



**Stellungnahme zum Referentenentwurf für ein
Gesetz über elektronische Wertpapiere
(eWpG)**

Wien, am 14.09.2020

Sehr geehrte Damen und Herren,

bezugnehmend auf Ihre Nachricht vom 10. August nehme ich wie folgt zum Referentenentwurf für ein Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) Stellung. Diese Stellungnahme wird auch als Beitrag unter dem Titel „Zeitenwende im Wertpapierrecht – Der Referentenentwurf für ein Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG)“ in der Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarkt (BKR) im 9. Heft des 20. Jahrgangs (2020) erscheinen.

I. Einleitung

Im Jahr 1942 schrieb der damalige Chefsyndikus der Deutschen Bank und geistige Vater des Depotgesetzes, *Georg Opitz*, dass

*„sich im Girosammelverkehr die Wertpapierurkunde überlebt hat. Vor Jahrhunderten einmal hat man angefangen, Rechte zu verbriefen. ... Aber dieser Versinnbildlichung und Verkörperlichung bedürfen wir nicht mehr. ... Zeigt es sich, daß der Effekten giroverkehr, von der technischen Seite betrachtet, auch ohne das Drucken von Wertpapierurkunden auskommt, so braucht man nicht aus juristischen Gründen an der althergebrachten Verbriefung festzuhalten“.*¹

¹ Opitz, Die Vervollkommnung des Effektenverkehrs, abgedruckt in: *ders.*, Fünfzig Depotrechtliche Abhandlungen. Sammelband, 1954, S. 494, 512 f.

Wertpapiere ohne Urkunden kennt das Kapitalmarktaufsichtsrecht schon seit langem.² Im Zivilrecht waren sie bislang jedoch nur bei Schuldbuchforderungen des Bundes zugelassen.³ Für alle anderen Kapitalmarktpapiere musste zumindest eine Globalurkunde ausgestellt werden.

Ein am 11. August 2020 von dem Bundesministerium für Justiz und für Verbraucherschutz und dem Bundesministerium für Finanzen veröffentlichter Referentenentwurf soll dies nun ändern. Dieser enthält in seinem Artikel 1 ein Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG). Dessen 33 Paragraphen sehen erstmals auch für private Emittenten die Möglichkeit vor, ein komplett unkörperliches Wertpapier zu begeben.⁴ Damit könnte *Georg Opitz* doch noch recht behalten. Er hatte vorausgesagt, dass das Beispiel der damals eingeführten Reichsschuldbuchforderung Schule machen werde, denn es sei nicht einzusehen, „warum es nicht möglich sein soll, dass auch andere Werte des Börsenverkehrs – Aktien wie Schuldverschreibungen – unverbriefelt bleiben“⁵. Beinahe 80 Jahre später wird dieser Gedanke nun – zunächst für Inhaberschuldverschreibungen, potentiell aber auch für Aktien und andere Finanzinstrumente – in die Tat umgesetzt.

Äußerer Anlass für den Entwurf war die Blockchain-Strategie der Bundesregierung.⁶ Diese mutmaßte, dass durch die Begebung von Wertpapieren auf einer Blockchain die Durchführung und Abwicklung von Wertpapiergeschäften schneller und kostengünstiger als bislang erfolgen könne.⁷ Allerdings sei dies zivilrechtlich derzeit nicht möglich. Als Abhilfe wurde geplant, das deutsche Recht für elektronische Wertpapiere zu öffnen.⁸ Erste Umriss der Reform definierte ein im März 2020 veröffentlichtes Eckpunktepapier der beiden beteiligten Ministerien.⁹

² Siehe § 2 Abs. 1 WpHG („auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind“).

³ Siehe § 6 Abs. 1 Bundesschuldenwesengesetz v. 12. Juli 2006, BGBl. I S. 1466.

⁴ Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und Bundesministerium der Finanzen, Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, erhältlich unter https://www.bmju.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_Einfuehrung_elektr_Wertpapiere.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (zuletzt besucht am 19.8.2020).

⁵ Opitz, Wertrechte und Wertpapiere, abgedruckt in: *ders.*, Fünfzig Depotrechtliche Abhandlungen. Sammelband, 1954, S. 426, 442.

⁶ Bundesregierung, Blockchain-Strategie. Wir stellen die Weichen für die Token-Ökonomie, 19.9.2019, BT-Drucks. 19/13433.

⁷ A.a.O., S. 6.

⁸ Ebda.

⁹ Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und Bundesministerium der Finanzen, Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token. Digitale Innovationen ermöglichen – Anlegerschutz gewährleisten, 19.9.2020, erhältlich unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilu

Um es vorab zu sagen: Die Innovation des Referentenentwurfs liegt nicht allein und vielleicht nicht einmal primär in der Einführung von Wertpapieren, die auf der Blockchain übertragen werden. Diese sind zwar Teil des Entwurfs; notwendig dazu und entscheidend ist aber der vorhergehende Schritt, nämlich die Einführung elektronischer Wertpapiere, die auch namensgebend für das geplante Gesetz werden sollen. Dieser erste Schritt führt zur *Entmaterialisierung* von Wertpapieren. Mit ihr holt Deutschland – endlich – gegenüber Rechtsordnungen auf, die diese schon eingeführt hatten, lange bevor die Blockchain auch nur erdacht wurde. In Frankreich etwa wurden Wertpapiere bereits im Jahr 1984 komplett entmaterialisiert, im Vereinigten Königreich werden diese seit 1996 in einer vollelektronischen Datenbank (CREST) gespeichert, und die Schweiz hat elektronische „Bucheffekten“ im Jahr 2009 zugelassen.¹⁰

Allerdings ist Entmaterialisierung nicht gleich Entmaterialisierung. Hinter diesem Schlagwort können sich ganz unterschiedliche Konzepte verbergen. Tatsächlich erweist sich der deutsche Vorschlag im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen als ungewöhnlich zaghaft, wie im Folgenden zu diskutieren ist.

II. Anwendungsbereich: Beschränkte Entmaterialisierung

1. Optionalität

Das erste Charakteristikum des Referentenentwurfs ist, dass er nicht alle zukünftigen Emissionen erfassen soll. Geplant ist keine zwangsweise Entmaterialisierung des Effektengiroverkehrs; vielmehr können auch weiterhin Urkunden – Sammel- oder Einzelurkunden – ausgestellt werden. Dem Emittenten wird damit ein Wahlrecht zwischen körperlichen und elektronischen Wertpapieren eingeräumt.¹¹

Das mag im Sinne größtmöglicher Liberalität zu begrüßen sein, jedoch bringt ein solcher Ansatz große Komplexität mit sich. Die höchsten Effizienzgewinne entstehen aus einer vollständigen Entmaterialisierung. Welche berechtigten Bedürfnisse mit der Ausstellung papierner Urkunden in der heutigen Zeit noch verfolgt werden könnten, ist

[ngen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2019-03-07-Eckpunktepapier-Wertpapiere-Krypto-Token/2019-03-07-Eckpunktepapier-regulatorische-Behandlung-elektronische-Wertpapiere-Krypto-Token.pdf?_blob=publicationFile&v=3](#) (zuletzt besucht am 19.8.2020).

¹⁰ Rechtsvergleich bei Lehmann, Finanzinstrumente, 2010, S. 61-90.

¹¹ RefE (Fn 4), S. 25.

nicht ersichtlich; so kommt das französische Recht beispielsweise schon seit vier Jahrzehnten ohne sie aus. Allerdings kann man die Position des Entwurfs zumindest damit rechtfertigen, die Praxis nicht mit einer zwangsweisen Reform überfordern zu wollen.

Immerhin soll dem Emittenten Wahlfreiheit auch für bereits bestehende Urkunden eingeräumt werden: Er kann ein durch Sammelurkunde begebenes Wertpapier jederzeit und ohne Zustimmung der Berechtigten durch ein inhaltsgleiches elektronisches Wertpapier ersetzen (§ 6 Abs. 3 eWpG-E). Das könnte zu einer schnellen Entmaterialisierung führen, wenn der Markt sich von der Notwendigkeit der Verwahrung körperlicher Urkunden befreien will.

Eine Ausnahme gilt für die Umstellung von Papierurkunden auf Kryptowertpapiere, denn diese bedarf einer ausdrücklichen Zustimmung des Berechtigten (§ 6 Abs. 4 eWpG-E). Auch die Rückkehr vom elektronischen zum herkömmlichen Wertpapier ist nur bei Zustimmung aller Berechtigten erlaubt (§ 6 Abs. 2 eWpG-E).

2. Inhaberschuldverschreibungen

Sachlich ist der Entwurf auf Inhaberschuldverschreibungen beschränkt.¹² Eine Öffnung für weitere Arten von Wertpapieren soll zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen.¹³

Unter anderem ist die elektronische Aktie (noch) nicht vorgesehen. Zur Begründung wird auf die erheblichen gesellschaftsrechtlichen Auswirkungen der Entmaterialisierung von Aktien abgestellt, u.a. für die Gründung der Gesellschaft, die Ausgabe der Aktien, deren Übertragung an den internationalen Kapitalmärkten oder die Einberufung der Hauptversammlung.¹⁴ Außerdem wird auf die gerade umgesetzte zweite Aktionärsrechte-Richtlinie verwiesen, an die sich die Praxis noch anpassen müsse.¹⁵

¹² Interessanterweise sagt der Entwurf nicht, ob es sich dabei um Inhaberschuldverschreibungen handeln muss, die deutschem Recht unterliegen. Die kollisionsrechtliche Regelung des § 32 eWpG-E betrifft nur das auf das Recht am Wertpapier anzuwendende Recht (das sog. Wertpapiersachstatut), aber nicht die Rechtsordnung, welche das Recht aus dem Papier bestimmt (das sog. Wertpapierrechtsstatut). Grundsätzlich können daher aus deutscher Sicht auch ausländischem Recht unterliegende Forderungen Gegenstand eines deutschen elektronischen Wertpapiers sein. Nach hM setzt dies allerdings voraus, dass das ausländische Forderungsstatut die Verbriefung zulässt, siehe Staudinger/*Mansel* (2015) Anhang zu Artikel 43 EGBGB Rn. 25, 72.

¹³ RefE (Fn 4), S. 25.

¹⁴ A.a.O., S. 36.

¹⁵ Ebda.

Die Begründung des Referentenentwurfs ist nicht frei von Zweifeln. Warum die in einem Tresor lagernde Globalurkunde die Gründung einer Aktiengesellschaft oder die Einberufung der Hauptversammlung erleichtern soll, ist kaum zu verstehen. Auch dürfte die Übertragung unverbriefter Aktien an den internationalen Kapitalmärkten eher einfacher denn schwieriger sein als die verbrieft, verzichten doch die meisten anderen Rechtsordnungen bereits auf körperliche Urkunden.

Erst recht nicht einzusehen ist, warum andere Finanzinstrumente wie Derivate, Investmentanteilsscheine oder Vermögensanlagen nicht aufgenommen wurden. Die vom Regierungsentwurf für Aktien genannten Hindernisse stellen sich bei diesen in aller Regel nicht.¹⁶ Indem man sich in der Grundkonzeption allein an der Inhaberschuldverschreibung ausrichtet, wird diese unweigerlich zum Modell für die anderen elektronischen Wertpapiere. Ein Gesetz aus einem Guss für alle kapitalmarktgehandelten Finanzinstrumente, wie es etwa in der Schweiz existiert, wird dadurch verhindert.

3. Ausschluss von Namens- und Orderpapieren

Nach Ansicht der beteiligten Ministerien soll eine weitere Öffnung für andere Arten von Inhaberpapieren als der Inhaberschuldverschreibung jedoch rechtssetzungstechnisch problemlos möglich sein.¹⁷ Elektronische Namens- und Orderpapiere sind dagegen nicht vorgesehen, da ein praktisches Bedürfnis für diese derzeit nicht ersichtlich sei.¹⁸ Dies steht jedoch im Widerspruch zur Bedeutung der Namensaktie, die heute die Standardverbriefungsart von Beteiligungen an Aktiengesellschaften ist.¹⁹ Voraussichtlich muss das Gesetz daher doch grundlegend umgestellt werden, wenn es künftig auch elektronische Aktien erlauben soll.

¹⁶ Eine Ausnahme könnte für Anteile an Investmentaktien- und -kommanditgesellschaften gelten, doch greift für diese weitgehend ein vom AktG abweichendes Sonderrecht, siehe §§ 108-138 KAGB.

¹⁷ RefE (Fn 4), S. 36.

¹⁸ Ebda.

¹⁹ Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 67 Rn. 2.

III. Konzeption: Behutsame Innovation

1. Festhalten am Wertpapier

Der Referentenentwurf schafft das Wertpapier im Sinne eines körperlichen Gegenstands, dessen Inhaberschaft bestimmte außerhalb seiner liegende Rechte vermittelt, nicht ab. Vielmehr erweitert es den Wertpapierbegriff nur um eine elektronische Variante. Wie die Entwurfsbegründung hervorhebt, wird es auch für die „papierlosen Wertpapiere“ (ein Oxymoron!) bei der Bezeichnung als „Wertpapier“ bleiben, weil diese historisch gewachsen sei.²⁰ Damit solle auch vermieden werden, dass etablierte Begriffe wie „Wertpapierabwicklung“ geändert werden müssen.²¹

Das Festhalten am Begriff des „Wertpapiers“ ist nicht nur eine terminologische Frage, sondern hat grundlegende dogmatische und praktische Folgen. Der Entwurf bleibt bei der bisherigen Konzeption des Wertpapierrechts als Teil des Sachenrechts stehen. Das zeigt sich deutlich an den Rechtsfolgen der Digitalisierung: Die Inhaber der Schuldverschreibungen werden Miteigentümer des elektronischen Wertpapiers.²² Sie erlangen ihre Berechtigung wie bei körperlichen Papieren mittels Einigung und Übergabe im Wege des Geheißerwerbs durch Umstellung des Besitzmittlungswillens des Verwahrers nach § 929 S. 1 BGB.²³ Die Buchung in den Computern der Intermediärsbanken ist weiterhin nicht mehr als ein Indiz für deren Besitzmittlungswillen, obwohl sie in der Realität längst die Funktion der Registrierung erfüllt.

Insgesamt bedeutet der Entwurf daher keine grundlegende Umstürzung des bestehenden Systems. Insbesondere wird der Buchung in den Computern der Intermediärsbanken keine eigene Rechtswirkung zuerkannt, obwohl sie in vielen ausländischen Rechtsordnungen angenommen wird und auch dem EU-Recht zugrunde liegt.²⁴ Stattdessen bleibt es bei der archaisch anmutenden Konstruktion des

²⁰ RefE (Fn 4), S. 37.

²¹ Ebda.

²² A.a.O., S. 48.

²³ A.a.O., S. 49 f.

²⁴ So gehen z.B. die Finalitätsrichtlinie (Richtlinie 1998/26/EWG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen, ABl. L 166 v. 11.6.1998, S. 45) und die Finanzsicherheitenrichtlinie (Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten, ABl. L 168 v. 27.6.2002, S. 43) davon aus, dass der Buchung in einem Wertpapierliefer- und -abwicklungssystem Rechtswirkung zukommt. Diese Annahme hat sich auch im Wortlaut des § 17a DepotG niedergeschlagen.

Effektengiroverkehrs mittels der Figuren des Miteigentums und des Mitbesitzes an körperlichen Gegenständen. Nach wie vor muss das Papier als „Denkbehelf“ und „geistige Krücke“ für den stückelosen Effektengiroverkehr erhalten.²⁵ Ob sich eine solche rückwärtsgewandte Konstruktion allein mit der historischen Gewachsenheit rechtfertigen lässt, muss man bezweifeln.²⁶ Ein Gleichziehen mit anderen Rechtsordnungen, die bei der Regelung des Effektengiroverkehrs von einer körperlichen Unterlage völlig abstrahiert haben, ist abermals veragt.

2. Fiktion des elektronischen Wertpapiers als Sache

Die einzige Änderung im Vergleich zur bisherigen zivilrechtlichen Konstruktion des Wertpapiers ist, dass das elektronische Wertpapier als Sache fingiert wird (§ 2 Abs. 3 eWpG-E). Das ist allerdings für das deutsche Zivilrecht insgesamt eine Neuerung, denn erstmals wird damit ein unkörperlicher Gegenstand als Sache angesehen.²⁷ Selbst bei den Bundesschuldbuchforderungen als bereits entmaterialisierten Kapitalmarktwerten ist dies nicht der Fall; sie sind, wie der Name schon sagt, „Forderungen“. Die elektronisch ausgestellte Inhaberschuldverschreibung wird dagegen dem § 90 BGB unterstellt. Mit der Fiktion des elektronischen Wertpapiers als Sache will der Referentenentwurf die Rechtswirkungen des Sachenrechts aufrechterhalten, die sich insbesondere in der Insolvenz bewährt haben.²⁸ Damit wäre Georg Opitz sehr einverstanden gewesen, denn dieser schrieb schon 1942: „Eine Forderung ist hier also Sache geworden.“²⁹

Jedoch: Der Nutzen einer solchen Fiktion ist zweifelhaft. Die Regelungen des Sachenrechts, die an den Besitz und die Übergabe anknüpfen, sind für unverkörpernte Wertpapiere ungeeignet. Die Frage ihrer Verpfändung illustriert die Probleme: Wie soll ein Pfandrecht an Miteigentumsanteilen an elektronischen Wertpapieren bestellt

²⁵ Zöllner, in: FS Fritz Baur, 1974, S. 249 (255).

²⁶ Krit. zum Eckpunktepapier Casper, BKR 2019, 209, der statt des vorgeschlagenen behutsamen Ansatzes für einen umfassenden Neustart durch „registergestützte Wertrechte“ plädiert. Für eine grundlegende Umwandlung des Wertpapierrechts in ein Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände Lehmann, Finanzinstrumente, 2010.

²⁷ Zwar hatte der BGH schon für Reichsschuldbuchforderungen behauptet, diese seien „im Wege der gesetzlichen Fiktion [...] zur beweglichen Sache geworden, und zwar mindestens, soweit es sich um ihre verwahrungsrechtliche Behandlung handelt“ (BGH NJW 1952, 1012, 1014). Allerdings sah die Verordnung über die Verwaltung und Anschaffung von Reichsschuldbuchforderungen v. 5.1.1940 keine dem § 2 Abs. 3 eWpG-E entsprechende oder ähnliche Vorschrift vor, sondern ordnete lediglich die Geltung einiger depotrechtlicher Vorschriften an.

²⁸ RefE (Fn 4), S. 38.

²⁹ Opitz (Fn 1), S. 518.

werden? Nach den Vorschriften über die Sach- oder über die Rechtspfändung? Und wie kann ein solches Pfandrecht gutgläubig erworben werden? Diese Fragen sind seit Jahrzehnten umstritten.³⁰ Ähnliche Schwierigkeiten bereiten viele andere Rechtsprobleme des Effektengiroverkehrs, beispielsweise die passenden Vorschriften für die Übertragung von Wertpapieren in diesem aufzufinden.³¹

Die Fiktion des elektronischen Wertpapiers als Sache trägt nichts dazu bei, um die bestehende Rechtsunsicherheit zu beseitigen, sondern perpetuiert diese. Dem Entwurf zufolge ist die Frage, ob Wertpapiere als ein neues Recht *sui generis* ausgestaltet werden sollen, im Rahmen einer „umfassenden Reform des deutschen Wertpapier- und Depotrechts“ zu entscheiden.³² Diese Reform wird im Referentenentwurf nur angekündigt, aber nicht vollzogen. Das unschöne Wort der „Brückenlösung“ steht im Raum.³³

Wie lange wird es noch dauern, bis die konsequente Entmaterialisierung, die in der Praxis längst vollzogen ist, auch rechtlich in Deutschland ernsthaft in Angriff genommen wird? Wie man auch bei klassischen Wertpapieren eine rechtsbegründende Wirkung der Buchung vorsehen kann, zeigt das Schweizer Bucheffektengesetz.³⁴ Dieses geht zu Recht von der unkörperlichen Form von kapitalmarktgehandelten Instrumenten als Regelfall aus, und nicht von der – praktisch seltenen – Verbriefung in Urkunden. Dennoch erlaubt es Emittenten, die dies wünschen, die Urkundenform beizubehalten.

IV. Elektronische Wertpapiere: Arten

Das Gesetz folgt einer grundlegenden Zweiteilung: Es enthält Anforderungen 1. für elektronische Wertpapiere, und 2. für Kryptowertpapiere. Dabei sind letztere eine Untergruppe der zuerst genannten.³⁵ Leider definiert das Gesetz diese beiden grundlegenden Begriffe nicht, sondern nur die jeweiligen mit ihnen korrespondierenden Register (§ 4 eWpG-E).

³⁰ Siehe Einsele, in: Münchener Kommentar zum HGB, 4. Aufl. 2019, Q. Depotgeschäft, Rn. 132-136; Binder, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl. 2016, 38. Kapitel: Depotgeschäft, Rn. 34.

³¹ Überblick bei Einsele, in: Münchener Kommentar zum HGB, 4. Aufl. 2019, Q. Depotgeschäft, Rn. 103-109; Lehmann, Finanzinstrumente, 2010, S. 388-390.

³² RefE (Fn 4), S. 38.

³³ Ebd.

³⁴ Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG) vom 3. Oktober 2008, AS 2009, 3577.

³⁵ Vgl. die Definition in § 4 Abs. 2 eWpG-E: „Ein Kryptowertpapier ist ein elektronisches Wertpapier...“.

1. Elektronische „Globalwertpapiere“

Das elektronische Wertpapier ist der Oberbegriff für Kryptowertpapiere und sonstige elektronische Wertpapiere, die nicht auf kryptographischen Technologien beruhen. Für letztere enthält der Entwurf keinen eigenen Begriff; wie man diese bezeichnen soll, bleibt daher unklar.

Neben der verwendeten verschiedenartigen Technologie ist die Unterscheidung zwischen beiden Arten von elektronischen Wertpapieren auch rechtlich äußerst bedeutsam. Nur bei Kryptowertpapieren kann nämlich der Inhaber eines Anteils an der Gesamtemission im Wege der Einzeleintragung registriert werden (§ 3 Abs. 1 eWpG-E). Bei allen übrigen elektronischen Wertpapieren wird dagegen stets die registerführende Stelle als Inhaberin vermerkt (§ 3 Abs. 2 eWpG-E).

Aus der Eintragung der registerführenden Stelle als Inhaberin wird klar, welche Funktion elektronische Wertpapiere, die keine Kryptowertpapiere sind, erfüllen: Sie sollen lediglich die Globalurkunde ersetzen. Sie treten an deren Stelle und werden als Sache fingiert (§ 2 Abs. 3 eWpG-E), damit die Anteile an ihnen im klassischen Effektenverkehr gehandelt werden können. Es bestehen Miteigentumsanteile (§ 1008 BGB) an ihnen, die durch Einigung und Übergabe (§ 929 S. 1 BGB) übertragen werden. Der ganze Sinn und Zweck der Einführung elektronischer Wertpapiere, die keine Kryptowertpapiere sind, besteht daher in nichts anderem als der Ersetzung der Globalurkunde. Entsprechend ihrer Funktion und zur Klarstellung wird daher hier vorgeschlagen, insoweit von „elektronischen Globalwertpapieren“ zu sprechen.

2. Kryptowertpapiere

Ganz anders verhält es sich bei Kryptowertpapieren. Diese können im Wege der Einzeleintragung in Höhe des jeweiligen Nennbetrags auf den Namen des Berechtigten eingetragen werden, soweit dies die Emissionsbedingungen vorsehen (§ 8 Abs. 2 eWpG-E). Praktisch wird dies der Regelfall sein, da die Blockchain-Technologie gerade dazu dient, einzelne Berechtigungen von Individuum zu Individuum (*peer to peer*) zu übertragen. Doch sind auch Sammeleintragungen von Kryptowertpapieren möglich (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG-E). Als praktischen Anwendungsfall nennt das Gesetz die Eintragung eines Verwahrers. Man kann sich darunter z.B. einen sog. *wallet*-provider vorstellen.

Nur bei Kryptowertpapieren kann also ein individueller Inhaber in ein Register eingetragen werden. Folglich ist nur bei diesen eine Umtragung möglich,³⁶ und kann nur bei diesen eine Änderung des Registers rechtsbegründende Wirkung entfalten. Daher werden die Vorschriften über die Verfügungstransparenz, die Übertragung, den gutgläubigen Erwerb von elektronischen Wertpapieren und die Vermutungswirkung des Registers (§§ 24-27 eWpG-E) nur für Kryptowertpapiere praktisch relevant (zu diesen unten VI).

Der Referentenentwurf hat daher eine eigenartige Zweiteilung des deutschen Wertpapierrechts zur Folge: Bei Anteilen an Kryptowertpapieren hat die Buchung rechtsbegründende und rechtsändernde Wirkung. Bei allen anderen Anteilen, auch solchen an einem elektronischen „Globalwertpapier“, erfolgt die Übertragung wie gehabt nach den Modalitäten des Sachenrechts.

Tatsächlich räumt der Entwurf damit den Kryptowertpapieren eine herausragende Stellung ein. Allein sie schaffen den Sprung in die vollständige Entmaterialisierung als Realität des 21. Jahrhunderts. Warum rein elektronischen Wertpapieren dieser Fortschritt versagt wird, bleibt dagegen zweifelhaft. Die Verknüpfung kryptographischer Technologien zur Blockchain mag zwar bahnbrechend sein, doch scheint es nicht gerechtfertigt, ihr eine Sonderbehandlung im Hinblick auf die Entmaterialisierung zukommen zu lassen.

V. Elektronische Wertpapierregister

Der Referentenentwurf führt das neue Konzept des „elektronischen Wertpapierregisters“ ein. Für dieses gelten allgemeine Anforderungen (1.). Entsprechend der Zweiteilung in elektronische „Globalwertpapiere“ und Kryptowertpapiere unterscheidet der Entwurf zwischen zwei Arten von elektronischen Wertpapierregistern: zentrale Register über elektronische Wertpapiere und Kryptowertpapierregister (§ 4 Abs. 1 eWpG-E). Für die Registerführung beider bestehen unterschiedliche Anforderungen (2. und 3.).

³⁶ A.a.O., S. 42.

1. Allgemeine Anforderungen

An alle elektronischen Wertpapierregister werden bestimmte Anforderungen gestellt. Die registerführende Stelle unterliegt der Aufsicht durch die BaFin (§ 11 eWpG-E). Sie hat das Register nach dem jeweiligen Stand der Technik zu führen, das die bestehende Rechtslage jederzeit zutreffend wiedergeben muss (§ 7 Abs. 1, 2 eWpG-E). Außerdem muss sie Maßnahmen zum Schutz vor Datenverlust und unbefugter Datenveränderung treffen, andernfalls haftet sie auf Schadensersatz (§ 7 Abs. 3 eWpG-E). Zum Depotrecht wird eine eindeutige Trennlinie gezogen (§ 7 Abs. 4 eWpG-E). Ferner haben elektronische Wertpapierregister die Emissionsbedingungen niederzulegen, die jederzeit von jedermann einsehbar sein müssen (§ 5 eWpG-E).

2. Zusätzliche Anforderungen an zentrale Register über elektronische Wertpapiere

Zentrale Register über elektronische Wertpapiere dienen allein der Verwaltung elektronischer „Globalwertpapiere“ (siehe zum Begriff oben III 1). Daher erstaunt es nicht, dass sie von einem Zentralverwahrer im Sinne der CSDR³⁷ geführt werden müssen (§ 12 Abs. 2 eWpG-E). Ebenso wenig überrascht, dass die Registerangaben sehr übersichtlich sind (§ 13 eWpG-E), denn sie entsprechen denen einer klassischen Globalurkunde. Auch die Emissionsbedingungen müssen bei allen Arten von elektronischen Papieren im Register öffentlich niedergelegt werden (§ 5 eWpG-E).

Nach Eintragung des elektronischen „Globalwertpapiers“ in das zentrale Register wird dieses „zur Abwicklung durch Einbuchung im Effekten giro bei dem Zentralverwahrer erfasst“ (§ 12 Abs. 3 eWpG-E). Über diese Scharniervorschrift wird der elektronische Wertpapierverkehr mit dem Wertpapierverkehr in traditionellen papiernen Wertpapieren verzahnt. Der Zentralverwahrer hat das elektronische „Globalwertpapier“ für die Zwecke des Effekten giroverkehrs wie eine klassische Globalurkunde zu behandeln, d.h. die sachenrechtlichen Übertragungstechniken finden Anwendung.

³⁷ Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlament und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer, ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 1; L 349 vom 21.12.2016, S. 5.

3. Zusätzliche Anforderungen an Kryptowertpapierregister

Wesentlich mehr Aufwand betreibt der Gesetzgeber für Kryptowertpapierregister. Gemeint sind damit Blockchain-Netzwerke. Diese werden – im fundamentalen Gegensatz zu den zentralen Registern über elektronische Wertpapiere – bereits ihrer Konzeption nach dezentral betrieben. Allerdings kommen bestehende Netzwerke wie Bitcoin, Ripple & Co. nicht als Kryptowertpapierregister in Betracht, denn bei diesen fehlt es – abgesehen davon, dass sie keine Inhaberschuldverschreibungen verkörpern – sowohl an einem Emittenten als auch an der Begebung eines elektronischen Wertpapiers.

Wer die registerführende Stelle von Kryptowertpapierregistern ist, kann unklar sein. Registerführende Stellen sind nach dem Referentenentwurf nur natürliche oder juristische Personen oder rechtsfähige Personengruppen.³⁸ Als registerführende Stelle ist nach diesem anzusehen, „wer vom Emittenten gegenüber dem Inhaber als solcher benannt wird“ (§ 16 Abs. 2 S. 1 eWpG-E). Unterbleibt eine solche Benennung, gilt der Emittent der Inhaberschuldverschreibung als registerführende Stelle (§ 16 Abs. 2 S. 3 eWpG-E). Ohnehin kann dieser die registerführende Stelle jederzeit ohne Zustimmung der Berechtigten ändern (§ 16 Abs. 2 S. 2 eWpG-E). Völlig dezentrale Blockchain-Netzwerke eignen sich damit auch deshalb nicht als Kryptowertpapierregister, weil sie keine registerführende Stelle haben.

Die Führung von Kryptowertpapierregistern unterliegt wesentlich detaillierteren Anforderungen als die von zentralen Registern über elektronische „Globalwertpapiere“. Das ist verständlich, da in Kryptowertpapierregistern auch Einzeleintragungen vorgenommen werden können, die rechtsbegründende Wirkung haben. So müssen z.B. Verbraucher über Eintragungen, jede Veränderung sowie einmal jährlich in Textform unterrichtet werden (§ 19 eWpG-E). Die Eintragung eines (neuen) Kryptowertpapiers in einem Kryptowertpapierregister ist unverzüglich im Bundesanzeiger zu veröffentlichen und der BaFin mitzuteilen (§ 20 Abs. 1 eWpG-E).

Anders als bei zentralen Registern dürfen Änderungen des Registerinhalts, insbesondere Eintragungen, nur in der Reihenfolge des Eingangs entsprechender Weisungen vorgenommen werden; der Eingang und der Vollzug der Weisungen sind mit einem Zeitstempel zu versehen (§ 18 Abs. 3 eWpG-E). Die Änderung kann aufgrund

³⁸ RefE (Fn 4), S. 57.

einer Weisung des Inhabers vorgenommen werden, „es sei denn, der registerführenden Stelle ist bekannt, dass dieser nicht berechtigt ist“ (§ 18 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E). Dies soll offenbar Fällen vorbeugen, in denen der Inhaber die Kryptowerte durch Erpressung, „Diebstahl“ oder Täuschung erlangt hat und weiter übertragen will. Die registerführende Stelle soll insoweit als bösgläubig angesehen werden, wenn ihr eine gerichtliche (nicht zwingend rechtskräftige) Entscheidung vorliegt, die die Berechtigung des Inhabers in Abrede stellt, oder wenn sie die Inhaberschaft eigenmächtig herbeigeführt hat.³⁹

Die Weisung kann mittels eines geeigneten „Authentifizierungsinstruments“ erfolgen (§ 18 Abs. 4 S. 1 eWpG-E). Ein Schelm, wer dabei an das in den früheren §§ 675c ff. BGB benutzte Wortungetüm „Zahlungsauthentifizierungsinstrument“ denkt! Gemeint ist vielmehr der private Schlüssel (*private key*), der dem Inhaber technisch die Übertragung eines Kryptowerts auf der Blockchain ermöglicht. Der Begriff *private key* wurde vermieden, weil das Gesetz möglichst „technikneutral“ ausgestaltet sein soll.⁴⁰

Dem Emittenten werden unabhängig von der Registerführung eigene Pflichten auferlegt. Er muss insbesondere die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen treffen, um die Integrität und die Authentizität der Kryptowertpapiere für die gesamte Dauer der Eintragung zu gewährleisten (§ 21 Abs. 1 eWpG-E).

Hinsichtlich der weiteren Ausgestaltung des Kryptowertpapierregisters werden den beteiligten Ministerien weitgehende Verordnungskompetenzen eingeräumt (§ 23 eWpG-E). Der Detailgrad der Ermächtigungen lässt erahnen, dass ein von der BaFin beaufsichtigtes Kryptowertpapierregister im Sinne des § 16 eWpG-E kaum mit den derzeit existierenden Blockchains vergleichbar sein wird. Es wird sich vielmehr um eine hochregulierte, standardisierte Datenbank handeln. Zweck ist, digitale Innovationen zu ermöglichen und gleichzeitig Anlegerschutz zu gewährleisten.⁴¹ Zu hoffen bleibt, dass der digitalen Innovationskraft dabei nicht zu straffe Zügel angelegt werden.

³⁹ RefE (Fn. 4), S. 60.

⁴⁰ A.a.O., S. 25.

⁴¹ Siehe die Überschrift des Eckpunktepapiers (Fn. 9).

VI. Inhaber- und Eigentümerstellung

Die Inhaberschaft und die Berechtigung an Kryptowertpapieren und den übrigen elektronischen Wertpapieren regelt § 3 eWpG-E. Es handelt sich um eine der zentralen Vorschriften des Entwurfs. Ihr Inhalt ist allerdings nicht leicht zu erfassen.

1. Inhaber

Die ersten beiden Absätze beschreiben, wer Inhaber eines elektronischen Wertpapiers ist. Bei einem Kryptowertpapier kann auch der einzelne Anleger Inhaber sein, weil bei diesem Einzeleintragungen möglich sind (siehe oben III 2). Konsequenterweise sagt § 3 Abs. 1 eWpG-E, dass Inhaber eines Kryptowertpapiers derjenige ist, auf dessen Namen das Papier oder ein bestimmter Anteil an der Gesamtemission im Register eingetragen ist.

Bei allen anderen elektronischen Wertpapieren, die hier als elektronische „Globalwertpapiere“ bezeichnet werden (siehe oben III 1), ist dagegen die registerführende Stelle Inhaberin (§ 3 Abs. 2 eWpG-E). Auch dies ist konsequent, denn Inhaberin der „analogen“ Globalurkunde ist ebenfalls die registerführende Stelle.

2. Eigentümer („Berechtigte“)

Zu Missverständnissen lädt § 3 Abs. 3 eWpG-E ein. Dieser lautet: „Berechtigter ist, wer das Recht aus einem Wertpapier innehat“.

Nach den beiden vorangehenden Absätzen hätte man erwartet, dass mit dem Berechtigten der zuvor definierte Inhaber gemeint sei. Das ist jedoch nicht der Fall, denn dies käme einer Revolution gleich: Wäre die registerführende Stelle Berechtigte, dann wäre sie Eigentümerin des elektronischen Wertpapiers samt aller Anteile. Das wäre ein Bärendienst am Anlegerschutz! Im bisherigen Effekten giroverkehr ist die Wertpapiersammelbank gerade nicht Eigentümerin der Globalurkunde, sondern diese steht im Miteigentum der Anleger (§ 9a Abs. 2 i.V.m. § 6 Abs. 1 S. 1 DepotG).⁴² Dadurch sind diese im Fall der Insolvenz der Wertpapiersammelbank mittels eines Aussonderungsrechts geschützt. Der Referentenentwurf wollte diese Konstruktion

⁴² Klanten, in: Schimanksy/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl. 2017, § 72 – Depotgeschäft, Rn. 80.

offensichtlich nicht ändern, denn dem Berechtigten soll laut dem Entwurf der gleiche umfassende Schutz wie den Eigentümern verbrieftter Papiere zukommen.⁴³

Die Vorschrift des § 3 Abs. 3 eWpG-E meint daher etwas anderes: Berechtigter ist nicht, wer das Recht *am* Papier innehat, sondern wer das Recht *aus* dem Papier innehat. Das besagt in der Tat bereits ihr Wortlaut, wenn man ihn nochmals genau liest. Allerdings kann er aufgrund der beiden vorangehenden Absätze und vor dem Hintergrund des bisherigen Wertpapierrechts leicht missverstanden werden.

Nach § 3 Abs. 3 eWpG-E ist folglich nicht der Inhaber des Papiers stets der Berechtigte, sondern eine andere Person. Damit zeigt sich, dass die Inhaberschaft des Wertpapiers durch die Digitalisierung endgültig ihre eigentliche Funktion verloren hat, den Berechtigten zu bestimmen. Zudem ist der Inhalt des § 3 Abs. 3 eWpG-E tautologisch, denn es versteht sich von selbst, dass Berechtigter derjenige ist, der ein Recht innehat. Die eigentliche Frage ist vielmehr, wer diese Person ist.

3. *Sammeleintragung vs. Einzeleintragung*

Die Person des Berechtigten regelt der Entwurf an anderer Stelle, nämlich in den Vorschriften über die Sammel- und Einzeleintragung in §§ 8 f. eWpG-E. Für elektronische „Globalwertpapiere“ ist nur die Sammeleintragung vorgesehen, d.h. die Eintragung auf den Namen der Wertpapiersammelbank (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E). Die Figur der Sammeleintragung ist der Sammelschuldbuchforderung aus dem Bundesschuldenwesengesetz nachgebildet.⁴⁴ Im eWpG hat sie zur Folge, dass die Berechtigten der eingetragenen inhaltsgleichen Rechte als Miteigentümer nach Bruchteilen am eingetragenen elektronischen Wertpapier gelten (§ 9 Abs. 1 S. 2 eWpG-E). Die Wertpapiersammelbank verwaltet die Rechte für diese treuhänderisch, ohne selbst Berechtigte zu sein (§ 9 Abs. 2 eWpG-E).

Die Figur der „Sammelschuldbuchforderung“ hat im Bundesschuldenwesengesetz ihren guten Sinn, da nicht eine einzige Forderung, sondern eine Vielzahl von Forderungen emittiert werden, die unter einem Namen („gesammelt“) eingetragen sind. Beim elektronischen Globalwertpapier handelt es sich dagegen nur um ein einziges Wertpapier, an dem viele Berechtigungen bestehen. Die

⁴³ RefE (Fn 4), S. 26.

⁴⁴ A.a.O., S. 48. Siehe zu Sammelschuldbuchforderungen § 6 BuSchWG.

Situation ist auch verschieden von der der Sammelverwahrung nach dem Depotgesetz, denn anders als dort wird gerade keine Vielzahl von Wertpapieren gesammelt.

Von einer „Sammeleintragung“ zu sprechen ist daher wenig sinnvoll und führt in die Irre. Es handelt sich gerade nicht um eine Vielzahl unkörperlicher elektronischer Wertpapiere, sondern nur um ein einziges Wertpapier, an dem die Anleger Bruchteilseigentum haben.

Gänzlich durcheinander gerät die Entwurfsbegründung, wenn sie davon spricht, die registerführende Stelle halte als „Buchberechtigte den unmittelbaren Besitz an der fingierten Sache ‚Sammeleintragung‘“.⁴⁵ Hier werden gleich mehrere Dinge verwechselt. Als Sache fingiert § 2 Abs. 3 eWpG-E das elektronische Wertpapier, nicht die Sammeleintragung. Und Buchberechtigte ist nach § 9 Abs. 1 und 2 eWpG-E im Fall der Sammeleintragung gerade nicht die registerführende Stelle, sondern dies sind die Anleger.

Allerdings bedarf es in der Tat des Besitzes, um das elektronische „Globalwertpapier“ nahtlos in das bisherige System des Effektengiroverkehrs einfügen zu können. Dieser wird z.B. im Rahmen einer Übereignung relevant, die sich nach der Konzeption des Gesetzes gemäß § 929 BGB vollziehen soll.⁴⁶ Ganz deutlich ist die Notwendigkeit des Besitzes beim Mischbestand zwischen elektronischen und papiernen Urkunden, den der Entwurf ebenfalls vorsieht (§ 9 Abs. 3 eWpG-E). Einen Besitz im Sinne tatsächlicher Sachherrschaft kann man jedoch über elektronische Wertpapiere mangels Körperlichkeit nicht ausüben. Daher muss die Eintragung in das elektronische Wertpapierregister, die der Entwurf als „Inhaberschaft“ bezeichnet (siehe § 3 Abs. 1 eWpG-E), per gesetzlicher Fiktion mit dem Besitz gleichgesetzt werden. Davon geht auch die Begründung des Referentenentwurfs aus.⁴⁷ Eine entsprechende ausdrückliche Bestimmung sucht man im Gesetzesentwurf jedoch vergeblich.

VII. Verfügungen über Kryptowertpapiere

Da Globalwertpapiere nur im Wege der Sammeleintragung auf die registerführende Stelle eingetragen werden können, erübrigen sich spezielle Vorschriften und

⁴⁵ RefE (Fn 4), S. 48.

⁴⁶ Vgl. RefE (Fn 4), S. 49 f.

⁴⁷ Vgl. RefE (Fn 4), S. 48.

Ausführungen zu ihrer Übertragung. Die Anteile an Globalwertpapieren werden im Wege des klassischen Wertpapier- und Sachenrechts übertragen (siehe oben II 1).

Spezielle Vorschriften sind dagegen für die Übertragung von Kryptowertpapieren vorgesehen. Diese können – und werden praktisch immer – im Wege der Einzeleintragung registriert. Daher ist auch eine Übertragung oder Belastung des Kryptowertpapiers als solchem, z.B. mit einer Sicherheit, möglich.

1. Eintragung und Umtragung

Grundsätzlich bedarf es zu einer Verfügung über Kryptowertpapiere einer Eintragung oder Umtragung im elektronischen Wertpapierregister (§ 24 eWpG-E). Gemeint ist damit die Änderung des Inhalts der Blockchain. Die Begriffe Eintragung und Umtragung sind im Entwurf definiert (§ 4 Abs. 3 und 5 eWpG-E). Die Umtragung im Besonderen soll danach aus einer „Austragung“ des alten Inhabers und einer „Eintragung“ eines neuen Inhabers bestehen.

Diese Beschreibung der „Umtragung“ wird den tatsächlichen Vorgängen in Blockchain-Netzwerken jedoch nicht gerecht. Bei ihnen wird nicht ein Berechtigter zunächst ausgetragen und ein neuer anschließend eingetragen, denn es gibt keine Konten der Berechtigten. Der Erwerber aus einer vorangegangenen Transaktion vermittelt durch eine kombinierte Anwendung von *private key* und *public key* die Übertragung der faktischen Verfügungsmacht auf den neuen Inhaber.⁴⁸ Eine getrennte Austragung und Eintragung ist damit technisch unmöglich; stattdessen wird lediglich eine Transaktion auf der Blockchain vermerkt. Die rechtliche Konzeption des Entwurfs ist mit dieser technologischen Realität schlecht zu vereinbaren.

2. Einigung

Zur Übereignung ist neben der Umtragung zusätzlich eine Einigung mit dem Berechtigten erforderlich (§ 25 Abs. 1 eWpG-E). Das entspricht deutschem sachenrechtlichen Denken. Stutzig hätte allerdings schon machen sollen, dass ein gesonderter dinglicher Vertrag den meisten ausländischen Rechtsordnungen fremd ist.

⁴⁸ Siehe die Beschreibung für das Bitcoin-Netzwerk, die beispielhaft für andere Blockchain-Netzwerke steht, Antonopoulos et al., *Mastering Bitcoin*, 2020, Transactions erhältlich unter <https://github.com/bitcoinbook/bitcoinbook/blob/develop/ch06.asciidoc> (zuletzt besucht 24.08.2020).

Das deutsche Recht für Kryptowerte droht hier einen Sonderweg einzuschlagen, der ihm im Wettbewerb mit anderen Rechtsordnungen teuer zu stehen kommen kann.

Außerdem kann der Erwerber in der pseudonymen Welt des Kryptowertpapierverkehrs nicht wissen, von wem er erwirbt. Wie soll er dann bestimmen können, ob er sich mit dem Berechtigten geeinigt hat? Insoweit kann er sich nicht auf die Blockchain verlassen, denn diese bildet die von § 25 Abs. 1 eWpG-E vorausgesetzte Einigung gerade nicht ab. Wer Inhaberschuldverschreibungen im Wert von mehreren Millionen Euro erwirbt, muss sichergehen können, dass er sich mit dem Eingetragenen tatsächlich geeinigt hat.

Der Entwurf will dem durch ein Recht auf Einsichtnahme Rechnung tragen (§ 10 eWpG-E). Der Einsicht Begehrende muss allerdings ein „berechtigtes Interesse“ darlegen, wenn er Auskunft über die Identität des Eingetragenen verlangt (§ 10 Abs. 3 eWpG-E). Indes wird ein solches berechtigtes Interesse beim potentiellen Erwerber nach der Entwurfsfassung nicht ausdrücklich vermutet.

Außerdem dürfte es lebensfremd sein zu erwarten, dass der Erwerber vor jedem Transfer zunächst Einsicht in das Register nimmt. Was beim Grundbuch Standard ist, passt nicht zum schnellen und pseudonymen Verkehr mit Inhaberschuldverschreibungen. Auf der Blockchain kommen andere, kryptographische Methoden zur Anwendung, um die Einigung über den Transfer nachzuweisen (dazu unten 4).

3. *Gutgläubiger Erwerb*

Das Fehlen der Berechtigung kann durch einen gutgläubigen Erwerb überwunden werden (§ 26 eWpG-E). Dieser ist recht umfassend ausgestaltet. So erfasst er auch den guten Glauben an die Bevollmächtigung, Verfügungsbefugnis und die unbeschränkte Geschäftsfähigkeit des Verfügenden (§ 26 Nr. 3-5 eWpG-E). Letzteres ist ein Novum im Gutgläubensrecht und steht in erheblichem Widerspruch zu dem ansonsten stark ausgeprägten Schutz Geschäftsunfähiger oder beschränkt Geschäftsfähiger durch das deutsche Zivilrecht. Auch ist eine Einschränkung des gutgläubigen Erwerbs im Falle des Abhandenkommes der Kryptowerte nicht vorgesehen.

Jedoch wird die Gutgläubigkeit bereits durch grobe Fahrlässigkeit ausgeschlossen, und nicht erst durch Vorsatz wie bei anderen registrierten Rechten (siehe z.B. § 894 BGB). Damit kann sich der Erwerber nicht auf die Eintragung und sein

positives Wissen allein verlassen; er muss jedenfalls ein Mindestmaß an Aufmerksamkeit walten lassen. Es ist zweifelhaft, ob sich so ein rechtssicherer Verkehr mit Kryptowertpapieren organisieren lässt.

Außerdem hilft der gutgläubige Erwerb nur über eine eventuell mangelnde Berechtigung des Veräußerers hinweg, nicht aber über die fehlende Einigung mit diesem. Daher muss der Erwerber weiterhin befürchten, dass der Veräußerer sich z.B. irrte oder ihm der Rechtsbindungswille fehlte. In diesen Fällen ist sein Erwerb – nach einer Anfechtung durch den Veräußerer – rechtlich von Anfang an unwirksam. Auch dies trägt nicht zur Attraktivität der deutschen Blockchain bei.

4. *Publizität und Transparenz*

Insgesamt neigt der Entwurf dazu, Konzepte des herkömmlichen Registerrechts auf die Blockchain zu übertragen. So wird stark die „Publizität“ und „Transparenz“ des deutschen Kryptowertpapierregisters betont.⁴⁹ Darin soll dessen „Innovationskraft“ liegen, die es auch im internationalen Vergleich attraktiv mache.⁵⁰

Für die Blockchain ist jedoch gerade charakteristisch, dass sie einer solchen Publizität und Transparenz nicht bedarf. Vertrauen wird bei ihr auf andere Weise hervorgerufen. Die Berechtigung wird nicht durch Einsichtnahme in ein Register überprüft, sondern über einen passenden *private key* nachgewiesen. Das Funktionieren der Blockchain beruht damit auf kryptographischen Mitteln und nicht auf Publizität. Man kann diese Funktionsweise mit einem Türschlüssel vergleichen, der den Berechtigten ausweist, indem er das Schloss öffnet; nicht nötig ist dagegen, dass der Berechtigte nach außen publik gemacht wird. Die Innovation der Blockchain besteht gerade darin, dass sie ohne Registeröffentlichkeit und ohne Registerschein auskommt.⁵¹

Man mag berechtigte Vorbehalte gegenüber der Geheimhaltung der Identität der Inhaber von Kryptowerten auf der Blockchain hegen. Diese eignet sich aufgrund der Pseudonymität der Inhaber zu allen Arten von rechtswidrigen Machenschaften, wie Steuerhinterziehung, Geldwäsche und vieles mehr. Die richtige Reaktion darauf ist allerdings nicht, die Funktionsweise der Blockchain zu konterkarieren, indem man ihr ein

⁴⁹ Siehe z.B. die Überschriften von § 10 und § 24 eWpG-E.

⁵⁰ RefE (Fn 4), S. 65 f.

⁵¹ An dieser Tatsache vorbei geht der RefE a.a.O., S. 39.

paralleles System rechtlicher Anforderungen überstülpt, die vergangenen Zeitaltern entstammen.

Man muss vielmehr zwischen zwei Arten von Publizität unterscheiden. Um den berechtigten Bedürfnissen nach Transparenz zu genügen, würde es ausreichen, wenn die registerführende Stelle verpflichtet würde, die Identität aller Inhaber von Adressen (sog. *public keys*) zu vermerken und bei Bedarf an die Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden herauszugeben. Diese können anhand der Blockchain als Speichermedium im Nachhinein alle durchgeführten Transfers wie in einem Buch ablesen. Dagegen sollte die Wirksamkeit von Übertragungen auf der Blockchain nicht an die Publizität des Registers angeknüpft werden, denn dies ist mit der auf Verschlüsselungstechnologie (Kryptographie) beruhenden Funktionsweise der Blockchain inkompatibel. Durch zu weitgehende Wirksamkeitsanforderungen an eine Übertragung werden die Vorteile technologischer Innovation ausgebremst. Man kann dies mit der Einführung von Elektroautos vergleichen, bei denen der Gesetzgeber vorschreiben würde, dass bei dessen Betrieb zur Sicherheit parallel stets ein Ottomotor zu laufen habe.

Zur Sicherung gegenüber Dieben, Betrügern und Erpressern bedarf es weder des Erfordernisses der Publizität noch der Einigung als Wirksamkeitsvoraussetzung. Stattdessen könnte man einfach eine Ausnahme von der Vermutungswirkung der Blockchain vorsehen, soweit der vorhergehende Inhaber nachweisen kann, dass er seine Position unfreiwillig verloren hat.⁵² Im Übrigen sollte man sich auf die Wirkungsweise der kryptographischen Blockchain-Technologie verlassen, sonst bräuchte man sie nicht einzuführen. Dies schließt schuldrechtliche Rückerstattungsansprüche selbstverständlich nicht aus.⁵³

VIII. Abschließende Einschätzung

Der Referentenentwurf ist nicht die große Reform des deutschen Wertpapierrechts, die seit Jahrzehnten überfällig ist.

Die rechtliche überholte Figur des Wertpapiers als körperlicher Gegenstand wird nicht abgeschafft. Stattdessen wird das „elektronische Wertpapier“ neu eingeführt und

⁵² Siehe Lehmann, 21 Minnesota Journal of Law, Science & Technology 93, 129 (2019).

⁵³ A.a.O., S. 120-123.

kraft gesetzlicher Fiktion einer Sache gleichgestellt. Dieses ersetzt lediglich die Globalurkunde. An der Funktionsweise des Effektengiroverkehrs ändert es nichts. Dieser beruht weiterhin auf den hergebrachten Rechtsfiguren des Sachenrechts (Miteigentum der Anleger an der Urkunde; Übertragung der Berechtigung durch Einigung und Übergabe).

Anders funktioniert der Verkehr in Kryptowertpapieren. Bei ihnen können die Berechtigten auch im Wege der Einzeleintragung registriert werden. Sie übertragen ihre Berechtigungen durch Einigung und Eintragung; ein gutgläubiger Registererwerb ist vorgesehen. Allerdings vertragen sich die Anforderungen an die Wirksamkeit der Übertragung kaum mit den Prämissen einer Übertragung auf der Blockchain.

Für eine sinnvolle Erweiterung des eWpG auf alle sonstigen Wertpapiere bedarf es daher zweier grundlegend anderer Weichenstellungen: 1. Für elektronisch emittierte Kapitalmarkttitel müsste die überholte Konzeption als Wertpapier überwunden und die Existenz unkörperlicher Vermögenswerte anerkannt werden. 2. Für kryptographische Technologien müsste die für traditionelle Register entwickelte Idee der Publizität aufgegeben und die der Blockchain eigene pseudonyme Funktionsweise akzeptiert werden. Berechtigte öffentliche Interessen an Transparenz dürfen nicht mit den an die Wirksamkeit der zivilrechtlichen Übertragung zu stellenden Anforderungen vermischt werden.

Insgesamt ist der Entwurf alles andere als nutzlos. Er bringt einige wichtige Fortschritte. Der Ansatz geht jedoch in entscheidenden Punkten nicht weit genug, um die elektronischen Vermögenswerte und die kryptographischen Technologien angemessen erfassen zu können. Der Sonderweg des deutschen Wertpapierrechts, in europäischen Kreisen gemeinhin als „the German problem“ bekannt, droht auch in Zukunft fortzubestehen.

Mit freundlichen Grüßen

