

Elektronische Wertpapiere

Stellungnahme zum Referentenentwurf vom 23.07.2020

von

Rechtsanwalt Robin Matzke

Stand

11.09.2020

E-Mail: rm@lambda.law

A.	Zusammenfassung in Thesen	5
B.	Einleitung	7
C.	Zivilrechtliche Kernelemente	8
I.	Anwendungsbereich und Systematik	8
II.	Begriffliches	8
1.	Das elektronische Wertpapier(-register)	8
2.	Inhaber und Berechtigter	9
a)	Verifizierung des Namens?.....	10
b)	Bedeutung der Inhaberschaft	10
c)	Inhaberschaft des Berechtigten nur bei Einzeleintragung von Kryptowertpapieren	11
3.	Eintragung, Niederlegung, Bezugnahme, Umtragung, Löschung	12
a)	Eintragung, Niederlegung und Bezugnahme	12
b)	Umtragung	13
c)	Löschung und Recht auf Vergessenwerden im Sinne der DSGVO.....	13
4.	Wertrechte o.ä.	15
III.	Elektronische Wertpapiere als Sachen, Besitz und Besitzschutz	15
1.	Eigentum an elektronischen Wertpapieren.....	15
2.	Besitz an elektronischen Wertpapieren	16
3.	Fazit.....	17
IV.	Registerführung	17
1.	Pflicht zur zutreffenden Wiedergabe der Rechtslage - Abkehr vom Prinzip der Formalität?	18
a)	Beispiel: Prinzip des formalen Konsens im Grundbuch	18
b)	Funktionsweise des formellen Prinzips im Wertpapierregister	18
c)	Besonderheit im Kryptowertpapierregister	19
d)	Fazit.....	20
2.	Schadensersatzpflicht nach § 7 Abs. 2 S. 2 e-WpG-E	20

3.	Verschuldensunabhängige Schadensersatzpflicht bei Datenverlust und unbefugter Datenveränderung.....	20
4.	Das zentrale Register.....	21
	a) Führung durch Zentralverwahrer	21
	b) Registerinhalt, § 13 e-WpG-E	22
	c) Änderungen des Registerinhalts und Löschung, § 14 e-WpG-E	22
5.	Das Kryptowertpapierregister.....	23
	a) Setup.....	23
	aa) Dezentralität	23
	bb) Fälschungssicherheit.....	24
	cc) Aufzeichnungssystem, das die Zeitfolge protokolliert.....	24
	dd) Unveränderlichkeit	25
	ee) Zwischenfazit	25
	b) Die registerführende Stelle	25
	c) Registerangaben gem. § 17 e-WpG-E.....	26
	d) Prioritätsprinzip, § 18 Abs. 3.....	26
6.	Wechsel zwischen den Registerarten	27
V.	Verfügungen über elektronische Wertpapiere.....	27
	1. Übereignung, § 25 e-WpG-E.....	28
	a) Einigung.....	28
	b) Übergabesurrogat	29
	c) Berechtigung, gutgläubiger Erwerb	29
	aa) Schutz des guten Glaubens	29
	bb) Umfang und Folgen des Gutgläubensschutzes	31
	cc) Abhandenkommen.....	32
	2. Finalität.....	33
VI.	Liberationswirkung und Einwendungen, § 28.....	34
	1. Liberationswirkung	34

2.	Einwendungen	35
VII.	Publizität, § 10 e-WpG-E	35
D.	Sonstiges	36
I.	Fehlen eines Registerberichtigungsanspruchs und Möglichkeit eines Widerspruchs 36	
1.	Registerberichtigungsanspruch	36
2.	Eintragung eines Widerspruchs	37
II.	Zweitmarkt	37
III.	Internationales Privatrecht.....	38
IV.	Emittentenprivileg.....	38
V.	Zivilprozessuales	39
1.	Rechtsdurchsetzung, Gläubigerstreit.....	39
2.	Beweisrecht	40
E.	Ausblick	41

Diese Stellungnahme möchte einzelne Aspekte rechtlich beleuchten und konkrete Verbesserungsvorschläge herausarbeiten. Da die Stellungnahmefrist relativ kurz bemessen ist, darf diese Stellungnahme nicht als abschließend missverstanden werden. In der Kürze der Zeit war es mir nicht möglich jeden Aspekt in der gebotenen Gründlichkeit zu durchdenken, sodass davon auszugehen ist, dass dieses Paper entsprechend angepasst werden wird.

Ein Grundverständnis der Technologie und der wesentlichen Begriffe wird vorausgesetzt. Soweit von der Applikationsebene einer DLT-Infrastruktur die Rede ist, wird der Begriff Smart Contract verwendet, weil er sich zur Zeit eingebürgert hat.

A. Zusammenfassung in Thesen

- Das Gesetz führt drei geschützte Rechtspositionen ein: Die formelle Inhaberschaft, die materiell-rechtliche Berechtigung bzw. das Eigentum an elektronischen Wertpapieren und den (berechtigten) Besitz an elektronischen Wertpapieren
- Im Interesse eines funktionierenden Wettbewerbs sollten zentrale Register nicht ausschließlich von Zentralverwahrern geführt werden dürfen. Ansonsten treten lediglich verschiedene dezentrale Registerlösungen in Wettbewerb zueinander und diese gesammelt wiederum in Wettbewerb mit dem zentralen Register. Ein Wettbewerb zwischen zentralen Registern würde nicht ermöglicht
- Einzeleintragungen sollten auch bei zentralen Registern möglich sein
- Die Bezugnahme sollte in der Wertpapierprospektdatebank der BaFin jedenfalls für öffentlich angebotene elektronische Wertpapiere erfolgen
- Das eWpG-E sollte klarstellen, dass über pseudonymisierte Transaktionshistorien unveränderlich Buch geführt werden soll und auch datenschutzrechtliche Erwägungen nicht dazu führen dürfen, dass diese Legitimationsketten unterbrochen werden können.
- Das Eigentum an elektronischen Wertpapieren bezieht sich auf den Saldo bzw. das Guthaben, das dem Berechtigten zugeordnet ist
- Wer das Authentifizierungsinstrument hat, ist unmittelbarer Besitzer. Die registerführende Stelle wird in aller Regel Mitbesitzer sein
- Der possessorische Besitzschutz ist grundsätzlich anwendbar. Im Verhältnis zur registerführenden Stelle kann der Besitzschutz nach § 866 BGB eingeschränkt sein
- Bei Zustimmungen sollte beim zentralen Register nicht auf die Zustimmung der Berechtigten, sondern auf diejenige der Inhaber abgestellt werden
- Die Zustimmung aller Inhaber ist nicht praxistauglich. Die Zustimmung der einfachen Mehrheit sollte genügen
- Das Kryptowertpapierregister wird sich in aller Regel aus verschiedenen Elementen zusammensetzen, die nur zusammen genommen das Kryptowertpapierregister bilden. Das Tatbestandsmerkmal der Dezentralität muss daher praxistgerecht weit verstanden werden. Nicht alle Elemente des Kryptowertpapierregisters muss dezentral sein. Eine Konkretisierung des Tatbestandsmerkmals in einer Verordnung ist notwendig
- Es ist für das Merkmal der Zeitenfolge ausreichend, wenn die Zeit in Blocknummern angegeben wird. Die Angabe der Uhrzeit ist nicht erforderlich
- Miner o.ä. können nicht ohne weiteres als registerführende Stelle benannt oder angesehen werden

- Soweit geldwäscherechtliche Identifikationen notwendig sind, sollte das e-WpG klarstellen, dass ein Videoident nicht notwendig ist. Insbesondere bei Geldeingängen von Bankkonten sollte ein Datenabgleich über die PSD-2-Schnittstelle wie im EU-Ausland zur Verifizierung der Daten ausreichen
- Das elektronische Wertpapierregister kann die Abgabe der Willenserklärungen im Rahmen einer Übereignung dokumentieren
- Der Gedanke des § 816 Abs. 1 S. 1 BGB muss im Interesse des Verkehrsschutzes fruchtbar gemacht werden, damit die gutgläubig erworbene Eigentumsposition kondiktionsfest gemacht wird
- Es sollte ein Registerberichtigungsanspruch nach Vorbild des § 894 BGB in das e-WpG-E aufgenommen werden
- Die Möglichkeit, elektronische Wertpapiere aufgrund einer einstweiligen Verfügung von der registerführenden Stelle einfrieren zu lassen oder einen Widerspruch gegen die Registerlage eintragen zu lassen, sollte in Anlehnung an § 899 BGB in das e-WpG-E aufgenommen werden
- Im Sinne des Verkehrsschutzes ist ein gutgläubiger Erwerb von abhandengekommenen elektronischen (Inhaber-)Wertpapieren ausnahmsweise nach § 935 BGB möglich
- Eine Transaktion ist als final zu betrachten, wenn es mathematisch mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen ist, dass die Transaktion fehlschlägt
- Die Liberationswirkung sollte einschränkend ausgelegt werden, dass sie jedenfalls dann entfällt, wenn positive Kenntnis über die Tatsachen vorliegt, die zur Nichtberechtigung des Inhabers führen. Eine gesetzliche Klarstellung wäre angesichts der strittigen Rechtslage hilfreich
- Der Begriff des Teilnehmers sollte weit verstanden werden. Etwaig beabsichtigte Beschränkungen des Teilnehmerkreises sollten gesetzlich klargestellt werden
- Soweit § 10 Abs. 1 e-WpG-E einen Anspruch begründen soll, ist der Wortlaut anzupassen.
- Das besondere berechnete Interesse nach § 10 Abs. 3 e-WpG-E sollte mit Regelbeispielen konkretisiert werden
- Das sog. Emittentenprivileg gilt bezüglich aller Finanzdienstleistungen nach § 1 Abs. 1a S. 2 KWG

B. Einleitung

Es sind nicht ganz zwei Jahre vergangen, als eine Initiative um MdB Thomas Heilmann einen konkreten Vorschlag für die Einführung elektronischer Wertpapiere gemacht hat.¹ Es sind keine eineinhalb Jahre vergangen, seitdem sich die Bundesregierung im Eckpunktepapier vom 7.3.2019 für die Einführung elektronischer Wertpapiere ausgesprochen hat. Nun liegt der Referentenentwurf (im Folgenden: „**e-WpG-E**“)² vor. Manches dürfte erwartet werden, manches fehlt, manches ist spektakulär und geradezu rechtshistorisch.

Obwohl es ein Nischengesetz ist, dürfte das e-WpG-E die Zukunft der Rechtsentwicklung entscheidend prägen und verdient Aufmerksamkeit weit über den Kapitalmarkt hinaus. Es beantwortet einige seit längerem diskutierte Fragen wie die nach dem Eigentum an Daten,³ die Notwendigkeit und Übertragbarkeit sachenrechtlicher Grundsätze in die unkörperliche (Register-)Welt⁴ sowie die sinnvolle praktische Handhabbarkeit dezentraler Infrastrukturen (insb. der DLT-Technologie) im Rechtsverkehr⁵.

Gleichzeitig sollten die Grenzen der Technologie nicht verkannt werden. Gelegenheit macht Diebe und Gelegenheiten wird es immer geben. Die beste Technik wird dies nicht verhindern können. Jedes der Register setzt die Möglichkeit einer Manipulation (im Sinne einer manuellen Zugriffsmöglichkeit) durch die registerführende Stelle voraus und eröffnet konstruktionsbedingt Missbrauchspotential. Dezentrale, unveränderliche und transparente Infrastrukturen sorgen aber dafür, dass jeglicher Missbrauch nachvollzogen werden kann. Es geht also nicht darum, Missbrauch technisch vollständig auszuschließen (dies wäre ein unmögliches Unterfangen), sondern darum, ihn nachhaltig zu machen und eine Rechtsdurchsetzung im zivilrechtlichen, öffentlich-rechtlichen und strafrechtlichen Rahmen zu erleichtern.

Es wird mit dem e-WpG-E in vielerlei Hinsicht Neuland betreten. Das Gesetz ist – so viel sei vorweggenommen – mutig und modern. Es eröffnet einen völlig neuen, nicht dagewesenen Markt. Dieser Umstand verpflichtet ebenso zur Nachsicht gegenüber dem Gesetzgeber und zu einem agilen Handeln desselben, sollten Anpassungsbedarf, Missstände oder Weiterentwicklungen notwendig werden.

¹ Heilmann/Matzke/Fordan/Theil/Zumdieck, Memorandum Regulierung von Token-Emissionen zur Unternehmensfinanzierung (Stand 5.11.2018), nicht veröffentlicht, Anfrage per E-Mail an das Büro von Thomas Heilmann möglich.

² Abrufbar unter https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_Einfuehrung_elektr_Wertpapiere.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (zuletzt abgerufen am 08.09.2020).

³ Für einen Überblick vgl. *Michl* NJW 2019, 2729 m.w.N. v.a. in Fn. 3.

⁴ S. *Paulus/Matzke* CR 2017, 769.

⁵ *Paulus/Matzke* ZfPW 2018, 431 zu verschiedenen rechtlichen Aspekten der DLT-Technologie.

C. Zivilrechtliche Kernelemente

Das e-WpG-E bringt die wohl spektakulärsten Änderungen für das Zivilrecht. Einige wenige wesentliche Änderungen und ihre Folgen werden nachstehend herausgearbeitet.

I. Anwendungsbereich und Systematik

Das Gesetz soll allein auf Schuldverschreibungen auf den Inhaber im Sinne der §§ 793 ff. BGB Anwendung finden (§ 1 e-WpG-E), weil hier das praktische Bedürfnis am größten sei. Elektronische Aktien und Investmentfondsanteile sollen zu einem späteren Zeitpunkt folgen.⁶

In der Tat sind die bisherigen Emissionen ganz überwiegend genussrechtsähnlich als digitale Inhaberschuldverschreibung ausgestaltet. Das liegt freilich auch daran, dass nach § 95 KAGB Anteilsscheine an Sondervermögen zwingend zu verbrieften sind und daher von vornherein für nativ digitale Emissionen (jedenfalls in Deutschland) nicht in Betracht kommen. Das praktische Interesse an einem digitalen Investmentfonds ist aber hoch. Ihr Ausschluss ist hinnehmbar, wenn diese durchaus komplexen Materien später angegangen werden und der Gesetzgeber agil vorgeht.

Der Referentenentwurf regelt elektronische Wertpapiere, wobei Kryptowertpapiere einen Sonderfall elektronischer Wertpapiere darstellen.⁷ Das e-WpG-E ist wiederum *lex specialis* zu den Regelungen des BGB aber nicht abschließend. Die Regelungen des BGB gelten ergänzend,⁸ was insbesondere in der Übergangszeit von entscheidender Bedeutung sein wird.

II. Begriffliches

1. Das elektronische Wertpapier(-register)

Zentraler Begriff ist das elektronische Wertpapier. Die Ausstellung einer körperlichen Urkunde wird durch eine immaterielle Eintragung im elektronischen Wertpapierregister ersetzt (§ 2 Abs. 1 eWpG-E). Eine Datenbank ersetzt also vollständig die papierne Urkunde. Diese Datenbank kann gem. § 4 Abs. 1 eWpG-E sowohl als zentrales Register (§§ 12 ff. eWpG-E) als auch als dezentrales Kryptowertpapierregister (§§ 16 ff. eWpG-E) geführt werden. Zwischen diesen beiden Registern und der Emission über eine beim Zentralverwahrer hinterlegte körperliche Urkunde hat der Emittent die freie Wahl. Ein nachträglicher Wechsel zwischen den Registerarten ist unter den Voraussetzungen des § 6 eWpG-E möglich. Hat sich der Emittent

⁶ e-WpG-E S. 35.

⁷ S. § 4 Abs. 2 „Ein Kryptowertpapier ist ein elektronisches Wertpapier [...]“.

⁸ S. nur e-WpG-E S. 65 a.E. zu Verfügungstatbeständen.

eines Kryptowertpapiers aber einmal festgelegt, ist eine spätere Änderung des elektronischen Wertpapierregisters nach § 22 eWpG-E nur mit Zustimmung aller Kryptowertpapierinhaber oder der Aufsichtsbehörde möglich. Das Erfordernis der Zustimmung aller Kryptowertpapierinhaber wird sich allerdings in der Praxis kaum bewähren können. Dem einzelnen Inhaber stünde faktisch ein Vetorecht zu. Die Zustimmung der Mehrheit aller ordnungsgemäß abgegebenen Stimmen sollte vielmehr genügen, um Handlungsfähigkeit zu gewährleisten.

Der Referentenentwurf adressiert nicht direkt den Fall einer sog. *Hard Fork*.⁹ Dabei teilt sich das Netzwerk in zwei Stränge, von denen beide grundsätzlich co-existieren aber nach unterschiedlichen Protokollen operieren. Ein Smart Contract würde zum Zeitpunkt der Hard Fork also dupliziert und könnte technisch auf beiden Strängen geführt werden. In diesem Fall sollte die Emittentin bzw. die registerführende Stelle einseitig und ohne weitere Voraussetzungen das künftig allein maßgebliche Register bestimmen dürfen. Insbesondere sollte eine Hard Fork nicht dazu führen, dass es faktisch durch Verdopplung des Wertpapierregisters zu einem *Aktiensplit* kommt, wobei ein Teil der Wertpapiere in dem einen und ein Teil der Wertpapiere in dem anderen Kryptowertpapierregister geführt werden.

2. Inhaber und Berechtigter

Wie gleich noch näher darzustellen ist, gelten elektronische Wertpapiere als Sachen. Konsequenterweise unterscheidet der Referentenentwurf in § 3 eWpG-E dementsprechend zwischen einer rein formellen Rechtsposition – der Inhaberschaft – und einer materiellrechtlichen Rechtsposition – der Berechtigung. Die formelle Rechtsposition darf dabei aber nicht mit der tatsächlichen Rechtsposition, dem Besitz, verwechselt werden, weil sie nicht unbedingt mit einer tatsächlichen Gewalt über die Sache bzw. das elektronische Wertpapier einhergeht.

Inhaber eines Kryptowertpapiers ist nach § 3 Abs. 1 eWpG-E derjenige, auf dessen Namen das Kryptowertpapier oder ein bestimmter Anteil an einer Gesamtemission im Kryptowertpapierregister eingetragen ist. Die Eintragung des Namens kann sich aber lediglich auf die Inhaberschaft beziehen, nicht aber auf die Berechtigung aus dem Papier. Andernfalls würde ein Namenspapier mit Inhaberklausel nach § 808 BGB vorliegen.¹⁰

⁹ Zum Begriff *Hakert/Kirschbaum* DStR 2018, 881.

¹⁰ Auch der BFH hat in einem Urteil festgestellt, dass es dem Emittenten einer Inhaberschuldverschreibung nicht zumutbar ist, den Berechtigten zu benennen, s. BFH Urt. v. 25.02.2004 – I R 13/03 zu einem Benennungsverlangen nach § 160 AO. Kritisch hierzu etwa Klein/*Rüsken* § 160 Rn. 14.

a) Verifizierung des Namens?

Unklar ist, ob der Name von der Emittentin verifiziert werden muss. Der Referentenentwurf verhält sich dazu nicht, sodass auf die Angaben des Inhabers grundsätzlich vertraut werden kann.

Etwas anderes kann sich jedoch aus der Identifizierungspflicht nach §§ 10, 11 GWG ergeben, weil die Führung eines Kryptowertpapierregisters nach dem eWpG-E eine Finanzdienstleistung werden soll.¹¹ Bislang sind Emittenten von Wertpapieren weder als Finanzdienstleistungsinstitut noch sonst über § 2 GWG als Geldwäscheverpflichtete erfasst.¹² Führt der Emittent das Kryptowertpapierregister nach § 16 Abs. 2 S. 3 eWpG-E also selbst, wird er Verpflichteter nach den vorgenannten Normen. In der Praxis dürfte sich diese Änderung kaum niederschlagen, weil eine Identifikation samt geldwäscherechtlicher Prüfung bereits jetzt durchgeführt wird. Der Grund hierfür ist aber weniger die Rechtslage als vielmehr die Vorgabe der kontoführenden Bank des Emittenten.

Die Pflicht zur geldwäscherechtlichen Identifikation und Verifikation des Namens gilt ebenso für die Registerführung eines zentralen Registers, da es nach § 12 Abs. 2 eWpG-E nur von einem Zentralverwahrer geführt werden darf. Zentralverwahrer sind als Kreditinstitute nach § 1 Abs. 1 S. 1, S. 2 Nr. 6, Abs. 6 KWG i.V.m. § 2 Abs. 1 Nr. 1 GWG geldwäscherechtlich Verpflichtete. Allerdings dürfen in ein zentrales Register ohnehin nur Wertpapiersammelbanken eingetragen werden, § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E.

Das e-WpG-E sollte aber klarstellen, dass ein Video-Ident nicht notwendig ist. Zum einen ist das Verfahren praxisuntauglich und hat enorm hohe Abbruchquoten. Zudem gibt es mittlerweile technisch mindestens gleichwertige aber in der Nutzererfahrung deutlich bessere Alternativen, die deutlich kostengünstiger sind. Insbesondere bei Geldeingängen von Bankkonten sollte ein Datenabgleich über die PSD-2-Schnittstelle zur Verifizierung der Daten ausreichen.

b) Bedeutung der Inhaberschaft

Im Interesse des Verkehrsschutzes kommt der Inhaberschaft zentrale Bedeutung zu. Sie sorgt für das notwendige Vertrauen in die formelle Registerlage und beschleunigt den Rechtsverkehr. So wird nach § 27 eWpG-E zugunsten des Inhabers grundsätzlich vermutet, dass er auch Berechtigter ist. Das sachenrechtliche Vorbild ist § 1006 BGB, wenngleich der Inhaber nicht

¹¹ Hierzu soll ein § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG eingefügt werden, s. eWpG-E S. 22.

¹² *Kleinert/Mayer* EuZW 2019, 857 (861).

auch Besitzer der elektronischen Wertpapiere sein muss (dazu unten). § 1006 BGB und § 27 eWpG-E stehen damit nebeneinander.

Zudem ist der Inhaber nach § 28 eWpG-E besonders geschützt. Der Inhaber kann grundsätzlich die Leistung aus der Schuldverschreibung verlangen. Durch die Beweislastumkehr („[...] *es sei denn, dass* [...]“) braucht der Inhaber seine materiell-rechtliche Berechtigung auch nicht nachweisen. Es obliegt vielmehr dem Emittenten oder einem Dritten zu beweisen, dass der Inhaber nicht auch Berechtigter ist. Die Parallelnorm dieser Legitimationswirkung ist in § 793 Abs. 1 S. 1 BGB zu finden.

Zugunsten des Emittenten übernimmt § 28 Abs. 1 S. 2 eWpG-E die Erfüllungswirkung des § 793 Abs. 1 S. 2 BGB. Demnach wird der Emittent grundsätzlich durch eine Leistung an den Inhaber befreit, der nicht Berechtigter ist.

Die Legitimations- und Erfüllungswirkung sind Kernelemente eines funktionierenden Zweitmarktes für Inhaberschuldverschreibungen und können auch im nativ digitalen Kontext fruchtbar gemacht werden.

c) Inhaberschaft des Berechtigten nur bei Einzeleintragung von Kryptowertpapieren

Grundsätzlich können elektronische Wertpapiere nur auf den Namen einer Wertpapiersammelbank eingetragen werden, § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG-E (sog. Sammeleintragung). Inhaber ist damit stets die Wertpapiersammelbank, die zugleich als Besitzmittlerin gem. § 868 BGB für die Berechtigten fungiert. Bei Kryptowertpapieren können auch einzelne Berechtigte als Inhaber eingetragen werden, § 8 Abs. 2 eWpG-E (sog. Einzeleintragung). Damit wird eine Eigenverwahrung jedes Berechtigten möglich. Unklar ist aber, wieso diese Möglichkeit bei einfachen elektronischen Wertpapieren kategorisch nicht bestehen soll. Die Rechtsposition des Berechtigten würde doch gestärkt, hätte er neben dem Eigentum auch die Inhaberschaft inne.

Soweit der Referentenentwurf hofft, durch den Wegfall der physischen Verwahrung eine signifikante Kostensenkung der Zentralverwahrung zu erreichen, muss dies stark bezweifelt werden. Denn das faktische Monopol im Rahmen der Sammelverwahrung bleibt unangetastet und es gibt keinen Grund daran zu zweifeln, dass weiterhin Monopolpreise erhoben werden. Hier verpasst der Referentenentwurf also teilweise die Öffnung des Verwahrmarktes für alle Formen elektronischer Wertpapiere. Dies wäre aber nötig, um auf dem Markt der Zentralverwahrer Wettbewerb zu ermöglichen, der zu effizienten Preisen führt. Es ist im Übrigen kein Grund ersichtlich, wieso die Eigenverwahrung nur Kryptowertpapieren vorbehalten sein soll. Es wäre gerade im Sinn der Technikneutralität, sie (freilich neben der

Sammelverwahrung) für alle Formen elektronischer Wertpapiere zuzulassen. Andernfalls würde schlicht das dezentrale Register mit dem zentralen Register konkurrieren, nicht aber zentrale Register untereinander.

3. Eintragung, Niederlegung, Bezugnahme, Umtragung, Löschung

Des Weiteren sind die drei Begriffe der Eintragung, Umtragung und Löschung von besonderer Relevanz.

a) Eintragung, Niederlegung und Bezugnahme

Nach § 4 Abs. 3 eWpG-E ist die Eintragung die Aufnahme eines elektronischen Wertpapiers in ein elektronisches Wertpapierregister unter eindeutiger und unmittelbar erkennbarer Bezugnahme auf die niedergelegten Emissionsbedingungen. Die Eintragung bildet den Skripturakt, also die Ausstellung einer Urkunde über die ansonsten immaterielle Forderung, nach.

Die Niederlegung der Emissionsbedingungen ist in § 5 eWpG-E geregelt. Demnach erfolgt die Niederlegung in einer beständigen elektronischen Form mit der Möglichkeit der beliebigen wiederholbaren Kenntnisnahme für jedermann (d.h. nicht nur für Inhaber oder Berechtigte). Nach dem Wortlaut ist eine Niederlegung „im“ Wertpapierregister grundsätzlich nicht erforderlich.¹³ Die Trennung von Emissionsbedingungen und Register ist sinnvoll. Jede Komplexität machte das Register anfälliger für Bugs etc. Das Register selbst sollte so einfach wie möglich gestaltet sein.

Die Bezugnahme auf die Emissionsbedingungen soll die Verbindung zwischen Wertpapierregister und Emissionsbedingungen herstellen. Nach den Vorstellungen des Referentenentwurfs soll diese Verknüpfung durch die Wertpapierkennnummer erfolgen. Dieser Ansatz erscheint jedoch nicht immer und insbesondere nicht bei Kryptowertpapieren praxistauglich. Die Wertpapierkennnummer wird von WM nach einem deterministischen Verfahren vergeben und besteht aus einer sechsstelligen Ziffern-/Buchstabenkombination. Diese Nummer ist als Standard hilfreich, aber zum Zwecke der eindeutigen Identifizierung nicht notwendig. So haben Smart Contracts in öffentlichen und privaten Netzwerken grundsätzlich eindeutige Adressen, die ihre Identifikation im jeweiligen Netzwerk ohne Weiteres ermöglichen. Letztlich geht es also um die Frage, an welchem Ort die jeweiligen Datensätze (Emissionsbedingungen, Daten des Emittenten und Identität des Registers, inkl. Möglichkeit der Einsichtnahme) aggregiert werden sollen. Besser wäre es, diese Daten in der

¹³ Vgl. auch S. 41 unter 3, wonach die Emissionsbedingungen außerhalb des Registers niedergelegt werden.

Wertpapierprospekt Datenbank der BaFin zusammenzufassen und sie zu einer Wertpapierdatenbank öffentlich angebotener Wertpapiere auszubauen.

Bereits jetzt werden dort die Prospektversionen inkl. Nachträgen sowie die Informationen zum Emittenten zwingend veröffentlicht. Es wäre einfach, dieses Register um die Daten zu erweitern, die für eine eindeutige Identifizierung des Smart Contracts notwendig sind, ob und wo Möglichkeiten der Einsichtnahme bestehen. Wird der Smart Contract etwa auf Ethereum geführt, kann die Adresse und ggf. ein Link zu dieser Adresse über einen gängigen Blockchain-Explorer in den Datenbestand aufgenommen werden. Sollte sich die Adresse des Smart Contracts ändern (z.B. nach § 22 eWpG-E), kann auch dies – ähnlich wie ein Prospektnachtrag – dargestellt werden.

b) Umtragung

Eine Umtragung ist nach § 4 Abs. 5 eWpG-E die Austragung des Inhabers eines im elektronischen Wertpapierregister eingetragenen elektronischen Wertpapiers und die Eintragung eines neuen Inhabers oder kurz: Die Übertragung der Inhaberschaft. Es handelt sich also um den Publizitätsakt oder das Übergabesurrogat.

Eine Umtragung wird nur bei Kryptowertpapierregistern relevant.¹⁴ Die Umtragung hat für jede Verfügung über Kryptowertpapiere konstitutive Wirkung, sodass eine Rechteübertragung zwingend die Umtragung erfordert, §§ 25 Abs. 2, 24 eWpG-E. Ein Veräußerer verliert seine Rechte an dem Kryptowertpapier also so lange nicht, wie die Umtragung nicht stattgefunden hat.

Auf der technischen Seite muss die Umtragung mit einer sicheren Lösung des sog. Double-Spending-Problems flankiert werden, damit sichergestellt ist, dass eine Umtragung immer nur einmal ausgeführt werden kann. Ansonsten haftet die registerführende Stelle nach § 7 eWpG-E.

c) Löschung und Recht auf Vergessenwerden im Sinne der DSGVO

Die Löschung ist gem. § 4 Abs. 6 eWpG-E die Kenntlichmachung eines eingetragenen elektronischen Wertpapiers, einschließlich seiner niedergelegten Emissionsbedingungen, als gegenstandslos. Löschung wird wie auch bei anderen Registern¹⁵ nicht als Entfernung des Datensatzes verstanden. Im Grundbuch etwa werden frühere Eigentümer weitergeführt und die Löschung wird durch Unterstreichen kenntlich gemacht.¹⁶ Löschen meint also vor allem

¹⁴ Vgl. § 7 Abs. 2 S. 1 eWpG-E.

¹⁵ Hierzu *Paulus/Matzke ZfPW* 2018, 431 (437).

¹⁶ S. *Paulus/Matzke ZfPW* 2018, 431 (461), dort in Fn. 205 a.E.

Überschreiben. Dieses Verständnis der Löschung dient primär der Beweisführung und stellt eine integrale Legitimationskette sicher.

Soweit in der Begründung auf das datenschutzrechtliche Recht auf Vergessenwerden in Art. 17 Abs. 1 DSGVO verwiesen wird, dürfte sich daran nichts ändern.¹⁷ Zwar wird vertreten, dass öffentliche Schlüssel (bzw. Hashwerte) und der ihnen jeweils zugeteilte Saldo personenbezogene Daten seien können.¹⁸ Der Verweis könnte dahingehend missverstanden werden, dass beispielsweise pseudonymisierte Transaktionsdaten aus der Transaktionshistorie entfernt werden müssen. Das Interesse an einer Löschung im Sinne der Entfernung eines Datensatzes steht aber einerseits in Konflikt mit den Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten von Kreditinstituten¹⁹, Wertpapierdienstleistungsunternehmen²⁰ sowie geldwäscherechtlich Verpflichteten²¹.²² Andererseits würde der Vorteil einer Blockchain – nämlich die lückenlose Aufzeichnung der Transaktionshistorie – ähnlich wie bei den anderen genannten Registern verfehlt, müsste man z.B. Transaktionen entfernen. Bei vielen DLT-Infrastrukturen wäre dies ohnehin technisch gar nicht möglich, was ihre Integrität gerade erhöht. Dies sog. Unveränderlichkeit²³ ist kein Bug, sondern ein Feature auch anderer öffentlicher Register.

In diesem Lichte ist auch Art. 23 Abs. 1 lit. j DSGVO zu beachten, wonach das Recht auf Vergessenwerden gesetzlich eingeschränkt werden kann, soweit es dem Schutz Dritter bei der Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche dient. Eine lückenlose Transaktions- und Legitimationskette dient diesem Tatbestand. Ein vollständiges und transparentes Register sollte im allgemeinen öffentlichen Interesse nach Art. 23 Abs. 1 lit. e DSGVO liegen.²⁴ Zudem werden normalerweise Klardaten nur im Backend der registerführenden Stelle gespeichert. Sie sind nicht öffentlich einsehbar und sollten diese Daten gelöscht werden (was technisch wiederum nur ein Überschreiben wäre), genügt das dem Interesse des Betroffenen.²⁵ Die durch den Hashwert erreichte Pseudonymisierung wird von Art. 25 Abs. 1 DSGVO nicht zuletzt explizit als Mittel der wirksamen Datenminimierung anerkannt.

¹⁷ S. 42 eWpG-E.

¹⁸ *Martini/Weinzierl* NVwZ 2017, 1251 (1252 f.); *Hecht* MittBayNot 2020, 314 (319); unklar *Bechtolf/Vogt* ZD 2018, 66.

¹⁹ §§ 238, 257 HGB.

²⁰ Vgl. § 83 WpHG.

²¹ § 8 GWG.

²² Weitergehend *Roller/Hendel* VuR 2005, 13 (14 ff.).

²³ Unveränderlichkeit ist in diesem Kontext rückwirkend zu verstehen. Transaktionen mit Wirkung für die Zukunft sind natürlich möglich.

²⁴ *Hecht* MittBayNot 2020, 314 (319).

²⁵ *Erbguth* MMR 2019, 654 (658).

De lege lata sprechen die besseren Gründe also dafür, dass pseudonymisierte Transaktionshistorien im Interesse aller nicht zu entfernen sind. Dies sollte im eWpG-E klargestellt werden, um etwaige Missverständnisse zu vermeiden.

4. Wertrechte o.ä.

Ein Wertpapier ist ein Wertpapier – und zwar unabhängig von der Art der Ausstellung. Dies soll auch so bleiben, daher hat sich der Referentenentwurf bewusst (S. 37) gegen die Einführung einer neuen Terminologie z.B. der „Wertrechte“ entschieden, wie es sie beispielsweise in der Schweiz gibt. Dies ist konsequent, ist doch die digitale Verbriefung gleichwertig mit einer analogen. Wird also über ein Genussrecht ein elektronisches Wertpapier ausgegeben, wird aus dem *Genussrecht* ebenfalls ein (elektronischer) *Genussschein*.

III. Elektronische Wertpapiere als Sachen, Besitz und Besitzschutz

§ 2 Abs. 3 eWpG-E besagt, dass elektronische Wertpapiere als Sachen im Sinne des § 90 BGB gelten. Wie bei jeder Fiktion ist damit zunächst einmal klargestellt, dass elektronische Wertpapiere keine Sachen sind²⁶, sie aber genauso behandelt werden müssen.²⁷ Dieser eine kurze Satz wird rechtshistorische Bedeutung erlangen. Es ist zwar nicht das erste Mal, dass digitale Daten wie Sachen behandelt werden.²⁸ Nichtsdestotrotz geht das eWpG-E über einen reinen Anwendungsbefehl spezifischer sachenrechtlicher Normen²⁹ hinaus, indem die Rechtsposition des Berechtigten das *Eigentum* ist und elektronische Wertpapiere *übereignet* werden.³⁰ Durch den Verweis auf § 90 BGB wird zudem das gesamte Sachenrecht zur Anwendung gebracht. Mitumfasst ist damit auch das Besitzrecht, inklusive dem Besitzschutz, das Eigentümer-Besitzer-Verhältnis, gesetzliche Eigentumserwerbstatbestände usw. Die Rechtspositionen, die das e-WpG-E vermittelt, sind also grundsätzlich absolut.

1. Eigentum an elektronischen Wertpapieren

Der Berechtigte eines elektronischen Wertpapiers ist wird dessen Eigentümer, vgl. § 27 eWpG-E bzw. im Falle der Sammeleintragung Miteigentümer, § 9 Abs. 1 S. 2 eWpG-E. Damit soll das gleiche Schutzniveau erreicht werden wie bei urkundlichen Wertpapieren.³¹ Doch fraglich ist, worauf sich das Eigentum bezieht?

²⁶ So aber *John BKR* 2020, 76.

²⁷ Dieser explizite Anwendungsbefehl des Sachenrechts war notwendig, s. *Kaulartz/Matzke NKW* 2018, 3278 (3283).

²⁸ Vgl. z.B. für das elektronische Konossement § 516 Abs. 2 HGB, das dem Konossement gleichgestellt wird.

²⁹ Wie z.B. in § 8 des BSchuWG.

³⁰ S. § 25 eWpG-E.

³¹ S. eWpG-E S. 26.

Der Private Key kann es nicht sein. Er ist lediglich ein Werkzeug zur Identifizierung und Authentifizierung. Er vermittelt die tatsächliche Herrschaft über die elektronischen Wertpapiere, nicht aber das elektronische Wertpapier selbst.

Tauglicher Anknüpfungspunkt kann mithin nur der Saldo an elektronischen Wertpapieren sein – also mit anderen Worten der Betrag an elektronischen Wertpapieren, der der jeweiligen Person zugeordnet ist. Es kann nur dieser Wert sein, der durch das e-WpG-E besonders geschützt wird.

Der Eigentumsschutz folgt dann aus den allgemeinen eigentumsschützenden Normen: § 985 BGB gibt jedem Berechtigten bzw. Eigentümer einen Herausgabeanspruch gegen unberechtigte Besitzer (z.B. den Kryptoverwahrer nach Beendigung des Kryptoverwahrungsvertrags). Die registerführende Stelle, die ebenfalls Mitbesitzerin ist (dazu unten) dürfte aber durch das e-WpG-E grundsätzlich berechnigte Mitbesitzerin sein, sodass ein Anspruch auf Herausgabe nach § 985 BGB ihr gegenüber scheidert.

Im Übrigen kann ein Berechnigter § 1004 BGB sowie § 823 Abs. 1 BGB geltend machen.

2. Besitz an elektronischen Wertpapieren

Der unmittelbare Besitz an elektronischen Wertpapieren wird durch die Erlangung der tatsächlichen Gewalt über die Sache (d.h. über das elektronische Wertpapier bzw. über den jeweils zugeordneten Wert, s.o.) gem. § 854 Abs. 1 BGB erworben. Die tatsächliche Gewalt wird dann erlangt, wenn jemand tatsächlich in der Lage ist, sich als Inhaber zu authentifizieren und Umtragungen auszulösen. Damit ist also zunächst jeder unmittelbarer Besitzer, der den Private Key als Authentifizierungsinstrument der entsprechenden Wallet hat. Wird ein Kryptoverwahrer eingeschaltet, wird der Kryptoverwahrer unmittelbarer Besitzer, während der Kryptohinterleger mittelbarer Besitzer nach § 868 BGB oder je nach Ausgestaltung Mitbesitzer nach § 866 BGB wird. Da § 18 eWpG-E aber vorschreibt, dass auch die registerführende Stelle Änderungen an Registerinhalt vornehmen kann, hat auch sie die tatsächliche Gewalt über alle von ihr verwalteten elektronischen Wertpapiere (im Endeffekt kann sie einen Master Private Key haben, der mit einem Generalschlüssel vergleichbar ist). Es handelt sich um gleichstufigen Mitbesitz. Der Besitzschutz ist damit im Innenverhältnis zwischen Inhaber und registerführender Stelle insbesondere bzgl. Besitzstörungen eingeschränkt, § 866 BGB. Nimmt die registerführende Stelle eine Änderung des Registerinhalts nach § 18 eWpG-E vor, indem sie elektronische Wertpapiere von einer Wallet auf eine andere Wallet umbucht, wird der Mitbesitz des Walletinhabers aber insgesamt beeinträchtigt, sodass der Besitzschutz wegen Besitzentziehung nach § 861 BGB fruchtbar gemacht werden kann. Die registerführende Stelle

kann nach § 863 BGB nur geltend machen, dass es sich nicht um verbotene Eigenmacht handelte. Das ist nach § 858 Abs. 1 BGB nur dann nicht der Fall, wenn die Umtragung dem Willen des Besitzers entsprach oder das e-WpG-E die Entziehung gesetzlich gestattet. Eine gesetzliche Gestattung liegt insb. unter den Voraussetzungen der §§ 14, 18 e-WpG-E sowie allgemeiner Normen vor.

Der Besitz an elektronischen Wertpapieren ist damit also sowohl gegenüber Dritten (z.B. Hackern oder „Dieben“ des Private Key – nach §§ 859 f. BGB ist Gewaltanwendung möglich) als auch gegenüber der registerführenden Stelle possessorisch geschützt.

3. Fazit

Damit gibt es insgesamt drei geschützte Rechtspositionen: Die formelle Inhaberschaft, die materielle Berechtigung bzw. das Eigentum, und den tatsächlichen Besitz, der durch die Inhaberschaft der Authentifizierungs- und Legitimierungswerkzeuge (z.B. die Private Keys) vermittelt wird. Dieser Dreiklang ist gewiss nichts Neues. So ist etwa der Mieter eines Hauses sein Besitzer, während eine andere Person sein Eigentümer (übertragen auf elektronische Wertpapiere also Berechtigter) ist. Ist der Eigentümer nicht im Grundbuch als Eigentümer eingetragen (z.B. aufgrund eines Versehens des Grundbuchamtes oder Erbfall), ist die eingetragene Person nur formeller, nicht aber zwangsläufig materieller Eigentümer (übertragen auf elektronische Wertpapiere also nur Inhaber).

Damit wird sich zeigen, dass die Prinzipien des Sachenrechts (insb. Absolutheit, Bestimmtheit, Publizität) weitestgehend und sinnvoll auf digitale Register und in einem weiteren Schritt auch auf andere Anwendungsfälle erstrecken lässt. Der Grundstein ist mit dem e-WpG-E jedenfalls gelegt.

IV. Registerführung

Die Registerführung kann über sog. zentrale Register oder Kryptowertpapierregister vorgenommen werden, § 4 Abs. 1 e-WpG-E. § 7 e-WpG-E legt der registerführenden Stelle allgemeine Pflichten auf. Gleich welches Register gewählt wird, muss die registerführende Stelle sicherstellen, dass es nach dem Stand der Technik geführt wird. Dieses Tatbestandsmerkmal ist unbestimmt aber in vielen anderen Gesetzen verwendet³² und konkretisiert. Die Konkretisierung soll auf Grundlage des Referentenentwurfs in der nach § 15 e-WpG-E bzw. § 22 e-WpG-E zu erlassenden Rechtsverordnung geschehen. Dies ist sachgerecht, kann der Gesetzgeber so agiler auf notwendigen Anpassungsbedarf reagieren.

³² Vgl. § 3 Abs. 6 BImSchG.

1. Pflicht zur zutreffenden Wiedergabe der Rechtslage - Abkehr vom Prinzip der Formalität?

Nach § 7 Abs. 2 e-WpG-E soll die registerführende Stelle verpflichtet werden, dass das Register jederzeit der wirklichen Rechtslage entspricht. Dies soll sogar die „Hauptaufgabe“ der registerführenden Stelle sein.³³ Im Falle eines Verschuldens ist sie dem Berechtigten zum Schadensersatz verpflichtet. Hiermit wird bei wortlautverhafteter Auslegung der registerführenden Stelle die Pflicht auferlegt, die materielle Eigentumslage bzw. die Berechtigung zu prüfen und zu beurteilen.

Durch diese Vorschrift wird der Pflichtenkreis der registerführenden Stelle überspannt.

a) Beispiel: Prinzip des formalen Konsens im Grundbuch

Im Grundbuchrecht ist das Prinzip des formalen Konsens ein zentrales – wenn nicht gar das wichtigste – Prinzip im Interesse der Verfahrensbeschleunigung.³⁴ Das Grundbuchamt als Äquivalent der registerführenden Stelle prüft gerade *nicht* die materielle Rechtslage. Ein Auseinanderfallen von formeller und materieller Rechtslage wird bewusst in Kauf genommen³⁵ und sogar gesetzlich erwartet – ansonsten machte der Grundbuchberichtigungsanspruch nach § 894 BGB keinen Sinn.³⁶ Eine Eintragung wird vielmehr vorgenommen, wenn derjenige, der von ihr betroffen ist, sie bewilligt, § 19 GBO. Der Betroffene ist immer der formelle Rechteinhaber (also die Person, die als Eigentümerin im Grundbuch eingetragen ist, nicht aber zwangsläufig die materiell-rechtliche Eigentümerin).³⁷

b) Funktionsweise des formellen Prinzips im Wertpapierregister

Soweit eine Umtragung oder Änderung des Registers nur mit Zustimmung des Berechtigten vorgenommen werden darf, § 14 Abs. 1 e-WpG-E, und Berechtigter nach § 3 Abs. 3 e-WpG-E nur der wirkliche Rechteinhaber ist, weicht das e-WpG-E von fundamentalen und bewährten Registerprinzipien ab. Hintergrund dieser Regelung dürfte sein, dass im zentralen Register nur Sammeleintragungen auf den Namen einer Wertpapiersammelbank möglich sind und sie daher als Inhaberin geführt wird. Die Wertpapiersammelbank führt ihrerseits Unterkonten für Depotbanken und es sollte ihr obliegen, die jeweilige Zustimmung der Depotbanken zu erlangen. Es sollte dann Aufgabe der Depotbanken sein, ihrerseits die Zustimmung der formell Berechtigten nach Maßgabe ihrer Depotführung einzuholen. Diese komplexe Zustimmungs-

³³ e-WpG-E S. 47.

³⁴ BeckOKGBO/Holzer § 19 Vorbem. sowie Rn. 1; *Wilsch* DNotZ 2017, 761 (770).

³⁵ BeckOKGBO/Holzer § 19 Rn. 2 m.w.N.

³⁶ *Matzke* in *Braegelmann/Kaulartz* Smart Contracts Rn. 7.

³⁷ BGH NJW 1976, 962 (963).

Kaskade wird notwendig, weil eine Einzeleintragung im zentralen Register nicht vorgesehen ist und daher Zentralverwahrer und Depotbanken zwischengeschaltet sind. Im Interesse der Rechtssicherheit sollte aber auch hier das formale Prinzip maßgeblich sein. Es sollte also auch auf die Zustimmung des Inhabers auf Ebene des Zentralverwahrer und der Depotbank (also des nur formell Berechtigten) abgestellt werden. Hierfür spricht auch § 27 e-WpG-E, wonach vermutet wird, dass der Inhaber auch Eigentümer des elektronischen Wertpapiers ist. Im Falle der Sammeleintragung kann diese Vermutung allerdings kaum zugunsten der Depotbanken gelten, da sie in aller Regel gerade nicht die Berechtigten im Sinne des § 3 Abs. 3 e-WpG-E sein werden und dieser Umstand allgemein bekannt sein dürfte. Die Vermutungsregel würde aber eine Zustimmung eines Nichtberechtigten nicht wirksam machen, weil es an einer Norm, die diese Rechtsfolge vorsieht, fehlt.

Interessanterweise ist die Inhaberschaft bei Änderungen des Kryptowertpapierregisters gem. § 18 Abs. 1 Nr. 1 e-WpG-E ausreichend, sodass das Prinzip des formalen Konsenses hier umgesetzt wird. Kryptowertpapiere sind rechtlich also sehr viel leichter in den Griff zu bekommen, weil der Berechtigte überhaupt erst Inhaber werden kann und damit auch der Registerführenden Stelle bekannt ist.

c) Besonderheit im Kryptowertpapierregister

Wie oben dargelegt, kann die Inhaberschaft und der Besitz auseinanderfallen. So kann jemand eine Umschreibung gerade bei Kryptowertpapierregistern autorisieren, der lediglich Besitzer, aber weder Inhaber noch Eigentümer ist. In diesem Fall wird klar, dass ein Abstellen auf die Inhaberschaft alleine beim Kryptowertpapierregister nicht zielführend ist. Es ist vielmehr ein Rückgriff auf § 1006 BGB geboten, der § 27 e-WpG-E ergänzt und neben der wertpapierregisterrechtlichen Spezialvorschrift anwendbar ist. Demnach darf auch zugunsten des Besitzers vermutet werden, dass er Eigentümer bzw. Berechtigter ist. In diese Richtung geht auch § 18 Abs. 4 e-WpG-E, wonach die registerführende Stelle von einer Weisung des Inhabers ausgehen darf, wenn sie mittels eines geeigneten Authentifizierungsinstruments erteilt wurde. Hieraus folgt, dass eine Zustimmung des Besitzers für eine Änderung des Wertpapierregisters im Sinne des § 14 e-WpG-E ebenso ausreichen sollte wie die Zustimmung des Inhabers. Wird ein Kryptoverwahrer eingeschaltet, der typischerweise unmittelbarer Besitzer ist, kann § 1006 Abs. 3 BGB je nach Ausgestaltung der Kryptoverwahrung zugunsten des Kryptohinterlegtes gelten.

Aus dem Zusammenspiel von § 27 e-WpG-E, § 1006 BGB und §§ 14 sowie 18 e-WpG-E sollte daher für Zustimmungserfordernisse folgen, dass es primär auf die Zustimmung des Inhabers

ankommen sollte. Bei Kryptowertpapieren, bei denen die Berechtigten auch Besitz an den elektronischen Wertpapieren erlangen können, gilt zudem die Eigentumsvermutung des § 1006 BGB, auf die sich die registerführende Stelle verlassen können sollte. Andernfalls müsste wohl bei jeder Weisung geprüft werden, ob der Anweisende auch Inhaber ist. Hierfür würde bei jeder Weisung ein Identifikationsprozess notwendig, was völlig praxisuntauglich wäre.

d) Fazit

Damit ist der Wortlaut des § 7 Abs. 2 S. 1 e-WpG-E nicht nur zu weit, sondern überspannt die Pflichten der registerführenden Stelle. Es ist nicht und sollte nicht ihre Aufgabe sein, die materielle Rechtslage prüfen und beurteilen zu müssen. Dies sollte den Gerichten vorbehalten bleiben. Im Interesse des Rechtsverkehrs und der Praxistauglichkeit ist eine rein formale Prüfung angebracht, wobei die registerführende Stelle auf die Inhaberschaft oder beim Kryptowertpapier auch auf den Besitz vertrauen darf.

2. Schadensersatzpflicht nach § 7 Abs. 2 S. 2 e-WpG-E

§ 7 Abs. 2 S. 2 e-WpG-E knüpft an die Pflicht zur richtigen Registerführung eine verschuldensabhängige Schadensersatzpflicht. Auf Ebene der Sekundäransprüche kann damit eine sinnvolle Einschränkung der überbordenden Pflicht nach S. 1 erreicht werden, weil die registerführende Stelle regelmäßig auf die Inhaberschaft (§ 27 e-WpG-E) und bei Kryptowertpapieren ergänzend auf den Besitz (§ 1006 BGB) vertrauen darf. Ein Verschulden kommt nur dann in Betracht, wenn die registerführende Stelle fahrlässig handelte – also wenn plausible und hinreichende Tatsachen vorgetragen wurden, die überwiegend für eine Widerlegung der Eigentumsvermutung sprechen.

§ 7 Abs. 2 e-WpG-E kann auch zu einer Haftung der registerführenden Stelle führen, wenn sie eine Infrastruktur gewählt hat, die nicht hinreichend integer ist – zum Beispiel, weil sie das Double-Spending-Problem nicht hinreichend löst oder anfällig für Angriffsvektoren³⁸ ist.

3. Verschuldensunabhängige Schadensersatzpflicht bei Datenverlust und unbefugter Datenveränderung

§ 7 Abs. 3 e-WpG-E postuliert eine verschuldensunabhängige Schadensersatzpflicht zulasten der registerführenden Stelle bei Datenverlust oder unbefugter Datenveränderung.³⁹

³⁸ Z.B. 51%-Attacken.

³⁹ S. e-WpG-E S. 48, wonach es sich um eine Garantiehaftung handeln soll.

Ausweislich der Begründung soll es hier vor allem um die Sicherstellung der technischen Integrität des Registers gehen.⁴⁰

Ausgehend vom Wortlaut kann unter einer unbefugten Datenveränderung aber auch eine nicht vom Berechtigten autorisierte Zustimmung zu einer Umschreibung verstanden werden. Anknüpfend an das oben zum formalen Konsensprinzip Gesagte kann es auf die materielle Befugnis der Autorisierung einer Umtragung aber nicht ankommen. Sicherzustellen ist lediglich, dass nur die Person, die sich ordnungsgemäß legitimiert, Transaktionen autorisieren kann. Es geht allein um die technische, nicht um die materiell-rechtliche Integrität.

4. Das zentrale Register

a) Führung durch Zentralverwahrer

Das zentrale Register kann nach § 12 Abs. 2 e-WpG-E nur von einem Zentralverwahrer im Sinne der ZentralverwahrerVO⁴¹ geführt werden. Nach Art. 2 Abs. 1 Nr. 1 ZentralverwahrerVO ist dies eine juristische Person, die ein Wertpapierliefer- und -abrechnungssystem nach Abschnitt A Nr. 3 der ZentralverwahrerVO betreibt und wenigstens eine weitere Kerndienstleistung anbietet. Das bedeutet, dass die registerführende Stelle mindestens Abwicklungsdienstleistungen sowie notarielle Dienstleistungen durch Verbuchung im Effektingiro und/oder zentrale Kontoführung durch Führung von Depotkonten auf oberster Ebene anbieten muss. Eine Sammeleintragung ist nach § 8 Abs. 1 Nr. 1 e-WpG-E Pflicht. Eine Einzeleintragung ist beim zentralen Register nicht vorgesehen.

Damit perpetuiert das zentrale Register das faktische Monopol der Zentralverwahrer. Insbesondere bei Wertpapieren, die auf regulierten Märkten gehandelt werden sollen, ist eine Verwahrung durch einen Zentralverwahrer spätestens⁴² ab dem Jahr 2025 alternativlos, vgl. Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Art. 76 Abs. 2 CSDR (Zentralverwahrerverordnung). Dies ist insofern inkonsequent, als dass der Referentenentwurf andere Registerführungstechniken als gleichwertig anerkennt und damit offenlegt, dass die ZentralverwahrerVO bereits heute in Teilen überholt ist. Allerdings sind dem deutschen Gesetzgeber durch den zwingenden Charakter der CSDR die Hände gebunden. Es ist daher umso löblicher, dass Deutschland bereits jetzt die Grundsteine legt, die Zentralverwahrpflicht zu hinterfragen und alternative Lösungen zu ermöglichen. Die Pflicht zur Einbuchung in ein Effektingiro fügt gerade bei

⁴⁰ S. e-WpG-E S. 47 f.

⁴¹ EU 909/2014.

⁴² Für nach dem 1. Januar 2023 emittierte Wertpapiere gilt diese Pflicht bereits ab diesem Datum.

Kryptowertpapieren eine überflüssige Ebene hinzu und sollte auf europäischer Ebene optional gestaltet werden.

b) Registerinhalt, § 13 e-WpG-E

Das Register soll Angaben über den wesentlichen Inhalt (bei Geldforderungen: Höhe, Zins, Fälligkeit), das Gesamtemissionsvolumen, den Nennbetrag, den Emittenten und einen etwaigen Mischbestand enthalten. Das Gesamtemissionsvolumen ergibt sich aus dem Nennbetrag multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Inhaberschuldverschreibungen – also den sog. Bruttoemissionserlös ohne Berücksichtigung eines etwaigen Agios. Die Angabe des Zinses bezieht sich grundsätzlich auf die Berechnungsmethode. Andernfalls wären variable Zinsen oder Fixzinsen, die von Variablen abhängen nicht darstellbar.

Diese Angaben beziehen sich ausweislich des Wortlautes nur auf das Wertpapier und sind mithin nicht als abschließend zu verstehen. Das zentrale Register muss beispielsweise auch den Namen der Wertpapiersammelbank umfassen, s. § 8 Abs. 1 Nr. 1 e-WpG-E.

c) Änderungen des Registerinhalts und Löschung, § 14 e-WpG-E

Die registerführende Stelle darf Änderungen und Löschungen von Angaben nach § 13 e-WpG-E grundsätzlich nur mit Zustimmung des Emittenten und der Berechtigten vornehmen, § 14 e-WpG-E. Abgesehen davon, dass es hier – wie oben dargelegt – nicht um den Berechtigten, sondern um den Inhaber gehen sollte, ist nach dem Wortlaut die Zustimmung *aller* Berechtigten erforderlich. Dies erscheint unpraktikabel, würde einem einzigen Berechtigten ansonsten ein Veto-Recht zukommen. Die Zustimmung der Mehrheit dürfte meine Meinung nach genügen. Eine gesetzliche Klarstellung dahingehend, dass eine Zustimmung als erteilt gilt, wenn nicht innerhalb einer bestimmten Frist die Zustimmung ausdrücklich verweigert wird, wäre wünschenswert. In Anlehnung an § 308 Nr. 5 BGB sollte eine angemessene Frist (in der Regel zwei Wochen⁴³) sowie ein besonderer Hinweis für die Fiktion der Zustimmung genügen.

Immerhin muss die registerführende Stelle die materielle Rechtslage der Änderung oder Löschung nicht prüfen. Dasselbe sollte – wenngleich die Begründung dies nicht ausdrücklich vorsieht – auch für die materiell-rechtliche Wirksamkeit der Zustimmung gelten. Dies ergibt sich bereits an dem überwiegenden Interesse der Verfahrensbeschleunigung.⁴⁴

⁴³ Vgl. MünchKommBGB/*Wurmnest* § 308 Nr. 5 Rn. 13.

⁴⁴ S.o. zum Prinzip des formalen Konsens.

5. Das Kryptowertpapierregister

Die Innovation schlechthin im Rahmen des e-WpG-E ist das Kryptowertpapierregister. Es ermöglicht seit langem wieder unmittelbaren Besitz und Inhaberschaft an Wertpapieren zu erlangen. Jede Person kann sich nunmehr selbst um die Verwahrung ihrer eigenen Vermögenswerte kümmern. Gleichzeitig bricht es jedenfalls teilweise das Monopol des Zentralverwahrers auf. Dass Emissionen auf selbstverwalteten Registern bereits heute möglich sind, haben verschiedene sog. STOs („Security Token Offerings“) bewiesen. Der Referentenentwurf möchte den Regelungsrahmen hierfür verbessern und Rechtssicherheit schaffen.

a) Setup

Das Kryptowertpapierregister ermöglicht es – wie eingangs erwähnt – Wertpapiere unmittelbar selbst zu verwalten. Hierzu ist es einerseits notwendig, dass die technische Infrastruktur hinreichend integer ist und gleichzeitig über Schnittstellen verfügt, die jedem offenstehen. Dies ist typischerweise bei Smart Contracts der Fall, die eine Anwendungsebene im Rahmen der Distributed Ledger Technology („DLT“, aktuell insb. also eine Blockchain-Infrastruktur) darstellen.⁴⁵ Kryptowertpapierregister müssen gem. § 16 Abs. 1 e-WpG-E verschiedene Charakteristika aufweisen, die technikneutral formuliert sind und im Folgenden näher beschrieben werden sollen.

aa) Dezentralität

Das Gesetz fordert eine dezentrale Architektur, ohne zu definieren, was hierunter zu verstehen ist. Tatsächlich hat der Begriff keinen genuinen Sinngehalt.⁴⁶ Im Gesamtkontext des Referentenentwurfs kann er vor allem als Abgrenzung zum *zentralen* Register verstanden werden, wobei es das gleiche Sicherheitsniveau aufweisen soll.⁴⁷ Aus der Begründung des Referentenentwurfs ergibt sich, dass maßgebliches Unterscheidungsmerkmal sein soll, ob das Register zentral geführt wird, oder eben nicht.⁴⁸

Ob dem gefolgt werden kann, ist fraglich. Denn auch das dezentrale Register kann bzw. muss per „Generalschlüssel“ (s.o.) von der registerführenden Stelle auf Ebene des Smart Contracts in bestimmten Umfang zentralisiert werden. Dezentral und außerhalb der Einflussphäre der registerführenden Stelle sind lediglich die algorithmenbasierten Settlement- und

⁴⁵ Vgl. e-WpG-E S. 56.

⁴⁶ *Büch* ReThinking Law 2019, 63 (64).

⁴⁷ e-WpG-E S. 40.

⁴⁸ e-WpG-E S. 40.

Abrechnungssysteme auf Ebene des Netzwerks. Das Netzwerk führt aber nicht das Kryptowertpapierregister im Sinne des Gesetzes. Dies ist allein Aufgabe der registerführenden Stelle. Entscheidendes Kriterium im Sinne des Referentenentwurfs dürfte daher die Dezentralität der Laufzeitumgebung sein. Das dezentrale Netzwerk dürfte wohl grundsätzlich als Peer-to-Peer-Netzwerk aus gleichberechtigten Nodes verstanden werden, das nicht zwangsläufig jedermann offen stehen muss.⁴⁹ In der Praxis wird es jedoch typischerweise so sein, dass ein Teil der Registerführung auf Netzwerk und Smart Contract stattfindet (z.B. die Zuordnung der Salden zu Nutzeridentifikationsnummern – d.h. Wallets) und ein anderer Teil „off-chain“ geführt wird (z.B. Persönliche Nutzerdaten wie Name, Geburtsdatum, Identifizierungsdokumente etc.). Das Erfordernis hierfür ergibt sich bereits aus Gründen des Datenschutzes, wonach persönliche Daten besonders geschützt sind. Die strikte Trennung zwischen zentralen und dezentralen Systemen wird verschwimmen. Daher sollte das Merkmal der Dezentralität nicht überspannt werden. Es ist vielmehr ein weites Verständnis zugrunde zu legen, das Mischarchitekturen zwischen dezentralen und zentralen Systemen ebenso zulässt. Wünschenswert wäre es schließlich, wenn dieses praxisgerechte weite Verständnis der Dezentralität im Gesetz konkretisiert wird. Eine Regelung auf Verordnungsebene dürfte hierfür aber genügen.

bb) Fälschungssicherheit

Das Kryptowertpapierregister muss fälschungssicher sein. Klar ist aber auch, dass Angriffe oder Bugs technisch nie gänzlich ausgeschlossen werden können. Daher ist Fälschungssicherheit im Sinne einer nach Stand der Technik angemessenen Fälschungssicherheit zu verstehen. Zudem müssen Prozesse möglich sein, falsche Einträge zu korrigieren. Diese Möglichkeit des korrigierenden Eingreifens eröffnet freilich Angriffsvektoren. Ein vollständig autonomes System würde es der registerführenden Stelle aber verbieten, allfällige Änderungen vorzunehmen und ist daher auch nicht im Referentenentwurf vorgesehen. Autonomie würde ohnehin nur das Manipulationsrisiko verringern, nicht aber das Risiko für Bugs.

cc) Aufzeichnungssystem, das die Zeitfolge protokolliert

Das Kryptowertpapierregister soll die Zeitfolge der Transaktionen aufzeichnen und protokollieren. Diese Eigenschaft ist ein Hauptmerkmal der Blockchain-Technologie, bei der Transaktionen in Blöcken zusammengefasst und als Block gesettled werden. Die Blöcke

⁴⁹ Vgl. e-WpG-E S. 56, wonach auch „private permissioned“ DLT Systeme die Voraussetzung erfüllen sollen.

werden aneinandergereiht und wiederum zwischeneinander verkettet, sodass eine Blockchain die Voraussetzung erfüllt. Die Zeitfolge wird in der Nummer der Blöcke protokolliert. Diese Zeitfolge ist eine andere als die der Uhrzeit, sollte aber genügen.

dd) Unveränderlichkeit

Das Kryptowertpapierregister muss gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderungen geschützt sein. Mit anderen Worten muss es unveränderlich sein. Unveränderlichkeit bezieht sich freilich nur auf die Protokollierung der Transaktionshistorie. Um das oben genannte Beispiel nochmals zu bemühen, ist auch das Grundbuch unveränderlich. Es zeichnet lückenlos die Transaktionshistorie des Grundstücks auf und kann lediglich fortgeschrieben werden. Die Rechteinhaberschaft an dem Grundstück ist selbstverständlich nicht unveränderlich; sie kann übertragen werden. Soweit § 16 Abs. 1 e-WpG-E auf diesen Grundsatz rekurriert bedeutet dies, dass die Rechteinhaberschaft auch im Kryptowertpapierregister fortgeschrieben werden kann, nicht aber rückwirkend geändert werden soll. Dies soll an einem Beispiel verdeutlicht werden:

Angenommen Person A steht zu Unrecht als Berechtigter im Kryptowertpapierregister. Tatsächlich war Person B Berechtigter. Damit ist A zwar Inhaber, B ist aber Berechtigter, obwohl A als Berechtigter geführt wird. Wird das Kryptowertpapierregister entsprechend korrigiert, bedeutet dies, dass die zwischenzeitliche Inhaberschaft von A nicht etwa gelöscht wird und auf B umgeschrieben wird. Vielmehr werden die Wertpapiere *ex nunc* dem B zugeordnet, was im Register durch eine Transaktion protokolliert wird. Gleichzeitig wird dokumentiert, dass A seine Inhaberschaft verloren oder aufgegeben hat.

ee) Zwischenfazit

Problematisch ist damit vor allem das Kriterium der Dezentralität als zentrales Abgrenzungsmerkmal gegenüber zentralen Registern. Es ist nicht fernliegend, dass zentrale elektronische Register die Voraussetzungen des Kryptowertpapierregisters ebenso erfüllen. Die Anerkennung von Peer-to-Peer-Netzwerken als ebenso taugliche Infrastruktur kann für die künftige Rechtsentwicklung nicht unterschätzt werden.

b) Die registerführende Stelle

Die Verwaltung des Kryptowertpapierregisters obliegt der registerführenden Stelle § 16 Abs. 2 e-WpG-E. Der Emittent wählt sie aus und benennt sie gegenüber den Inhabern. Im Übrigen

kann die Verwaltung automatisiert und algorithmenbasiert erfolgen.⁵⁰ Das bedeutet, dass die registerführende Stelle das Register soweit wie möglich laufen lassen kann und ihr eher eine korrigierende Funktion zukommt.

Dadurch, dass der Emittent die registerführende Stelle selbst bestimmen kann, gilt ein formales Kriterium – nämlich das der Bestimmung – und kein materielles. Das ist sachgerecht, wird so doch klargestellt, dass Miner in öffentlichen DLT-Netzwerken grundsätzlich nicht registerführende Stelle sind.⁵¹

c) Registerangaben gem. § 17 e-WpG-E

§ 17 e-WpG-E schreibt ähnlich wie, aber auch abweichend von § 13 e-WpG-E die Mindestangaben des Kryptowertpapierregisters vor. Hier soll nur auf die abweichenden Aspekte eingegangen werden.

Das Kryptowertpapierregister muss eine eindeutige Kennnummer und die Kennzeichnung als Wertpapier enthalten, § 17 Abs. 1 Nr. 1 e-WpG-E. Diese Kennnummer kann in den Metadaten eines Smart Contracts aufgenommen werden. Dasselbe gilt für die Art der Verwahrung. Diese Daten können ohne weiteres aber auch in der Wertpapierdatenbank der BaFin zusammengeführt werden. Ohnehin kann nicht sichergestellt werden, dass jeder Blockchain Explorer oder jede Wallet Metadaten auslesen und anzeigen kann, sodass ihnen keine große praktische Bedeutung zukommen wird.

d) Prioritätsprinzip, § 18 Abs. 3

Wie schon bei anderen Registern sind Änderungen strikt nach dem Prioritätsprinzip vorzunehmen, § 18 Abs. 3 e-WpG-E. Maßgeblich ist der Eingang der Weisung – also der Transaktion. Ohne weiteres mit dem Prioritätsprinzip vereinbar ist es, wenn eine Transaktion, die noch nicht vollzogen wurde, auf Weisung des Inhabers abgebrochen wird. Es kann aber auch sein, dass zwei Transaktionen eines Inhabers miteinander konkurrieren.

Eine solche Situation liegt beispielsweise vor, wenn ein Inhaber sämtliche elektronischen Wertpapiere an einen Dritten übertragen möchte und die entsprechende Transaktion A auslöst. Kurz darauf löst er eine weitere Transaktion B desselben Inhalts aus, wobei hier ein anderer Empfänger bestimmt wird. Transaktion A muss also gemäß des Prioritätsprinzips eigentlich vorgehen. Viele DLT-Systeme vollziehen Transaktionen aber nicht nach dem reinen Prioritätsprinzip, sondern nach einer Art Versteigerungsmechanismus. Wer bereit ist, die

⁵⁰ e-WpG-E S. 57.

⁵¹ In diese Richtung auch bereits der Fachartikel der BaFin vom 19.12.2013 „Bitcoins: Aufsichtliche Bewertung und Risiken für Nutzer“.

meisten Transaktionskosten zu bezahlen (im Ethereum Netzwerk spricht man von *Gas*), wird bevorzugt von den Minern behandelt. Insofern kann es sein, dass Transaktion B die Transaktion A überholt und vollzogen wird, weil mehr Transaktionsgebühren gezahlt wurden. Transaktion A wird nun scheitern, weil kein ausreichendes Guthaben verfügbar ist.

Obwohl auf den ersten Blick das Prioritätsprinzip nicht in Reinform umgesetzt wurde, ist dieser Mechanismus dennoch damit vereinbar. Denn durch die Anweisung der Transaktion B und der Bezahlung höherer Transaktionskosten ist bei dessen Vollzug gleichzeitig die Weisung zum Abbruch der Transaktion A zu sehen, weil von Anfang an klar war, dass das Guthaben nicht ausreichen würde.

6. Wechsel zwischen den Registerarten

§ 6 e-WpG-E lässt einen Wechsel zwischen den drei verschiedenen Formen der Wertpapiere (urkundlich verbriefte, elektronische Wertpapiere und Kryptowertpapiere) grundsätzlich zu, sofern der Berechtigte zustimmt (Abs. 2 S. 1 Nr. 1) oder die Emissionsbedingungen einen Wechsel ausdrücklich zulassen (Abs. 2 S. 1 Nr. 2). Dadurch wird ein Wettbewerb zwischen den drei Begebungsformen (eingeschränkt, dazu gleich) möglich und es wird sich zeigen, welche sich letztlich durchsetzen wird. Im Lichte des Prinzips des formalen Registers muss beim Kryptowertpapier nicht der Berechtigte zustimmen, sondern der Inhaber, § 22 e-WpG-E. Die Möglichkeit des Wechsels zwischen den Registerarten ist auch für den *Zweitmarkt de lege lata* von wichtiger Bedeutung. Denn auf Basis der Zentralverwahrrverordnung (VO EU 909/2014) ist nach Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Art. 76 Abs. 2 ist ein Zentralverwahrung verpflichtend für die Handelbarkeit auf einem Multilateralen Handelssystem oder einem Regulierten Markt. Hierdurch wird der Wettbewerb der Registerarten stark verzerrt. Es ist aber die Aufgabe des europäischen Gesetzgebers, diese Wettbewerbsverzerrung zu beseitigen.

V. Verfügungen über elektronische Wertpapiere

Einer der wesentlichen Vorteile der Digitalisierung von Wertpapieren ist ihre Handelbarkeit. Da ein elektronisches Wertpapier als Sache im Sinne des § 90 BGB gilt, s. § 2 Abs. 3 e-WpG-E, sind grundsätzlich wie bei normalen Wertpapieren die §§ 929 ff. BGB für die Übertragung des Eigentums anwendbar. Verpfändungen sind nach § 1274 BGB möglich, da Inhaberpapiere grundsätzlich übertragbar sind und Abs. 2 nicht entgegensteht.

Da die elektronische Registerführung aber einige Besonderheiten mit sich bringt, sehen die §§ 24 ff. e-WpG-E abweichende Regelungen vor.

Nach § 24 e-WpG-E ist für jede Verfügung eine Eintragung oder Umtragung im elektronischen Wertpapierregister notwendig. Damit soll es „*keine Verfügung außerhalb des Registers*“⁵² geben. Dies betrifft zuvörderst das Eigentumsrecht. Aber auch derivative Rechte – also sonstige Rechte an oder aus einem elektronischen Wertpapier müssen im Register nachgehalten werden. Dies betrifft etwa Fälle, in denen eine Forderung oder ein Recht nach § 398, 413 BGB abgetreten wird (Beispielsweise die Abtretung eines Pfandrechts). Hieraus lässt sich zweierlei ableiten: Zunächst ist nur wirksam, was im Register eingetragen wird. Die Eintragung bzw. Umtragung hat also stets konstitutive Wirkung. Zweitens sind grundsätzlich einzelne Rechte an oder aus Wertpapieren übertragbar, soweit das Register dies vorsieht. Praktisch bedeutet dies: sieht das Register keine Eintragung einer Verpfändung vor, ist eine Verpfändung nicht möglich. Sieht das Register keine Abtretung eines Pfandrechts vor, ist eine Abtretung des Pfandrechts nicht möglich, selbst wenn die Bestellung eines Pfandrechts möglich wäre. Technisch könnten diese Unterregister aber beispielsweise aus dem Zusammenspiel mehrerer Smart Contracts implementiert werden.

1. Übereignung, § 25 e-WpG-E

Der Übereignungstatbestand folgt dem aus §§ 929 ff. BGB bekannten Dreiklang aus Einigung, Übergabe(-surrogat) und Berechtigung bzw. Überwindung der Nichtberechtigung.

a) Einigung

Die Einigung ist die rechtsgeschäftliche Ebene des Übereignungstatbestandes. Es gilt konsequenterweise der sachenrechtliche Minimalkonsens mit der Folge, dass sich die Einigung nur auf die Personen (ggf. die, die es angeht), die Übertragung des Eigentumsrechts und das bestimmte elektronische Wertpapier bzw. den bestimmten elektronischen Wertpapierbestand bezieht.

Ein Angebot wird in aller Regel durch die Authentifizierung einer Transaktion (vgl. § 18 Abs. 4 e-WpG-E) abgegeben werden.⁵³ Die Annahme erfolgt dann in aller Regel konkludent, wobei auf den Zugang der Annahmeerklärung nach § 151 BGB nach der Verkehrssitte verzichtet werden kann, da der Erwerb von Eigentum an einem elektronischen Wertpapier auf Grundlage des § 516 Abs. 2 BGB lediglich rechtlich vorteilhaft ist.⁵⁴

Hieraus folgt auch, dass eine Tokentransaktion das Vorliegen der für die dingliche Einigung relevanten Handlungen dokumentiert. In einem Zivilprozess kann das Register daher

⁵² e-WpG-E S. 66.

⁵³ Kaulartz/Matzke NJW 2018, 3278 (3280).

⁵⁴ Kaulartz/Matzke NJW 2018, 3278 (3280).

herangezogen werden, um die Abgabe der notwendigen Erklärungen zu beweisen (dazu unten). Über ihre Wirksamkeit sagt das Register freilich nichts aus (s.o. zum formellen Prinzip des Registers).

b) Übergabesurrogat

Die Übergabe im Sinne des § 929 S. 1 BGB per Übertragung des Besitzes auf den Erwerber unter Aufgabe jeglicher Besitzposition beim Veräußerer ist grundsätzlich auch bei elektronischen Wertpapieren möglich. Da der Besitz durch die tatsächliche Sachherrschaft vermittelt wird (s.o.) und die Sachherrschaft beim Kryptowertpapier ihrerseits durch das Authentifizierungsinstrument vermittelt wird, liegt eine Übergabe vor, soweit der Veräußerer das Authentifizierungsinstrument nutzt, die Authentifizierungsmöglichkeit an den Erwerber überträgt und seine Zugriffsmöglichkeit darauf vollständig aufgibt. In der Praxis kann dies etwa geschehen, indem eine Hardwarewallet oder einer Paperwallet an eine andere Person ausgehändigt wird. Eine solche Übergabe würde sich freilich außerhalb des Registers vollziehen und die Übereignung ist unwirksam. Der Erwerber hat lediglich unmittelbaren Besitz erlangt.⁵⁵ Das Beispiel verdeutlicht, dass die Regelung des § 24 e-WpG-E notwendig ist, um die Registerlage zu stärken.

§ 25 e-WpG-E ergänzt daher grundsätzlich den Übereignungstatbestand der §§ 929 ff. BGB. Die Umtragung ist aber kein Übergabesurrogat wie §§ 930 f. BGB, sondern ein selbstständiges Tatbestandsmerkmal.

c) Berechtigung, gutgläubiger Erwerb

Wie sich aus dem Wortlaut des § 25 Abs. 1 e-WpG-E ergibt, muss der Veräußerer Berechtigter sein. Verfügt ein Nichtberechtigter, müssen die Voraussetzungen des gutgläubigen Erwerbs nach § 26 e-WpG-E vorliegen, wobei § 26 e-WpG-E in vielerlei Hinsicht von §§ 932 ff. BGB abweicht.

aa) Schutz des guten Glaubens

Unproblematisch ist es zunächst, wenn der gute Glaube bzgl. der Berechtigung geschützt wird. Für den Erwerb vom Inhaber ist § 26 Nr. 2 e-WpG-E anwendbar, für den Erwerb vom Besitzer (der nicht Inhaber sein muss) gilt ergänzend § 932 Abs. 1 BGB.

Ebenso einleuchtend ist der Schutz des guten Glaubens an den Registerinhalt, § 26 Nr. 1 e-WpG-E. Das Register hat nur dann einen Wert, wenn der Rechtsverkehr auf seinen Inhalt

⁵⁵ Mit der Folge der bloßen Eigentumsvermutung aus § 1006 Abs. 1 BGB.

abstrakt vertrauen kann, was Nr. 1 ermöglicht. Eine Kenntnis der Registerlage ist nicht notwendig. Im Umkehrschluss bedeutet dies auch, dass eine negative Vermutung für gelöschte Rechte besteht. Der Wortlaut ist hinreichend offen und dieses Verständnis entspricht auch der Parallelnorm im Grundbuchrecht, § 891 BGB.

Nach § 26 Nr. 3 ff. e-WpG-E geht der Referentenentwurf aber deutlich weiter und schützt den Rechtsverkehr und sein Vertrauen in die Registerlage weitestmöglich.

Nach Nr. 3 gilt zunächst ein Vertreter als bevollmächtigt. Es muss als eine Vertretungssituation vorliegen (d.h. im Wesentlichen Handeln im fremden Namen, § 164 Abs. 1 BGB). Nach den Ausführungen des Referentenentwurfs muss der Veräußerer also behaupten, im Namen des Berechtigten zu handeln.⁵⁶ Aus dem Register ergibt sich aber nur die Inhaberschaft, nicht die Berechtigung. Es gibt doch nur die formelle Rechtslage wieder. Richtigerweise muss sich der gute Glaube also auf die Bevollmächtigung durch den Inhaber beziehen, der nach Nr. 2 wiederum als Berechtigter gilt. Im Rechtsverkehr zwischen Kaufleuten wird ein guter Glaube an die Vertretungsmacht aus § 366 HGB bereits jetzt teilweise herausgelesen.⁵⁷ Außerhalb des kaufmännischen Rechtsverkehrs ist dies aber abgesehen von der Möglichkeit der Anscheinsvollmacht⁵⁸ ein Novum.

Flankiert wird Nr. 3 durch den Schutz des guten Glaubens in die Verfügungsbefugnis nach Nr. 4, wie ihn auch § 366 Abs. 1 HGB vorsieht.

Noch spektakulärer ist der Schutz des guten Glaubens in die Geschäftsfähigkeit nach Nr. 5, wonach der Veräußerer als geschäftsfähig gilt. Die Bedeutung dieser Regelung wird besonders deutlich vor dem Hintergrund des folgenden Zitats aus einer grundlegenden Entscheidung des BGH, wo es heißt: *„Die §§ 104 ff. BGB kennen keinen Schutz des guten Glaubens an die unbeschränkte Geschäftsfähigkeit einer Person; vielmehr ist nach dem Gesetz der Schutz Geschäftsunfähiger (beschränkt Geschäftsfähiger) gegenüber dem Schutzbedürfnis des Verkehrs vorrangig.“*⁵⁹ Das e-WpG-E bewertet dieses Dogma grundlegend neu.

Dem ist im Ergebnis zuzustimmen, ist doch die Handelbarkeit von Wertpapieren ihr Kernelement. Insoweit muss der Verkehrsschutz gegenüber dem Minderjährigenschutz überwiegen, auch wenn es diesbezüglich an einem Rechtsscheinträger unmittelbar aus dem Register fehlt. Wegen des gebotenen Formalitätsprinzips muss und soll die registerführende Stelle gerade nicht die Geschäftsfähigkeit prüfen und beurteilen. Allenfalls die Angabe und Prüfung der Volljährigkeit ohne weitere Beurteilung der Geschäftsfähigkeit wäre zumutbar.

⁵⁶ e-WpG-E S. 68.

⁵⁷ MünchKommHGB/Welter § 366 Rn. 42.

⁵⁸ Hierzu MünchKommBGB/Schubert § 167 Rn. 111.

⁵⁹ BGH NJW 1977, 622 (623).

Nicht zuletzt ist es theoretisch jedenfalls möglich, dass das Register die beschränkte Geschäftsfähigkeit oder die Geschäftsunfähigkeit im Register einträgt. Dann wird der Rechtsschein durch das Register in Anlehnung an § 15 Abs. 2 HGB zerstört. In der Praxis dürften zum Schutz des Geschäftsunfähigen seine Wertpapiere aber eher eingefroren werden und damit nicht mehr handelbar gemacht werden. Im Falle von Minderjährigen liegt es zudem nahe, wenn sie nur dann über ihre Wertpapiere verfügen können, wenn sie durch ihr Authentifizierungsinstrument und ihre gesetzlichen Vertreter wiederum durch ihr Authentifizierungsinstrument die Transaktion bestätigt haben. Dies erfordert freilich ein entsprechendes Feature (sog. Multi-Sig-Wallets) im Register bzw. auf Ebene der Wallet-Infrastruktur.

bb) Umfang und Folgen des Gutgläubenschutzes

Ein Erwerber darf damit auf die Richtigkeit der Registerangaben, die Berechtigung, die Vertretungsmacht, die Verfügungsbefugnis und die Geschäftsfähigkeit des Veräußerers vertrauen. Fraglich ist jedoch, ob dies nur auf sachenrechtlicher Ebene oder auch auf schuldrechtlicher Ebene gilt.

Im Falle der Geschäftsunfähigkeit liegt normalerweise ein Fall der Fehleridentität vor. Das schuldrechtliche Kausalgeschäft und das dingliche Veräußerungsgeschäft leiden an demselben Mangel – nämlich der fehlenden Geschäftsfähigkeit. Klar ist zunächst, dass § 26 e-WpG-E den guten Glauben in die Geschäftsfähigkeit schützt und damit das dingliche Veräußerungsgeschäft der geschäftsunfähigen Person für und gegen sie wirkt. Gilt dasselbe auf Ebene des Kausalgeschäfts würde dies bedeuten, dass zugunsten des Erwerbers auch die schuldrechtliche Ebene für und wider die geschäftsunfähige Person gelten würde. Der Vertrag würde also als wirksam zustande gekommen und wirksam vollzogen behandelt werden müssen.

Dagegen spricht zunächst die Geltung des allgemeinen Abstraktions- und Trennungsprinzips, wonach Mängel auf der einen Ebene nicht auf die andere Ebene durchschlagen. Dasselbe muss im Umkehrschluss auch für Normen gelten, die diese Mängel nur auf der sachenrechtlichen Ebene beheben. Beispielhaft können Fallkonstellationen der Anfechtung die fehlende Wechselwirkung verdeutlichen: Es ist einerseits möglich, dass ein Irrtum bezüglich der *essentialia negotii* auf Ebene des Kaufvertrags vorliegt. Die dingliche Einigung wäre hiervon unberührt. Andersherum ist es auch möglich, dass ein Irrtum nur auf dinglicher Ebene vorliegt, etwa weil sich der Veräußerer in der konkreten Sache geirrt hat. Der Kaufvertrag bleibt bestehen und muss weiterhin vollzogen werden. Hier liegt der Fall jedoch genau andersherum: Das dingliche Vollzugsgeschäft wäre wirksam, das Kausalgeschäft aber nicht.

Darüber hinaus steht § 26 e-WpG-E im Abschnitt 4, wo es um „Verfügungen über elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung“ geht. Durch den ausschließlichen Bezug auf Verfügungen ergibt sich aus der Systematik zunächst nur eine hinreichende Verbindung zur Anwendung auf der sachenrechtlichen Ebene.

Dagegen spricht allerdings, dass das Eigentum bei einem unwirksamen Kausalgeschäft im Beispielsfall des verfügenden Minderjährigen grundsätzlich nach §§ 812 ff. BGB im Wege der Leistungskondiktion herausverlangt werden kann. Die Eigentumsposition des Erwerbers wäre nach diesen Vorschriften rückabzuwickeln und damit fragil. Dies kann nicht im Interesse des Verkehrsschutzes und der Handelbarkeit sein. Diese Situation adressiert jedenfalls im Dreipersonenverhältnis § 816 Abs. 1 S. 1 BGB. Ein Anspruch des Berechtigten, der etwa aufgrund der §§ 929, 932 BGB seine Eigentumsposition an den Erwerber verliert besteht nur gegenüber dem verfügenden Nichtberechtigten auf Herausgabe des durch die Verfügung Erlangten,⁶⁰ im Übrigen wird § 816 Abs. 1 S. 1 BGB für entgeltliche Verfügungen als abschließend verstanden.⁶¹ Dieser Gedanke müsste jedenfalls auch im Zweipersonenverhältnis bei Vorliegen einer Leistungskondiktion⁶² etwa im Falle des im Zustand der Geschäftsunfähigkeit verfügenden Inhabers/Berechtigten Geltung beanspruchen. Folge dessen wäre, dass das Kausalgeschäft zwar nicht als wirksam behandelt wird, aber das Eigentum des Erwerbers im Interesse des Verkehrsschutzes kondiktionsfest wäre. Da eine direkte Anwendung des § 816 BGB auf Basis der bestehenden Dogmatik als Sondervorschrift für Dreipersonenverhältnisse bei Nichtleistungskonditionen schwierig erscheint, wäre eine gesetzliche Klarstellung des Kondiktionsausschlusses auch im Zweipersonenverhältnis durch e-WpG-E wünschenswert.

cc) Abhandenkommen

Elektronische Wertpapiere können abhandenkommen. Abhandenkommen wird allgemein verstanden als unfreiwilliger Verlust des unmittelbaren Besitzes.⁶³ Ein solches Abhandenkommen liegt etwa vor, wenn jemand die Kryptowertpapiere ohne oder gegen den Willen des Berechtigten an einen Dritten (z.B. einen Hacker oder ein Gelegenheitsdieb, der das Authentifizierungsinstrument des Vorbesitzers erfolgreich nutzt) transferiert. In diesem Fall greift § 935 Abs. 2 BGB für elektronische Wertpapiere als Inhaberpapiere, wonach per Rückausnahme zu § 935 Abs. 1 BGB ein gutgläubiger Erwerb möglich ist. Gegenüber dem

⁶⁰ Vgl. MünchKommBGB/Schwab § 816 Rn. 33.

⁶¹ MünchKommBGB/Schwab § 816 Rn. 2.

⁶² § 816 BGB ist an sich ein Spezialfall der Nichtleistungskondiktion und daher grundsätzlich gegenüber der Leistungsbeziehung im Dreipersonenverhältnis subsidiär.

⁶³ BeckOK/Kindl § 935 Rn. 3.

Vorbesitzes kann sich der Erwerber konsequenterweise auch auf die Eigentumsvermutung des § 1006 Abs. 1 BGB berufen, § 1006 Abs. 1 S. 2 BGB sowie auf § 27 e-WpG-E.

2. Finalität

Bereits im Jahr 2017 hat die Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom September ausgeführt, dass etwa bei dezentralen Netzwerken, die auf Proof-of-Work basieren, nur eine relative Finalität erreicht werde, weil eine Transaktion nachträglich durch eine Fork annulliert werden könne.⁶⁴ Der Text suggeriert, dass dies nicht ausreiche, um „*Finalität, also einen bestimmten Zeitpunkt ab dem eine Transaktion als gültig angesehen werden kann*“⁶⁵ zu erreichen. Bei dezentralen Datenbanken kann es für einen bestimmten Zeitraum in der Tat unklar sein, ob der Block, in den eine Transaktion aufgenommen wird, Eingang in die Hauptchain findet. Die Wahrscheinlichkeit steigt jedoch mit jedem Block neu hinzugefügt wird. Ab einer gewissen Anzahl von Blöcken ist es dann mathematisch mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen, dass der Block nicht aufgenommen wird. Führt man beispielsweise eine Transaktion auf Ethereum auf, wird dieser Zeitpunkt in den meisten Wallets auch transparent angezeigt (z.B. nach ca. 20 Bestätigungen). Ab diesem Zeitpunkt ist eine Transaktion als gültig im Sinne der Bundesbank-Definition anzusehen. Die rein technische Möglichkeit, eine Transaktion im Nachhinein zu beseitigen, kann hingegen nicht maßgeblich sein. Dies ergibt sich bereits daraus, dass die registerführende Stelle Änderungen am Register vornehmen können soll. Daraus folgt, dass eine Manipulierbarkeit des Registers von Gesetzes wegen erforderlich ist. Unberechtigte (nachträgliche) Änderungen des Registers sind damit freilich möglich und stellen einen Angriffsvektor dar,⁶⁶ der unabhängig davon besteht, ob ein Register zentral oder dezentral geführt wird. Die registerführende Stelle hat diese Angriffsvektoren zu gut wie möglich zu minimieren – etwa durch regelmäßige Backups des Registerstatus. Diese wären aber stets nachvollziehbar und transparent, was die Rechtssicherheit erhöht.

Der Referentenentwurf spricht in der Begründung kurz an, dass die Finalität der Transaktionen sichergestellt sein soll, wobei unklar ist, was mit Finalität gemeint ist.⁶⁷ Es ist jedoch davon auszugehen, dass nach den oben dargestellten Grundsätzen auch in öffentlichen DLT-Systemen Finalität vorliegen wird, sofern es mathematisch mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen ist, dass die Transaktion fehlschlägt.

⁶⁴ Bundesbank Monatsbericht September 2017 S. 43.

⁶⁵ Bundesbank Monatsbericht September 2017 S. 43.

⁶⁶ Bei Kryptowertpapierregistern beispielsweise durch sog. Long-Range-Attacken. Dabei kann ein Großteil der Kette nachträglich manipuliert werden.

⁶⁷ e-WpG-E S. 61 f.

Auf europäischer Ebene wird die Finalität in der *Settlement Finality Directive*⁶⁸ geregelt, wobei in der deutschen Übersetzung von „Wirksamkeit“ gesprochen wird. Der Referentenentwurf nimmt auf diese Richtlinie explizit Bezug.⁶⁹ Eine Definition der Wirksamkeit enthält die Richtlinie nicht. Sie ist aber nur für standardisierte Settlement-Vereinbarungen zwischen mindestens drei Teilnehmern anzuwenden. Teilnehmer können insbesondere nur Kreditinstitute, Wertpapierfirmen oder öffentlich-rechtliche Körperschaften sein.⁷⁰ Der Schutz der Wirksamkeit bezieht sich dann vor allem auf Netting-Vereinbarungen und ihrem Schutz in einer etwaigen Insolvenz eines Teilnehmers (Vgl. Art. 3 98/26/EC).⁷¹ Dieser Schutz ist sowohl auf der Target-2-Securities-Plattform („T2S“) als auch auf dezentralen Infrastrukturen realisierbar.

VI. Liberationswirkung und Einwendungen, § 28

1. Liberationswirkung

Nach § 28 Abs. 1 S. 2 e-WpG-E wird der Emittent durch die Leistung an den Inhaber befreit. Dieser Effekt ist zentral für den Charakter von Inhaberschuldverschreibungen, schützt er doch das Vertrauen des Schuldners (also des Emittenten) in die Inhaberschaft. Die Liberationswirkung ist inhaltsgleich mit dem Äquivalent in § 793 Abs. 1 S. 2 BGB und rein deklaratorisch, bringt sie doch keine Abweichung mit sich.

Nach dem Wortlaut kann der Emittent auch dann an einen nichtberechtigten Inhaber leisten, wenn er positiv weiß, dass der Inhaber Nichtberechtigter ist bzw. genauer: wenn ihm die zur Nichtberechtigung führenden Umstände positiv bekannt sind. Im Rahmen des § 793 Abs. 1 S. 2 BGB wird die Norm daher einschränkend ausgelegt, wobei der Umfang der Einschränkung strittig ist.⁷² Da eine Liberationswirkung trotz positiver Kenntnis der Nichtberechtigung auch bei elektronischen Wertpapieren nicht hinnehmbar ist, wird der Streit in das e-WpG-E übernommen, ohne ihn jedoch zu klären. Unklar ist damit, ob positive Kenntnis und das Vorliegen von Beweismitteln ausreichen, oder bereits grobe Fahrlässigkeit und eine grob fahrlässige Verkennung der Rechtslage schaden.⁷³

⁶⁸ 98/26/EC.

⁶⁹ S. 57.

⁷⁰ Art. 2 98/26/EC.

⁷¹ Hierzu etwa MünchKommHGB/*Einsele* Q Rn. 198 ff.

⁷² Statt vieler MünchKommBGB/*Habersack* § 793 Rn. 36.

⁷³ Zu diesem Streitpunkt MünchKommBGB/*Habersack* § 793 Rn. 37 m.w.N.

Im Interesse der Rechtssicherheit sollte der Gesetzgeber die Chance nutzen und eine Klärung gesetzlich jedenfalls für elektronische Wertpapiere verankern. Jedenfalls bei positiver Kenntnis um die Nichtberechtigung sollte die Liberationswirkung verweigert werden.

Davon ist aber ein Fall zu unterscheiden, in dem eine andere Person behauptet, Eigentümerin der elektronischen Wertpapiere zu sein. In diesem Fall liegt die Situation eines Prätendentenstreits vor, sodass die Emittentin entweder schuldbeitragend an den Inhaber leisten kann oder unter den Voraussetzungen des § 75 ZPO im Falle der Rechtshängigkeit schuldbeitragend hinterlegen darf.

2. Einwendungen

§ 28 e-WpG-E bildet rein deklaratorisch § 796 BGB nach und hat auf den ersten Blick darüber hinaus keinen eigenen Gehalt.

VII. Publizität, § 10 e-WpG-E

§ 10 e-WpG-E macht die Register grundsätzlich transparent. Das ist sehr begrüßenswert, sind sie derzeit doch in aller Regel im Verborgenen. Der Referentenentwurf sieht in dieser Transparenz zutreffend sogar die Innovationskraft des elektronischen Registers.⁷⁴

Zunächst hat die Registerführende Stelle sicherzustellen, dass Teilnehmer des Registers elektronische Einsicht in das Register nehmen „können“. In Abs. 1 geht es also bei wortlautverhaftetem Verständnis und im Lichte der Systematik zu Abs. 2⁷⁵ nicht um einen Einsichtnahmeanspruch, sondern lediglich um die tatsächliche (technische) Möglichkeit der Einsichtnahme.⁷⁶ Gleichwohl soll Abs. 1 nach der Entwurfsbegründung einen Anspruch gewähren.⁷⁷ Dieser Anspruchscharakter sollte im Wortlaut entsprechend klargestellt werden.

Fraglich ist ferner, wer genau die „Teilnehmer des Registers“ sein sollen. Der Begriff taucht an dieser Stelle das erste Mal auf und wird nicht weiter erläutert. In der Begründung heißt es etwa, dass die die Publizität „umfassend“ für den „gesamten Rechtsverkehr“ gelte.⁷⁸ Eine weite Auslegung ist damit geboten. Ausgehend vom Wortlaut wird wohl jeder Inhaber und jeder Berechtigter am Register *teilnehmen*. Aber auch Personen mit einem konkreten Erwerbsinteresse für ein elektronisches Wertpapier sollten umfasst sein.

⁷⁴ e-WpG-E S. 66.

⁷⁵ Es geht in Abs. 1 nur darum, Einsicht nehmen zu können, nicht aber Einsicht zu gewähren (Abs. 2).

⁷⁶ In diese Richtung auch e-WpG-E S. 52 Abs. 1 a.E. wo es heißt: „Diese erschöpft sich grundsätzlich in der Gewährleistung der Einsichtnahmemöglichkeit nach Absatz 1 und erfordert darüber hinaus keine weitere Datenverarbeitung und Aufbereitung des Registerinhalts“.

⁷⁷ e-WpG-E S. 50 a.E.

⁷⁸ e-WpG-E S. 50.

§ 10 Abs. 2 e-WpG-E gewährt jedem, der ein berechtigtes Interesse darlegt, einen Anspruch auf Einsichtnahme gegenüber der Registerführenden Stelle. Für die Frage, wann ein berechtigtes Interesse vorliegt, soll die Auslegung des § 12 GBO herangezogen werden.⁷⁹ Darauf aufbauend haben Inhaber oder Berechtigte grundsätzlich Einsichtnahmerechte, die die registerführende Stelle zu gewähren hat.⁸⁰

Neben den allgemeinen Angaben des Registers kann auch ein Anspruch auf weitergehende Auskünfte nach Abs. 3 bestehen. Dieser Anspruch ist etwa auf Auskunft bzgl. der Identität von anderen Inhabern gerichtet und bedarf eines besonderen öffentlichen Interesses.⁸¹ Das besondere berechtigte Interesse kennt das Grundbuch nicht, sodass im Rahmen der Auslegung nicht auf die GBO zurückgegriffen werden kann. Ein besonderes Interesse an der Herausgabe personenbezogener Daten soll nach der Begründung im Falle einer (behaupteten) Rechtsdurchsetzung vorliegen.⁸² Da die Herausgabe dieser sensiblen Daten grundsätzlich in Konflikt mit dem BDSG steht, wäre es wünschenswert, beispielhaft besondere Interessen aufzuzählen, um Rechtssicherheit für die registerführende Stelle zu erreichen. In der Praxis kann es häufig vorkommen, dass sich Auskunftsschuldner aus Gründen interner Compliance eher zu einer Herausgabe der Informationen verurteilen lassen als sie von sich aus herauszugeben. Das Risiko von datenschutzrechtlichen Konsequenzen wird ansonsten als zu hoch bewertet. Dies würde eine effektive Rechtsdurchsetzung aber mindestens verzögern.

D. Sonstiges

I. Fehlen eines Registerberichtigungsanspruchs und Möglichkeit eines Widerspruchs

1. Registerberichtigungsanspruch

Wie bereits herausgearbeitet, ist das Eigentum an elektronischen Wertpapieren nach allgemeinen Regeln (insb. auch als absolutes Recht nach §§ 823 Abs. 1, 1004 BGB) und der Besitz durch den possessorischen Besitzschutz sowie jedenfalls der berechtigte Besitz nach § 823 Abs. 1 BGB als sonstiges Recht) geschützt. Ein vergleichbarer Schutz ist nach derzeitigem Stand aber nicht für die Inhaberposition vorgesehen. Macht ein nicht im Register geführter Eigentümer, sein Eigentum geltend, sollte er auch die Einräumung der entsprechenden

⁷⁹ e-WpG-E S. 50.

⁸⁰ e-WpG-E S. 51 sowie vgl. BeckOKGBO/*Wilsch* § 12 Rn. 1 ff.

⁸¹ e-WpG-E S. 51.

⁸² e-WpG-E S. 51.

Buchposition verlangen können. § 985 BGB hilft insoweit nicht weiter, weil auf dieser Grundlage nur der Besitz, nicht aber die Buchposition verlangt werden kann.⁸³

Im Grundbuchrecht gibt es daher § 894 BGB, der sinngemäß ebenso für Wertpapierregister angewendet werden kann.

Da der Registerberichtigungsanspruch derzeit fehlt, sollte das Äquivalent von § 894 BGB in das e-WpG-E aufgenommen werden.

2. Eintragung eines Widerspruchs

Daran schließt sich die Frage an, ob in Anlehnung an § 899 BGB auch die Möglichkeit bestehen soll, einen Widerspruch gegen die Richtigkeit des Registers eintragen zu lassen.

Dafür spricht, dass das Vertrauen in das Register dadurch gestärkt würde, weil deutlich gemacht wird, dass die Rechtsposition der Inhaberschaft strittig ist und ein guter Glaube dann nicht mehr in Betracht käme. Neben dem Widerspruch sollten die Wertpapiere auf Antrag desjenigen, der den Widerspruch erwirkt hat, aber auch durch die registerführende Stelle eingefroren werden können, sodass Zweitmarkttransaktionen nicht mehr möglich sind. Wie in § 899 Abs. 2 BGB darf dies aber nur aufgrund einer einstweiligen Verfügung oder mit Zustimmung des Inhabers erfolgen.

II. Zweitmarkt

Ein funktionierendes Ökosystem für elektronische Wertpapiere setzt sich zusammen aus einem Primärmarkt der Emission und einem Sekundärmarkt des Handels. Der Handel vollzieht sich in aller Regel über geregelte Märkte⁸⁴, multilaterale Handelssysteme (sog. multilateral trading facilities oder kurz: „MTF“⁸⁵) oder organisierte Handelssysteme (sog. organized trading facilities oder kurz: „OTF“⁸⁶). Zweitmärkte können aber auch durch verschiedene Eigenhandelssysteme oder peer-to-peer Marktplätze (sog. Bulletin Boards) angeboten werden. Letzteren fehlt es aber häufig an Liquidität.

Vor diesem Hintergrund ist die Pflicht zur Zentralverwahrung durch die CSDR (s.o.) ein echter Wettbewerbsnachteil für Kryptowertpapiere und könnte sogar dazu führen, die Einführung von Kryptowertpapieren zu nivellieren. Da es sich bei der CSDR um eine europäische Verordnung handelt, waren dem deutschen Gesetzgeber hier die Hände gebunden. Die deutsche Regierung sollte aber darauf drängen, die CSDR entsprechend anzupassen. Derzeit scheint auch auf

⁸³ Statt vieler MünchKommBGB/Kohler § 894 Rn. 1.

⁸⁴ Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 2014/65/EU.

⁸⁵ Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 2014/65/EU.

⁸⁶ Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 2014/65/EU.

europäischer Ebene ein gutes politisches Momentum zu bestehen, hier eine Modernisierung der Finanzmarktarchitektur zu erreichen. So spricht sich die EU-Kommission in ihrem Non-Paper vom Juli 2020 (unverbindlich) für eine DLT Marktinfrastruktur aus.⁸⁷ Die Zentralverwahrung würde dadurch optional und tritt in direkte Konkurrenz zu dezentralen Lösungen.

III. Internationales Privatrecht

Nach Art. 32 e-WpG-E regelt die Anwendbarkeit des internationalen Rechts. Demnach kommt es auf die Aufsicht an, der die registerführende Stelle unterliegt. Diese Anknüpfung ist sachgerecht, kann so doch sichergestellt werden, dass das deutsche Recht und damit vor allem das e-WpG-E Anwendung findet.

Der spezialgesetzlichen Anknüpfung geht auch nicht das UN-Kaufrecht vor, weil es nach Art. 2 lit. d) Var. 1 CISG nicht auf den Kauf von Wertpapieren anwendbar ist.

Die Systematik zur Rom-I-VO⁸⁸ kann an dieser Stelle noch nicht abschließend beurteilt werden. Insbesondere sind die Art. 6 Abs. 4 lit. d) und Art. 4 Abs. 1 lit. a) und h) VO 593/2008 zu prüfen.

IV. Emittentenprivileg

Das sog. Emittentenprivileg besagt, dass der Emittent von Wertpapieren keiner weiteren Erlaubnis nach § 32 KWG bedarf. Dadurch wird beispielsweise ein Direktvertrieb möglich, der ohne kostentreibende Anlagevermittler oder -berater auskommt. Gerade im digitalen Vertrieb kommt dem Emittentenprivileg entscheidende Bedeutung zu, weil die Ansprache per Website und ein digitaler Zeichnungsprozess skalierfähig sind und Vertriebskosten effektiv senken können. Da Vertriebskosten über Weichkosten oder Agio in aller Regel auf die Anleger umgelegt werden, profitieren Anleger von niedrigeren Vertriebskosten unmittelbar.

Dogmatischer Anknüpfungspunkt des Emittentenprivilegs ist zunächst § 1 Abs. 1a S. 1 KWG, wonach ein Finanzdienstleistungsinstitut nur ist, wer Finanzdienstleistungen *für andere* erbringt. Der Emittent erbringt die Tätigkeiten aber *für sich selbst*. Schon begrifflich kann es sich damit nicht um ein *Finanzdienstleistung* handeln.⁸⁹ Beispielhaft kann die Anlagevermittlung angeführt werden. Unter Vermittlung wird im Allgemeinen das

⁸⁷ Wortwörtlich heißt es dort: „A DLT market infrastructure would be either a DLT multilateral trading facility (operated by a MIFID II investment firm or by a market operator) or a DLT Central Securities Depository (operated by a CSD). The market participants wishing to operate a DLT market infrastructure would be required to obtain a specific permission granted by their NCAs under the conditions set out in the new legislation (and on the top of their existing authorisation as investment firm or CSD).“

⁸⁸ VO 593/2008.

⁸⁹ Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer § 1 KWG Rn. 129.

Zusammenbringen von Auftraggeber und Drittem verstanden.⁹⁰ Vertreibt der Emittent die Wertpapiere selbst, liegt schon keine Vermittlungstätigkeit vor.

Das e-WpG-E greift dieses Emittentenprivileg konsequenterweise auch zugunsten der registerführenden Stelle eines Kryptowertpapierregisters auf. Denn nach § 16 Abs. 2 S. 3 e-WpG-E ist der Emittent grundsätzlich die registerführende Stelle. Im Umkehrschluss muss diese Norm so verstanden werden, dass der Emittent mithin zur Kryptowertpapierregisterführung auch berechtigt sein muss. Dies ist vor allem deswegen sachgerecht, weil Emittenten typischerweise Zweckgesellschaften sind. Es wäre praxisfern, würde man diesen Zweckgesellschaften vor Beginn des Vertriebs die Erlaubnispflicht des § 32 KWG auferlegen wollen. Zudem brächte die Erlaubnis keinerlei Vorteil. Emittenten haben bereits das Prospektverfahren durchlaufen und die Vertriebsbewilligung erhalten. Sie unterstehen auch der Aufsicht der BaFin. Zwar wird all dies nicht völlig ausschließen können, dass es möglicherweise zu Manipulationen kommt. Dieses Risiko ist aber ein Allgemeines und besteht auch bei Drittanbietern. Die Blockchain-Technologie ermöglicht es aber, jegliche Manipulation öffentlich (insb. durch § 10 e-WpG-E) nachverfolgen zu können. Hier liegt gerade ihre Stärke.

Damit bedarf der Emittent keiner gesonderten Erlaubnis nach § 32 KWG wenn er die Kryptowertpapierregisterführung selbst übernimmt. Hierzu darf er auch technische Dienstleister einbinden, wobei § 25b KWG nicht einschlägig ist. Die Norm erfasst nur die Auslagerung von Instituten, die wiederum nach § 1 Abs. 1b) KWG nur Finanzdienstleistungs- und Kreditinstitute sein können. Für die Einstufung als Finanzinstitut ist aber – wie bereits gesagt – die Tätigkeit *für andere* notwendig. Daran fehlt es, wenn der Emittent das Kryptowertpapierregister *für sich selbst* führt.

Damit bedarf der Emittent keiner gesonderten Erlaubnis nach § 32 KWG, um das Kryptowertpapierregister zu führen. Insoweit gilt also das sog. Emittentenprivileg.

V. Zivilprozessuales

1. Rechtsdurchsetzung, Gläubigerstreit

Ist das Eigentum zwischen zwei Personen strittig, so ist eine Klärung zunächst in diesem Verhältnis zu bewirken. Insbesondere sollte es nach dem formalen Prinzip des Registers nicht Aufgabe der registerführenden Stelle oder des Emittenten sein, materiell-rechtliche Erwägungen anzustellen. Dies ist den Gerichten vorbehalten. Macht also ein Dritter sein

⁹⁰ Vgl. § 652 Abs. 1 S. 1 BGB sowie MünchKommHGB/von Hoyningen-Huene § 93 Rn. 24.

Eigentum an den elektronischen Wertpapieren geltend, bevor es zu Auszahlungen gekommen ist, gilt die Liberationswirkung nach der gebotenen einschränkenden Auslegung nicht unbeding.⁹¹ Der Emittent kann dann sowohl den Auszahlungsbetrag als auch (falls der Empfänger ihre Lieferung strittig ist) die Wertpapiere nach § 372 S. 2 BGB hinterlegen. In prozessualer Hinsicht liegt die Konstellation eines Prätendentenstreits nach § 75 ZPO vor. Sofern der Emittent also dem Inhaber den Streit verkündet und dieser beitrifft, kann der Emittent hinterlegen und aus dem Rechtsstreit entlassen werden. Die damit verbundenen Kosten trägt die unterliegende Partei, § 75 S. 2 ZPO.

2. Beweisrecht

§ 292 ZPO ist grundsätzlich auch auf elektronische Wertpapierregister anwendbar. Über seinen Wortlaut hinaus ist § 292 ZPO nicht nur auf Tatsachenvermutungen beschränkt, sondern umfasst auch Rechtsvermutungen.⁹² Ist beispielsweise die Volljährigkeit eingetragen, so ist dies eine Rechtstatsache. Die Vermutung der Geschäftsfähigkeit nach § 26 Nr. 5 e-WpG-E ist hingegen eine Rechtsvermutung, weil dem eine rechtliche Wertung zugrunde liegt. Damit sind sämtliche gesetzlichen Vermutungsregeln aus § 26 e-WpG-E prozessual durch § 292 ZPO erfasst. Da der Beweis des Gegenteils nicht ausgeschlossen ist, geht damit die Darlegungs- und Beweislast bezüglich der vermuteten Rechtstatsache auf den Gegner über.⁹³ Die Vermutung kann also nur durch den Beweis des Gegenteils erschüttert werden.

Eine weitere Frage ist aber, ob mithilfe des elektronischen Wertpapierregisters ein Urkundenbeweis möglich wird. Eine öffentliche Urkunde im Sinne von § 415 ZPO kommt schon mangels öffentlichem Betreiber nicht in Betracht. Es könnte aber nach §§ 416, 371a ZPO die Beweiskraft für Privaturkunden gelten.⁹⁴ Nach dem Wortlaut müsste aber eine qualifizierte elektronische Signatur vorliegen, woran es in den meisten Fällen fehlen dürfte. Andererseits kann es ein Alleinstellungsmerkmal sein, wenn eine registerführende Stelle Transaktionen nur mittels qualifizierter elektronischer Signatur zulässt. Technisch möglich wäre dies, liegen qualifiziert elektronische Signatur und Authentifizierung mittels Private Key doch sehr nah beieinander. Der Urkundenbeweis könnte fruchtbar gemacht werden, indem er die Abgabe der entsprechenden Willenserklärungen dokumentiert (s.o.). Wünschenswert wäre es daher, wenn dem Registerinhalt die Qualität des Urkundenbeweises gesetzlich zugemessen würde, solange die Authentifizierungsinstrumente dem aktuellen Stand der Technik entsprechen.

⁹¹ S.o.

⁹² Statt vieler Musielak/Voit/Huber § 292 Rn. 2 f. m.w.N.

⁹³ Vgl. BeckOKZPO/Bacher § 292 Rn. 9

⁹⁴ S. auch Kaulartz/Matzke NJW 2018, 3278 (3282).

E. Ausblick

Das e-WpG-E ist ein Nischengesetz, das den Grundstein der Rechtsentwicklung der nächsten Jahrzehnte prägen wird. Es kann die Kosten eines vertrauenswürdigen Registers dramatisch senken, ohne auf Seiten der Integrität Abstriche zu machen. Dezentrale Infrastrukturen können sich als sinnvolle Registerführungstechnologie etablieren. Logische Konsequenz ist es dann, dass wir mehr und mehr Register sehen werden. Das Registerrecht dürfte einen regelrechten Boom erfahren, stellt es doch die Brücke dar zwischen physischer Welt und digitaler Welt. Eine mögliche Weiterentwicklung könnte z.B. ein Fahrradregister sein, in dem sämtliche Fahrräder mit Foto, Rahmennummer usw. erfasst werden können. Wer auf einem Gebrauchtmarkt ein Fahrrad erwerben möchte, kann dies nur mittels digitaler Übertragung des Eigentums. Die Erfassung aller Fahrräder dürfte durch Crowdsourcing sehr schnell und vor allem kosteneffizient möglich sein, wenn jeder seine Räder selbst einpflegen muss.

Dies ist nur eines von zahlreichen Beispielen, in denen Register eine sinnvolle Ergänzung des Rechtsverkehrs bieten. Der Phantasie sind keine Grenzen gesetzt und das e-WpG-E öffnet die Tür einen Spalt weit.

Soweit es das Selbstverständnis des Staates ist, die notwendige Infrastruktur zur Verfügung zu stellen, dann muss dies auch bedeuten, die technologische Infrastruktur anzubieten, auf dessen Grundlage dann verschiedenste Akteure sinnvolle Register einrichten und führen können. Die digitale Transformation beginnt mit dem e-WpG-E.