde eine einheitliche Emission von Kryptowertpapieren aufgespalten in zwei unterschiedlich registrierte Teilemissionen.

Artikel 3 – Änderung des WpPG

87 Der neue Abs. 3a in § 4 WpPG-E soll das Wertpapierprospektgesetz um spezifische Regelungen für digitale und nicht verbrieft Wertpapiere ergänzen. Naturgemäß kann der deutsche Gesetzgeber dies nur für den sehr kleinen Teil des Prospektrechts vornehmen, das nicht von der unmittelbar geltenden EU-ProspektVO geregelt wird (Kleinstemissionen auf Grundlage eines Wertpapier- Informationsblatts). Teilweise ist die vorgeschlagene Regelung durchaus kritisch zu sehen:

- Der Gesetzgeber geht mit der Ergänzung über den Anwendungsbereich des eWpG hinaus und will auch digitale und nicht verbrieft Wertpapiere, die keine elektronischen Wertpapiere i.S.d eWpG sind, einbeziehen. Begründet wird diese punktuelle Ausdehnung mit dem „aufsichtsrechtlichen“ Wertpapierbegriff, der der EU-ProspektVO zugrunde liege und enger sei, als der zivilrechtliche Wertpapierbegriff, an den das eWpG anknüpfe. Dies leuchtet nicht ein. Zum einen würde man zunächst annehmen, dass nach Inkrafttreten des eWpG gerade keine Teilmenge digitaler unverbriefter „Wertpapiere“ mehr verbleibt (die Begründung spricht insoweit ohne nähere Beschreibung von „Wertpapier-Token“), für die die neuen rechtlichen Rahmenbedingungen des eWpG nicht gelten. Zum anderen sind – mit guten Gründen – Wertpapiere nach der EU-ProspektVO nur am Kapitalmarkt handelbare Instrumente, die gutgläubig erworben werden können. Dies ist bei den bislang zu beobachtenden unverbrieften „tokenisierten Schuldverschreibungen“ nicht der Fall, da diese nur im Wege der Abtretung übertragen werden können. Der kapitalmarkttypische Verkehrsschutz ist bei dieser Übertragungsform jedoch nicht gewährleistet, da kein Gutgläubenserwerb möglich ist und ein Einwendungsdurchgriff stattfindet. Die zweite Alternative des § 4 Abs. 3a WpPG-E ist daher zu streichen.
- Es darf bezweifelt werden, ob für die elektronischen Wertpapiere i.S.d. eWpG die Notwendigkeit besteht, in einem Wertpapier- Informationsblatt Angaben zur technischen Ausgestaltung des Wertpapiers, zu den dem Wertpapier zugrunde liegenden Technologien sowie zur Übertragbarkeit

und Handelbarkeit des Wertpapiers an den Finanzmärkten zu machen. Die Bestimmungen des eWpG zu den Pflichten der registerführenden Stellen, zur Übertragbarkeit und zum Gutgläubensschutz sowie die Verordnungsermächtigung zur Sicherstellung des jeweiligen Stands der Technik sollen dies ja gerade sicherstellen. Wenn dies zutrifft, sollte eine individuelle Beschreibung entbehrlich sein. Die Beschreibung der einzelnen technologischen Einzelheiten dürfte den durchschnittlichen Anleger in der Regel auch überfordern. Seine Anlageentscheidung muss im Vertrauen auf die allgemeine systemische Sicherheit elektronischer Wertpapiere aufgrund der Regelungen des eWpG und nicht einer Prospektbeschreibung des Emittenten getroffen werden können. Es sollte daher genügen, auf die Begebung als elektronisches Wertpapier, die jeweilige Unterform und die registerführende Stelle hinzuweisen.

Artikel 4 – Änderung des DepotG

Zu § 1 Abs. 1 Satz 2 DepotG-E:

88 Durch den neu eingefügten Satz soll klarstellend festgehalten werden, dass sich der Anwendungsbereich des DepotG auf elektronisch begebene Wertpapiere erstreckt. Diese Klarstellung dürfte an sich entbehrlich sein, zumal § 9 Abs. 1 eWpG-E bereits anordnet, dass elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung als Wertpapiersammelbestand gelten. Soweit die Begründung des RefE (S. 73) zur Ergänzung des § 1 DepotG ausführt, es könne nicht ausgeschlossen werden, dass auch elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung (also Kryptowertpapiere!) im Sinne des Depotgesetzes verwahrt werden können, ist nicht recht einsichtig, wie dies geschehen kann. Die rechtliche Konzeption der Verwahrung scheint mit der technologischen Realität eines Kryptowertpapiers in Einzeleintragung nur schwer vereinbar zu sein, bei der die Übertragung zwischen den Personen unmittelbar über die Blockchain vollzogen wird.

Zu § 6 Abs. 2 DepotG-E:

89 Zu begrüßen ist der ausführlich begründete neue Abs. 2 in § 6 DepotG, in dem erstmals gesetzlich eine Depotbescheinigung zur Rechtsausübung eingeführt wird. Über die Verweise in §§ 9a, 9b DepotG gilt dies auch für in Sammelurkunden verbriefte Wertpapiere sowie für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung. Auch für die prozessuale Geltendmachung im Urkundsprozess (§§ 592 ff. ZPO) sollte diese Depotbescheinigung genügen. Urkunde i.S.d. ZPO ist nämlich jede Verkörperung einer Gedankenerklärung in Schriftzeichen, gleichgültig ob diese öffentlich oder privat, handschriftlich, maschinell erstellt oder unterschrieben sind. Der in Schriftform ausgestellte Auszug über den Anteil am Sammelbestand genügt dem ohne weiteres. Zu prüfen wäre aber, ob die nach § 372 BGB mögliche Hinterlegung von Wertpapieren der Änderung in den Hinterlegungsgesetzen der Länder bedarf, wenn sie sich zukünftig auch auf elektronische Wertpapiere erstreckt.

Zu § 9b Abs. 2 DepotG-E:

90 In Abs. 1 ist unklar, welche elektronischen Wertpapiere hier gemeint sind. Der DAV geht davon aus, dass es ausschließlich um Kryptowertpapiere im Sammeleintrag geht, da die elektronischen Wertpapiere im engen Sinn ohnehin auf den Namen eines Zentralverwahrers eingetragen werden und nach § 12 Abs. 3 in das Effekten giro einbezogen werden, so dass das DepotG zur Gänze Anwendung findet. Offenbar soll durch diese Bestimmung eine Art zulässige Haussammelverwahrung eigener Art statuiert werden. Zumindest scheint eine Klarstellung angeraten.

91 Bei dem in Abs. 2 geregelten Anspruch auf „Einzeleintragung“ erscheint zweifelhaft, ob die damit verbundene „Aufspaltung“ einer einheitlichen Emission in elektronische Wertpapiere und Kryptowertpapiere (nur sie sind nach § 8 Abs. 2 WpG-E der Einzeleintragung zugänglich) praktikabel ist. Jedenfalls sollten die Emissionsbedingungen, wie am Ende des Absatzes eröffnet, entsprechende (dies ausschließende) Regelungen enthalten.

Artikel 5 – Änderung des Schuldverschreibungsgesetzes

Änderungen im SchVG sind erforderlich, wo auf eine Urkunde oder Verbriefung abgestellt wird.

Zu § 2 Abs. 2 SchVG-E:

92 Ausweislich der Begründung des RefE (S. 75) enthält der neue Abs. 2 aus Gründen der besseren Verständlichkeit Regelungen zur Zugänglichmachung und zur Änderung der Bedingungen des elektronischen Wertpapiers, die sich im Grunde bereits aus § 5 Abs. 1 und 2 (gemeint ist wohl Abs. 3) eWpG-E ergeben. Wünschenswert wäre insoweit, wenn der Wortlaut der Bestimmungen besser aufeinander abgestimmt würde:

- So empfiehlt es sich, in beiden Gesetzen einheitlich entweder von „Emissionsbedingungen“ (so derzeit das eWpG-E) oder von „Anleihebedingungen“ (so das SchVG) zu sprechen. Letzterer bietet sich an, zumal es entgegen der Begründung des RefE (S. 43) nicht zutrifft, dass der Begriff der „Emissionsbedingungen“ bei späterer Erstreckung des Anwendungsbereichs des eWpG auf Aktien eine terminologische Anpassung erspart. Dieser Begriff ist der Aktie fremd. In ihrem Fall sollte man schon ausdrücklich die Satzung des Emittenten in Bezug nehmen.
- In Anlehnung an den derzeitigen Wortlaut des § 2 SchVG sollen Änderungen der Bedingungen erst wirksam werden, wenn sie in den bei der registerführenden Stelle zugänglichen Anleihebedingungen „vollzogen worden sind“. Demgegenüber bedürfen Änderungen nach § 5 Abs. 3 eWpG-E „zu ihrer Wirksamkeit der Niederlegung bei der registerführenden Stelle“. Gemeint ist wohl dasselbe oder – wie die Begründung (S. 45) es formuliert – dass die Änderung „durch die Niederlegung bei der registerführenden Stelle vollzogen“ wird. Dann sollte man es in beiden Gesetzen auch einheitlich formulieren.

Zu § 21 Abs. 2 SchVG-E:

- 93 § 21 Abs. 2 SchVG-E enthält eine Regelung zur Vollziehung von Gläubigerbeschlüssen, die die Anleihebedingungen abändern. Dazu soll der Versammlungsleiter der registerführenden Stelle den Beschlussinhalt mit dem Ersuchen übermitteln, die eingereichten Dokumente den vorhandenen Dokumenten in geeigneter Form beizufügen. Angesichts der Nähe zu der Regelung in § 5 Abs. 4 eWpG-E fragt sich, ob die notwendige Form in § 21 Abs. 2 SchVG-E so offenbleiben kann oder man nicht auch hier eine „beständige Form mit der Möglichkeit einer beliebig wiederholbaren Kenntnisnahme“ verlangen sollte.
- 94 In der Begründung könnte zudem klargestellt werden, dass der Vollzug im Register nicht nur den Inhalt der Emissionsbedingungen erfasst, sondern die registerführende Stelle nach § 14 eWpG-E auch die wesentlichen Angaben in § 13 Nr. 1-3 eWg-E ändert, soweit diese von den Änderungen der Anleihebedingungen betroffen sind.