

Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren – Wesentliche Regelungsinhalte und erste Einschätzung

Der Gesetzesentwurf (im Folgenden das **Gesetz**¹) knüpft an das Eckpunktepapier des BMJV von 2019 an und befasst sich mit der elektronischen, papierlosen Emission von Inhaberschuldverschreibungen.

Der Entwurf kann grob in zwei Regelungskomplexe eingeteilt werden. **Zum einen** die Emission unter Verwendung eines zentralen Wertpapierregisters, **zum anderen** die Emission unter Verwendung eines Kryptoverwahrregisters.

Nach der herrschenden modifizierten Vertragstheorie² bedarf es für die Entstehung eines Wertpapiers eines „Skripturaktes“ und eines Begebungsvertrags. Bei der traditionellen Emission bestand der Skripturakt in der Erstellung der Wertpapierurkunde. Dieses Verfahren wird durch das Gesetz **ergänzt**, so dass in Zukunft der Skripturakt auch durch die Eintragung in die bezeichneten Register erfolgen kann. Der Begebungsvertrag bleibt freilich nach wie vor erforderlich.

1. Eintragung in ein zentrales Wertpapierregister

Der Skripturakt kann **zum einen** durch die Eintragung einer Emission in ein zentrales elektronisches Wertpapierregister erfolgen. Der Registerführer muss zwingend eine nach der CSD-R zugelassene Wertpapiersammelbank sein (§ 12 Abs. 2). In dieses Wertpapierregister wird sodann eine (in der Regel wohl identische) Wertpapiersammelbank eingetragen (sog. Sammeleintragung, vgl. § 8 Abs. 1 Nr. 1). Elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung gelten als Sammelbestand im Sinne von § 9a DepotG und werden mithin nach den hergebrachten sachenrechtlichen Grundsätzen des inländischen Effektengiros gehalten und übertragen (vgl. § 9 Abs. 1).

Dieser erste Regelungskomplex ermöglicht es daher auch privaten Emittenten, Wertpapiere papierlos zu emittieren, eine Möglichkeit, die bislang nur der Bund und die Länder haben.

2. Eintragung in ein Kryptowertpapierregister

Der Skripturakt kann **zum anderen** durch die Eintragung in ein Kryptowertpapierregister erfolgen werden. Zwingende Anforderungen an die Person des Registerführers gibt es nicht; die registerführende Stelle ist diejenige, die vom Emittenten gegenüber dem Inhaber benannt wird (vgl. § 16 Abs. 2). Allerdings wird die Kryptowertpapierregisterführung als neue erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung in das KWG eingeführt (Art. 6). Darüber hinaus muss das Kryptowertpapierregister bestimmten technischen Anforderungen genügen, die in dem Ge-

¹ Alle Verweise ohne Benennung eines Gesetzes beziehen sich auf das Gesetz.

² Vgl. Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Rz. 15.62 ff.

setz allerdings nur in sehr generischer Form angelegt sind. So muss das Kryptowertpapierregister auf einem dezentralen, fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden (§ 25 Abs. 1). Die für die Praxis relevanten konkreten technischen Anforderungen an ein solches Register werden indes erst im Wege der Rechtsverordnung festgelegt werden (§ 23). In das Register eingetragen werden können im Wege der Sammeleintragung eine Wertpapier-sammelbank oder ein Verwahrer³ (§ 8 Abs. 1 Nr. 2) oder im Wege der Einzeleintragung ein Berechtigter. Sofern die Papiere als Sammeleintragung in das Register eingetragen werden, gelten sie (wie bei der Sammeleintragung in das zentrale elektronische Wertpapierregister) nach § 9 Abs. 1 als Sammelbestand im Sinne von § 9a DepotG und Verfügungen erfolgen nach den hergebrachten sachenrechtlichen Grundsätzen. Nur für den Fall der Einzeleintragung enthält der Gesetz spezielle Regelungen zu Verfügungen. Grundsätzlich bedarf jedwede Verfügung über Kryptowertpapiere in **Einzeleintragung** zusätzlich zu den bereits bestehenden gesetzlichen Anforderungen noch der Eintragung in das Kryptowertpapierregister (vgl. § 24). Das Kryptowertpapierregister gilt dem Erwerber gegenüber als richtig (vgl. § 25).

3. Bewertung

a) Die **allgemeine Ausrichtung** des Gesetzes ist zu begrüßen. Die Möglichkeit der papierlosen Emission von Wertpapieren auch für nicht hoheitliche Stellen durch Eintragung in ein zentrales elektronisches Wertpapierregister ist ein wichtiger und richtiger Schritt. Die Beschränkung des Anwendungsbereichs des Gesetzes auf Inhaberschuldverschreibungen mag bedauert werden, ist im Hinblick auf die deutlich komplexeren Corporate Actions etwa im Aktienbereich aber auch verständlich.

In Bezug auf die Sammeleintragung in ein Kryptowertpapierregister ist anzumerken, dass jede technische, aber auch rechtliche Innovation mit der Sammeleintragung enden dürfte. Da Papiere in Sammeleintragung auch im Kryptowertpapierregister wie ein Sammelbestand nach § 9a DepotG behandelt werden, unterliegen diese den normalen Übertragungsregeln im Wertpapiereffetngiro. Das bedeutet, dass - wie aktuell im Effetngiro üblich - Verfügungen in aller Regel außerhalb des Registers bzw. der Bücher des Zentralverwahrers stattfinden. In Fällen der Sammeleintragung erscheint es daher fraglich, ob die gesteigerten technischen Anforderungen an das Kryptowertpapierregister tatsächlich erforderlich sind, wengleich eine sinnvolle Trennung nach der Art der Eintragung wahrscheinlich technisch nicht möglich bzw. nicht praktikabel ist.

Neuland betritt das Gesetz bei der Einzeleintragung in ein Kryptowertpapierregister. Für diese Form der Eintragung werden eigenständige Übertragungstatbestände geschaffen, die – zusätzlich zu allen anderen Anforderungen und der Einigung der Parteien über den Rechtsübergang – die Eintragung in das Register voraussetzen. Bemerkenswert ist, dass Verfügungshindernisse, die nicht in das Register eingetragen sind, dem Erwerber gegenüber als nicht existent gelten, es sei denn, diese waren dem Erwerber bekannt oder er hätte sie ken-

³ Wobei fraglich erscheint, ob die Eintragung eines Verwahrers sinnvoll ist, da derartige Papiere nach der CSD-R weder an einem geregelten Markt gehandelt werden könnten, noch in den Genuss der neuen Übertragungsvorschriften kämen, die durch das Gesetz für Papiere in Einzeleintragung eingeführt werden.

nen müssen (§ 26). Dieser sehr weite (über das allgemeine Sachenrecht bzw. das HGB hinausgehende) Gutgläubensschutz trägt der Vertrauensfunktion des Registers Rechnung und führt zu einer annähernd ungestörten Umlauffähigkeit derart begebener und eingetragener Wertpapiere, da Kenntnis oder grob Fahrlässige Unkenntnis über nicht in das Register eingetragene Verfügungshindernisse in der Praxis nicht vorkommen dürften.

b) Im Detail sind allerdings noch einige Punkte klärungsbedürftig:

- Nicht eindeutig ist die Verwendung von bestimmten Begrifflichkeiten, insbesondere der Begriffe „**Inhaber**“ und „**Berechtigter**“ und deren jeweilige Stellung. Inhaber eines Papiers in Sammeleintragung in einem zentralen elektronischen Wertpapierregister ist der Registerführer selbst (§ 3 Abs. 2). Bei einem in ein Kryptowertpapierregister eingetragenen Wertpapier ist Inhaber hingegen, wer in das Register eingetragen ist, also entweder eine Wertpapiersammelbank, ein Verwahrer oder ein Berechtigter. Zwar sind bei einem zentralen elektronischen Wertpapierregister die registerführende Stelle und die eingetragene Wertpapiersammelbank in der Regel identisch, es erklärt aber nicht, warum bei der Bestimmung des Inhabers einmal auf die registerführende Stelle und einmal auf die Person des Eingetragenen abgestellt wird. Nach unserem Verständnis spräche mehr dafür, auch beim zentralen elektronischen Register nicht die registerführende, sondern die eingetragene Entität (d.h. die Wertpapiersammelbank) als „Inhaber“ der Emission in Sammeleintragung anzusehen. Eine Analogie zur Sammelurkunde nach § 9a DepotG (deren Inhaber ja auch die Wertpapiersammelbank wäre) würde dies nahelegen. Die eingetragene Wertpapiersammelbank wäre als Inhaberin u.a. legitimiert, Zahlungen aus den Schuldverschreibungen mit schuldbefreiender Wirkung für den Emittenten entgegen zu nehmen. Nach § 9 Abs. 2 verwaltet der Inhaber ein Papier sogar „treuhänderisch“ für den Berechtigten, was eine irgendwie geartete Rechtsposition des Inhabers andeutet, die u.U. über die reine Stellung eines „Inhabers“ hinaus ginge, wohingegen § 9 Abs. 1 normiert, dass die Berechtigten Eigentümer nach Bruchteilen sind. Es wäre zu überlegen, auf den Begriff „treuhänderisch“ in § 9 Abs. 2 zu verzichten, da er eine über die Inhaberschaft hinausgehende Berechtigung nahelegt. Eine/die Berechtigung sollte jedoch – wie auch sonst bei der nationalen Girosammelverwahrung – ausschließlich bei den Anlegern liegen.

Auf S. 37 der Gesetzesbegründung wird ausgeführt, der Begebungsvertrag komme zwischen dem Emittenten und dem Inhaber zu Stande, was jedenfalls bei der Sammeleintragung nicht der Fall sein dürfte. Vielmehr dürfte dieser nur mit dem Ersterwerber zustande kommen, der aus dem Kaufvertrag die Lieferung qua Effekten giro, d.h. durch Zubuchung in sein Depot bei der Wertpapiersammelbank auf Basis eines Sammelbestands verlangen kann. Dementsprechend dürfte § 2 Absatz 1 Satz 2 zu weit gehen, indem die dort verwendete Formulierung suggeriert, dass die Begebung des Wertpapiers lediglich den „physikalischen“ Skripturakt (jetzt in Gestalt einer Registereintragung) erfordert. Wie in der Begründung zutreffend ausgeführt wird (S. 37

unten) wäre hierfür noch der Begebungsvertrag zwischen Emittenten und Ersterwerber erforderlich.

In § 26 Nr. 4 wird der Begriff des **Veräußerers** eingeführt, der dem Erwerber gegenüber als verfügungsbefugt gilt. Dieser Begriff wird im Gesetz sonst nicht verwendet, hier wäre es möglicherweise besser, auf den Inhaber abzustellen. Insgesamt sollte die Verwendung der bezeichneten Konzepte und Begrifflichkeiten und deren jeweiligen Befugnisse noch einmal überprüft werden.

Soweit in § 3 Absatz 3 und § 24 von Rechten „aus“ bzw. „an“ Wertpapieren die Rede ist, könnte auch hier eine einheitlichere Diktion für mehr Klarheit sorgen. So dürfte in § 3 das Recht „am“ Papier (dem bei der Inhaberschuldverschreibung ja das Recht „aus“ dem Papier folgt) oder aber schlicht das „Eigentum“ am Papier gemeint sein, in § 24 würde die erste Alternative („Verfügungen über elektronische Wertpapiere“) ausreichen.

- Weiter erläutert werden sollte auch das Verhältnis zwischen **Registerführung** und **Verwahrung**. Nach § 7 Abs. 4 stellt die Registerführung selbst (noch) keine Verwahrung im Sinne des DepotG dar. Bei der Sammeleintragung sowohl in das zentrale elektronische Wertpapierregister als auch in das Kryptowertpapierregister erscheint eine solche Regelung sinnvoll, da in diesem Fall ein CSD oder ein Verwahrer in das Register eingetragen werden und die Verwahrung somit erst mit der Eintragung derselben beginnen dürfte. Allerdings wird nach § 3 Abs. 2 bei der Eintragung in das zentrale elektronische Wertpapierregister der Registerführer als Inhaber definiert, was eine irgendwie geartete Rechtsposition oder Besitz suggeriert, was doch für eine Verwahrung auf Registerebene sprechen könnte. Insoweit verweisen wir nochmals auf unseren o.g. Vorschlag, die im Register eingetragene Entität als „Inhaber“ anzusehen. Bei der Einzeleintragung, bei der zwischen dem Registerführer und dem Berechtigten kein weiterer Intermediär dazwischentritt, der die Verwahrung vornehmen könnte⁴, erscheint hingegen eine Verwahrung auf der Ebene der Registerführung nicht ausgeschlossen. Insgesamt könnte daher das Gesetz noch deutlicher machen, wo die Registerführung aufhört und die Verwahrung beginnt.
- Erläuterungsbedürftig erscheint auch die Kollisionsnorm des § 32, wonach Verfügungen über elektronische Wertpapiere dem Recht des Staates unterliegen, unter dessen Aufsicht die registerführende Stelle steht. Gerade in Fällen der grenzüberschreitenden Besicherung⁵ sollte das Verhältnis zu Art. 9 Abs. 2 der Finalitätsrichtlinie und

⁴ Jedenfalls nicht nach dem Wortlaut des Gesetzes. Denkbar und auch naheliegend ist, dass derartige Papiere von einem Wallet-Anbieter verwahrt werden, der das Kryptoverwahrgeschäft betreibt. Über dessen Stellung sagt das Gesetz allerdings nichts.

⁵ **Beispiel:** Ein deutsches Unternehmen begibt eine Anleihe über das zentrale elektronische Wertpapierregister. Berechtigter ist eine französische Bank, die dieses Wertpapier zur Besicherung einem Systembetreiber oder einer Notenbank verpfänden will. Erfolgte die Verpfändung auf einem Konto in einem Drittland, dann käme nach den Regelungen der SFD das Recht des Drittlands zur Anwendung. Nach § 32 würde aber deutsches Recht auf die Verfügung zur Anwendung kommen, da die Aufsicht über die registerführende Stelle nach deutschem Recht erfolgt.

Art. 9 Abs. 1 der Finanzsicherheitenrichtlinie sowie zu § 17a DepotG genauer dargestellt werden, da diese auf den Belegenheitsort *des maßgeblichen (Depot-)Kontos* abstellen.

- Ebenfalls erläuterungsbedürftig erscheint die Regelung in § 9 Abs. 3 wonach in Fällen, in denen *„die Gesamtemission als Mischbestand teils aus einer Sammeleintragung und teils aus mittels Urkunde begebenen Wertpapieren oder Wertpapieren in Einzeleintragung im selben Register [besteht], diese Teile als ein einheitlicher Sammelbestand [gelten], wenn dies im Register zur Sammeleintragung vermerkt ist.“* Der Regelungszweck dieser Norm ist uns unklar. Die Rechtsfolge wäre, dass auch Papiere in Einzeleintragung als Teil eines Sammelbestandes angesehen würden, mit der Folge, dass diese Papiere nach § 9 Abs. 1 nach den allgemeinen Regeln des Effektingiros übertragen würden, und nicht – wie vom Gesetz vorgesehen – nach den Sondervorschriften der §§ 24 *et seq.*
- Bei der Neufassung der Definition des Kryptoverwahrgeschäfts in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 6 KWG (Art. 6) sind die Worte „für andere“ verschoben worden⁶. Hierdurch wird der Eindruck erweckt, als beziehe sich das „für andere“ nur noch auf die *„privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte für andere zu halten“*, nicht aber auf die *„Verwahrung, die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten“*. Hier sollte, eine bessere Formulierung gefunden oder zur Ausgangsformulierung zurückgekehrt werden.
- Schließlich würden wir eine Überprüfung der Schnittstellen des Gesetzes zu anderen Regelungen wie insbesondere zum Schuldverschreibungsgesetz 2009 anregen. Nach neuerer Rechtsprechung (BGH Urteil vom 16.1.2020 – IX ZR 351/18) könnte dessen Anwendung entgegenstehen, dass die Schuldverschreibungen nach dem Gesetz keine physischen Urkunden mehr wären. Eine Lösung könnte sein, die gesetzliche Fiktion in § 9 Absatz 1 Satz 1 über den „Wertpapiersammelbestand“ hinaus ausdrücklich auf alle sonstigen Regelungen zu erstrecken, die die Wertpapiereigenschaft voraussetzen.

In diesem Zusammenhang wäre zu überprüfen, ob die Regelungen über den Wechsel von einer Emissionsform in eine andere nach § 6 und die vorgesehene Gläubigerbeteiligung mit den Regelungen des Schuldverschreibungsgesetzes kompatibel ist. So erscheint die Zustimmung des einzelnen Anlegers erforderlich, wenn dieser seinen Anteil am Sammelbestand in eine Einzeleintragung umwandeln möchte, weil

⁶ Gegenwärtige Fassung: *„die Verwahrung, die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte zu halten, zu speichern oder zu übertragen, für andere (Kryptoverwahrgeschäft)“*; in Aussicht genommene Formulierung in Art. 6: *„die Verwahrung, die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte für andere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen sowie die Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen Kryptowertpapiere für andere nach § 4 Absatz 2 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen (Kryptoverwahrgeschäft)“*.

damit eine Änderung seines Rechtes verbunden ist, indem er seinen Miteigentumsanteil an einem Sammelbestand in eine Einzelforderung (und umgekehrt) tauscht. Absatz 4 könnte daher den Tauschvorgang in eine Einzelforderung und umgekehrt erfassen. Absätze 2 und 3 betreffen hingegen den eher technischen Vorgang der Skripturerersetzung beim Sammelbestand, indem eine Globalurkunde durch eine Sammelintragung ersetzt wird und umgekehrt. Da damit keine Änderung in der Rechtsstellung des Anlegers verbunden ist, sollten die Voraussetzungen für beide Alternativen gleich formuliert werden. Wenn man das nicht direkt im Gesetz zulassen möchte, so könnte (wie in Absatz 2 vorgesehen) eine Regelung in den Emissionsbedingungen ermöglicht werden. Sehen die Bedingungen das nicht vor, sollte eine Ersetzung mit Zustimmung eines nach dem SchuVG vorgesehenen oder bestellten Gläubigervertreeters oder mit Zustimmung einer einfachen Mehrheit der Gläubiger möglich sein, bevor auf die Zustimmung des einzelnen Gläubigers abgestellt wird. Auch § 22 sollte daher nochmals überdacht werden. In §§ 14 und 18 fehlen möglicherweise Registeränderungen aufgrund von Mehrheitsbeschlüssen der Gläubiger nach Maßgabe des SchuVG oder vergleichbarer Regelungen nach ausländischem Recht.