

Kryptoaktien

Herausgegeben von
FLORIAN MÖSLEIN
und SEBASTIAN OMLOR

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung
25*

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

25



Kryptoaktien

Erweiterung des eWpG durch
das Zukunftsfinanzierungsgesetz

Herausgegeben von
Florian Möslein und Sebastian Omlor

Mohr Siebeck

Florian Möslein ist Professor für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht sowie Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRDi) an der Philipps-Universität Marburg.
orcid.org/0000-0002-6733-6102

Sebastian Omlor ist Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bankrecht und Rechtsvergleichung sowie Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRDi) an der Philipps-Universität Marburg.

Diese Publikation wurde durch den Open-Access-Publikationsfonds der Philipps-Universität Marburg gefördert.

ISBN 978-3-16-163375-1 / eISBN 978-3-16-163488-8

DOI 10.1628/978-3-16-163488-8

ISSN 2700-1288 / eISSN 2700-1296 (Schriften zum Recht der Digitalisierung)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2024. www.mohrsiebeck.com

© Florian Möslein, Sebastian Omlor (Hg.); Beitrag: jeweiliger Autor/jeweilige Autorin.

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International“ (CC BY 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung der jeweiligen Urheber unzulässig und strafbar.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Mit Inkrafttreten des Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG), das am 17. November 2023 vom Deutschen Bundestag verabschiedet worden ist und dem der Bundesrat am 24. November 2023 zugestimmt hat, erfasst das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) künftig neben elektronischen Schuldverschreibungen auch elektronische Aktien. Zumindest Namensaktien können nach der neuen Gesetzesfassung fortan auch als Kryptoaktien begeben werden, während Inhaberaktien nur – aber immerhin – als Zentralregisterwertpapiere zugelassen sind. Mit der Einführung elektronischer Aktien und der zumindest teilweisen Ermöglichung von Kryptoaktien behebt der deutsche Gesetzgeber einen Geburtsfehler des eWpG, der schon seit der Diskussion um die Entwurfsfassungen des ursprünglichen Gesetzes im Jahr 2021 vielfach kritisiert worden war. Der Sammelband „Elektronische Wertpapiere“ (hrsg. von Omlor/Möslein/Grundmann, Mohr Siebeck 2021), gleichsam der Vorläufer zum vorliegenden Band, legt von der damaligen Debatte hinreichend Zeugnis ab.

Auf ganz ähnliche Weise wie bereits damals haben wir uns auch diesmal zum Ziel gesetzt, das (Reform-)Gesetzgebungsverfahren wissenschaftlich zu begleiten. Aus diesem Grund haben wir am 15. Mai 2023 eine interdisziplinäre Tagung veranstaltet, wiederum in der Hessischen Landesvertretung in Berlin, in deren Mittelpunkt der im April 2023 vom Bundesministerium der Finanzen und vom Bundesministerium der Justiz vorgelegte Referentenentwurf des ZuFinG stand. Die Veranstaltung wurde in bewährter Weise von unserem Marburger Institut für das Recht der Digitalisierung (IRD_i) organisiert, diesmal in Kooperation mit der Projektgruppe „Tokenisierung und Finanzmarkt (ToFi)“ des hessischen Zentrums verantwortungsbewusste Digitalisierung (ZEVEDI). Die Vorträge dieser Tagung bilden in gründlich überarbeiteter Fassung und insbesondere unter Berücksichtigung des am 16. August 2023 veröffentlichten Regierungsentwurfs die Grundlage des vorliegenden Sammelbandes. In bewährter Weise erscheint er wiederum in der Schriftenreihe zum Recht der Digitalisierung im Mohr Siebeck-Verlag. Im Vergleich zum Regierungsentwurf tritt das ZuFinG mit nur marginalen – und in dieses Werk bereits eingearbeiteten – Änderungen in Kraft, jedenfalls im Hinblick auf die Reform des eWpG. Somit legen wir mit diesem Sammelband die erste gebündelte Publikation zum neuen eWpG und insbesondere zum Recht der Kryptoaktien vor.

Der Band enthält sieben Einzelbeiträge. Diese Beiträge liefern neben einer fundierten Darstellung der gesetzgeberischen Neuerungen und ihrer Querbezüge zu sachnahen Materien des geltenden Rechts auch eine Einordnung des Regelungsgegenstandes in einen breiteren gesetzgeberischen, aber auch internationalen und interdisziplinären Zusammenhang. Die Beiträge zu den gesellschafts-

kapitalmarkt- und wertpapierrechtlichen Fragestellungen elektronischer Aktien aus der Feder von *Julia Lübke*, *Dörte Poelzig* und *Florian Möslein* bilden im Hinblick auf die künftige Rechtsanwendung das Herzstück dieses Bandes. Für die künftige Rechtsgestaltung wird der Beitrag von *Gerald Reger* eine wichtige Hilfestellung bieten, der nämlich die Perspektive der Kautelarpraxis ergänzt. Drei weitere Beiträge beleuchten schließlich den so wichtigen entstehungsgeschichtlichen, unionsrechtlichen und interdisziplinären Kontext, indem sie Kryptoaktien in einen breiteren Zusammenhang stellen. So erläutert der Beitrag von *Kaspar Krolop* die grundlegende gesetzgeberische Konzeption der Reform, indem er insbesondere die Einbettung der Neuerungen des eWpG ins ZuFinG thematisiert. Die Einführung von Kryptoaktien steht zudem in einem breiteren internationalen Kontext; insbesondere bestehen zahlreiche Querbezüge zur Kodifikation des Krypto-Rechts auf europäischer Ebene durch die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), die am 31. Mai 2023 verabschiedet worden ist. Diese Zusammenhänge werden im Beitrag von *Francesco Paolo Patti* aus internationaler Perspektive ausführlich beleuchtet. Nicht zuletzt lässt sich die Gesetzesreform auch als Teil eines Innovationsprozesses verstehen. Der Beitrag von *Lilith Dieterich*, *Barbara Brandl* und *Carola Westermeier* führt aus, wie die rechtlichen Vorgaben des Gesetzgebers den Innovationsprozess bestimmen und auch zentrale technologische Merkmale der Technologie erschaffen. Ausgewählte Einzelbeispiele illustrieren, wie das Recht neue Finanztechnologien und -akteure konturiert, namentlich Kryptowertpapierregisterführung und -verwahrung, das Korrektiv der Buchführung sowie die detaillierten Vorgaben für die Kryptografie.

Unser Dank gilt der ZEVEDI-Projektgruppe „Tokenisierung und Finanzmarkt (ToFi)“ für die gewinnbringende, intensive Zusammenarbeit. Darüber hinaus möchten wir uns nachdrücklich bei allen Mitwirkenden bedanken, insbesondere unserem Institutsteam, die uns organisatorisch tatkräftig unterstützen und zugleich mit uns gemeinsam auch die Forschung zur Tokenisierung vorantreiben. In Bezug auf diesen Sammelband sind wir zudem Dr. Kira Franke stellvertretend für das gesamte Team zu Dank verpflichtet, die die redaktionelle Betreuung und Koordination übernommen hatte.

Florian Möslein/Sebastian Omlor

Marburg, im Januar 2024

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Geleitwort	1
<i>Kaspar Krolop</i> Gesetzgeberische Konzeption	3
<i>Francesco Paolo Patti</i> Europäische Perspektiven MiCAR, MiFID2, Unionsprivatrecht	21
<i>Julia Lübke</i> Das Gesellschaftsrecht der elektronischen Aktie	39
<i>Dörte Poelzig</i> Elektronische Aktien im Kapitalmarktrecht	75
<i>Florian Möslein</i> Elektronische Aktien im Wertpapierrecht	93
<i>Gerald Reger</i> Elektronische Aktien in der Beratung	125
<i>Lilith Dieterich, Barbara Brandl und Carola Westermeier</i> Finanzregulierung als Innovationsprozess Die Entstehung von kryptografischen Wertpapieren	159
Autorenverzeichnis	183

Geleitwort

Eine Aktie ist ein Wertpapier und ein Wertpapier bedarf einer Papierurkunde. So unumstößlich war die Rechtslage – über 200 Jahre. Dass sich das mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz nun ändert, ist ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu digitalen Finanzmärkten. Diesen Weg beschreiten wir sowohl mit nationalen als auch mit europäischen Initiativen und bemühen uns um Beschleunigung, weil wir überzeugt sind, dass die Zukunftsfähigkeit unserer Finanzmärkte entscheidend von der Nutzung digitaler Technologien abhängt.

Wir befinden uns in einem globalen Wettbewerb, der für Deutschland und Europa nicht einfach zu bewältigen ist – das ist unbestreitbar. Die laufende Fortentwicklung des europäischen und nationalen Rechtsrahmens stimmt mich aber optimistisch, dass wir diese Herausforderungen meistern können.

National haben wir mit dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) im Jahr 2021 Neuland betreten. Die ersten Emissionen zeigen, dass Emittenten diesen Rechtsrahmen gerne nutzen und sie gerade bei der Emission von Kryptowertpapieren Potenzial sehen. Mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz wird der Rechtsrahmen fortentwickelt und von Schuldverschreibungen und Fondsanteilen auf Aktien erweitert. Für die Erweiterung auf elektronische Aktien waren gerade im Gesellschaftsrecht einige Hürden zu bewältigen, aber sie ist konsequent und sie ist notwendig, damit das eWpG sich in der Praxis bewähren und auch im internationalen Vergleich Bestand haben kann.

Zu dem Rechtsrahmen für Kryptowertpapiere gehört auch das europäische DLT-Pilot Regime, durch das die Vorteile der Distributed-Ledger-Technologie für den Wertpapierhandel und seine Abwicklung genutzt werden können. Gleichzeitig erhalten innovative Unternehmen so die Chance, sich mit neuen Infrastrukturangeboten im Markt zu bewähren. Und in diesen Kontext gehört auch die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (Markets in Crypto-Assets Regulation – MiCAR), die einen umfassenden Rechtsrahmen für die Emission, den Handel und die Vermittlung von Kryptowerten schafft und mit deren Erlass die EU eine globale Vorreiterrolle eingenommen hat.

Diese verschiedenen Bausteine müssen nun gut ineinandergreifen und sich in der Geschäfts- und Aufsichtspraxis bewähren. Dafür sind wir auch auf Rechtswissenschaftler und Rechtsanwendern angewiesen. Deshalb begrüße ich es sehr, dass sich diese Tagung zu einem sehr frühen Zeitpunkt – d.h. unmittelbar nach Veröffentlichung des Referentenentwurfs des Zukunftsfinanzierungsgesetzes – mit dem Thema elektronische Aktie beschäftigt hat. Es ist beeindruckend, aus wie vielen Perspektiven die Auswirkungen des Gesetzentwurfs beleuchtet und in den Gesamtkontext europäischer Finanzmarktregulierung gestellt werden. Sowohl nationale und europäische als auch juristische und sozialwissenschaftliche

Aspekte werden dabei betrachtet, u.a. von wissenschaftlichen Experten, erfahrenen Kautelarjuristen und Ministerialbeamten. Dieser Austausch zwischen Wissenschaft, Praxis und Ministerien ist wesentlich für die Fortentwicklung eines stimmigen Rechtsrahmens und ich weiß ihn deshalb sehr zu schätzen.

Den Veranstaltern der Tagung und den Referentinnen und Referenten gilt mein herzlicher Dank. Ich hoffe, dass dieses Werk die Aufmerksamkeit erhält, die es verdient, und dass es dazu beitragen kann, der Digitalisierung des deutschen und europäischen Finanzmarkts zum Erfolg zu verhelfen.

Dr. Florian Toncar, MdB,
Parlamentarischer Staatssekretär,
Bundesministerium der Finanzen

Gesetzgeberische Konzeption

Kaspar Krolop

I. Einleitung¹

Am 16. August 2023 hat die Bundesregierung den Regierungsentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) beschlossen und wurde Ende dieses Jahres vom Parlament verabschiedet.² Das Gesetz ist mit Ausnahme einer weniger Regelung (vgl. Art. 35) am 15. Dezember 2023 in Kraft getreten. Die Einführung von elektronischen Aktien, die Gegenstand dieser Tagung sind, ist nur eine von sehr vielen Regelungen in verschiedenen Rechtsgebieten. Insgesamt umfasst der Regierungsentwurf mehr als 30 Artikel mit Änderungen von verschiedenen Gesetzen. Das sind mehr als das Alphabet Buchstaben aufweist. Die Spannbereite geht auch von A wie Aktiengesetz bis Z Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG).

Auf den ersten Blick mag dies wie ein buntes, zusammengewürfeltes Konglomerat von Regelungen. „Gott würfelt nicht“ soll Albert Einstein einst gesagt haben. Die für das Gesetz verantwortlichen Ministerien haben das auch nicht getan. In diesem Vortrag will ich versuchen deutlich zu machen, wie diese Punkte durch inhaltliche Leitgedanken miteinander konsistent verklammert sind, und erläutern, wie sich das Gesetz in den europäischen Regelungskontext einordnen lässt. Ich beginne gewissermaßen bei der Vogelperspektive, bei der es auch um die Einbettung in die strategischen Überlegungen der Bundesregierung zur Fortentwicklung des Kapitalmarkts und der Förderung von Start- up und Wachstumsunternehmen (dazu II.).

Anschließend möchte ich einen Überblick über die wichtigsten Regelungsbe-
reiche des ZuFinG geben (dazu III.).

Schließlich will ich darstellen, wie sich die Regelung zu den elektronischen Aktien in die skizzierte Gesamtkonzeption des ZuFinG einfügen (dazu IV.).

¹ Der Artikel gibt nur die persönliche Auffassung des Verfassers wieder. Internetfundstellen zuletzt abgerufen am 12./13. Oktober 2023.

² www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/0-Gesetz.html; siehe auch Überblick über die Inhalte in Monatsbericht BMF, Ausgabe August 2023 <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2023/08/Inhalte/Kapitel-2a-Schlaglicht/sc-hlaglicht-zukunftsfinanzierungsgesetz.html>; BGBl. I-2023/Nr. 354, S. 1 ff.

II. Kontextualisierung mit sonstigen Vorhaben der Bundesregierung und den Regelungsvorhaben auf Europäischer Ebene

Mit dem Namen Zukunftsfinanzierungsgesetz soll deutlich gemacht werden, dass die kapitalmarktbasierende Finanzierung, die es zu stärken gilt, bei der Transformation unserer Wirtschaft und den dafür nötigen Investitionsbedarfen eine zentrale Rolle spielt.

In der deutschen Wirtschaft überwiegt traditionell die bankbasierte Finanzierung. Das ist kein Nachteil, sondern zeigt im Gegenteil die Leistungsfähigkeit unseres Bankensektors. Wenn wir uns dagegen die marktbasierende Finanzierung in Deutschland anschauen, sehen wir einen leistungsfähigen Kapitalmarkt, der aber Potenzial für viel mehr hat. Im Verhältnis zu anderen hoch entwickelten Ländern besteht in Deutschland wie auch in der EU allgemein durchaus Nach- und Aufholbedarf. Auf der Homepage des Bundesministeriums der Finanzen³ heißt es:

„Unser Land benötigt Investitionen in nahezu beispiellosem Umfang. Nur so kann unter den sich verändernden Bedingungen unser Wohlstand gesichert und können gleichzeitig Gesellschaft und Wirtschaft zügig auf Digitalisierung und Klimaschutz eingestellt werden. Es ist erforderlich, die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken und die Attraktivität des deutschen Finanzstandorts als bedeutenden Teil eines starken Finanzplatzes Europa zu erhöhen. Insbesondere Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) als Treiber von Innovation soll der Zugang zum Kapitalmarkt und die Aufnahme von Eigenkapital erleichtert werden. Regelungen im Finanzmarktrecht, Gesellschaftsrecht und Steuerrecht sollen im Hinblick auf dieses Ziel weiterentwickelt werden. Durch Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung sollen der deutsche Finanzmarkt und der Standort Deutschland attraktiver sowohl für nationale als auch für internationale Unternehmen und Investoren werden. Aktien und börsennotierte Wertpapiere sollen als Kapitalanlage attraktiver werden, um Nachfrageseite (Anreize für Aktien als Kapitalanlage) und Angebotsseite (Erhöhung der Anzahl börsennotierter Unternehmen in Deutschland) zu stärken.“

1. Einbettung in strategische Überlegungen der Bundesregierung zur Stärkung von Unternehmen und der weiteren Modernisierung des Kapitalmarkts

Im Koalitionsvertrag ist das Ziel ausgegeben Deutschland zu einem führenden Start-up Standort zu machen.⁴ Biontech ist nicht in Frankfurt an die Börse gegangen, sondern hat sich in den USA listen lassen. Ein weiteres aktuelles Beispiel ist Birkenstock, das ebenfalls für die Börsennotierung den Gang nach Übersee gewählt hat.

³ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/0-Gesetz.html.

⁴ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/gesetzesvorhaben/koalitionsvertrag-2021-1990800>; Koalitionsvertrag, Abschnitt Wagniskapitalfinanzierung, Finanzmarkt Deutschland, 168 f.

Vor diesem Hintergrund stehen bei dem Gesetz vor allem vor allem die innovationsstarken, jungen Unternehmen, die Start-ups, im Fokus, aber auch andere kleine und mittlere Unternehmen, die in Deutschland einen Großteil der Wirtschaft ausmachen. Vor allem junge Unternehmen gelangen in der Regel nicht so leicht an Bankfinanzierung. Steigende Zinsen schlagen auch negativ auf das Finanzierungspotential von Private Equity und Venture Capital-Fonds negativ durch.

Diesen Unternehmen soll die Finanzierung erleichtert werden; insbesondere im Hinblick auf die Stärkung der Eigenkapitalbasis am Kapitalmarkt. Damit ist das Zukunftsfinanzierungsgesetz ein wichtiger Baustein bei der Umsetzung der Start-up-Strategie der Bundesregierung.⁵ Mit der Start-up-Strategie hat sich die Bundesregierung zum Ziel gesetzt, junge und innovative Unternehmen mit Wachstumsambitionen umfassend zu stärken und zu fördern. Maßnahmen der Strategie sollen u.a. den Gründungsprozess erleichtern und die Finanzierungsmöglichkeiten von Start-ups erweitern. Dazu soll insbesondere auch das Venture Capital-Ökosystem in Deutschland weiter gestärkt werden. Start-ups sind wichtige Treiber für wirtschaftliche Dynamik und Erneuerung und damit auch für Innovation. Sie leisten damit einen wichtigen Beitrag für die Weiterentwicklung und langfristige Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft.

Eine Reihe der im ZuFinG vorgesehenen Maßnahmen sind sowohl im Koalitionsvertrag als auch in der Start up-Strategie der Bundesregierung vorgesehen: Einführung von Mehrstimmrechten, Erleichterungen bei Kapitalerhöhungen, Erarbeitung einer Start-up Strategie, steuerrechtliche Rahmenbedingungen für die Mitarbeiterkapitalbeteiligung.

Diese Punkte versucht die Bundesregierung in einem Gesetz aus einem Guss zusammenzufassen und mit einem anderen wichtigen Anliegen zu verknüpfen: Digitalisierung und Bürokratieaufbau. Die Einführung von elektronischen Aktien ist auch ein Beitrag zur Digitalisierung. Daneben sieht das Gesetz weitere in diesem Kontext relevante Maßnahmen vor.

Natürlich muss man bei der Stärkung der kapitalmarktbasierter Finanzierung auch die Nachfrageseite in den Blick nehmen. Die Regelungen zur weiteren Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung sollen zunächst die Möglichkeit zur Gewinnung und Bindung von Mitarbeitern von Unternehmen verbessern helfen. Aber die Mitarbeiterkapitalbeteiligung ist auch ein Instrument auch Beschäftigte an die Aktie als Kapitalanlage heranzuführen.

Zwei zentrale Aspekte zur Stärkung der Finanzierung und Entwicklung des deutschen Venture Capital-Ökosystems auf der Nachfrageseite jenseits von Re-

⁵ <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Dossier/Digitalisierung/start-up-strategie.html>.

gulierungsfragen sind der Zukunftsfonds⁶ und die KfW Tochtergesellschaft KfW Capital, welche für die KfW das Venture Capital-Geschäft verantwortet.⁷

Ein entscheidender Faktor für die Stärkung der Nachfrageseite ist schließlich eine Stärkung der kapitalmarktbasierter Komponente der Altersvorsorge. Das Problem kann im Rahmen des ZuFinG, das auf Maßnahmen zielt, die kurzfristig umgesetzt werden können, nicht angegangen werden. Aber auch diesbezüglich plant die Bundesregierung Maßnahmen bzw. hat bereits erste Schritte eingeleitet. Zu nennen sind hier insbesondere das Generationenkapital mit dem mit dem ab 2035 die Beitragssatzentwicklung gedämpft werden soll.⁸ Im Bereich der betrieblichen Altersversorgung sollen finanzaufsichtlichen Anlagevorschriften und die Bedeckungsanforderungen gelockert werden.

Die Fokusgruppe Private Altersversorgung hat sich in ihren Abschlussbericht für die Einführung eines einfachen, transparenten und effizienten Angebots zur Lebensstandardsicherung nach Renteneintritt für breite Bevölkerungsgruppen ausgesprochen, das insbesondere auch die Anlage in Aktien mit einschließt.⁹

2. Einbettung in den europäischen Regelungskontext

Bereits bei der Veröffentlichung der Eckpunkte ist das Projekt des Zukunftsfinanzierungsgesetzes allgemein sehr positiv aufgenommen worden. Ich persönlich glaube, dass das auch darauf zurückzuführen ist, dass es stellvertretend für einen (von der Branche erhofften) Paradigmenwechsel von „Wir warten, was auf europäischer Ebene passiert/geregelt wird, und schauen dann wie wir das sinnvoll umsetzen“ zu „Wir schauen, was wir jetzt national tun können, und erzielen so zeitnah Verbesserung und können nebenbei auch so die europäische Agenda zu beeinflussen“ steht.

Damit sind wir bei der Einbettung in den Kontext der Regelungsbestrebungen auf Europäischer Ebene. Ich möchte dies etwas zugespitzt einteilen in Regulierung der „alten Welt“ und der „neuen Welt“.

⁶ Mit dem Zukunftsfonds stellt die Bundesregierung 10 Milliarden Euro für Start-ups in den verschiedensten Phasen und Sektoren über ihre Intermediäre bereit. Marktagnostisch unterstützt der Bund somit die breite Entwicklung des Ökosystems mit zusätzlichen finanziellen Mitteln. Die Mobilisierung privaten Kapitals für den Venture Capital-Markt bleibt aber elementar. Der Wachstumsfonds Deutschland ist ein gutes Beispiel, wie die Bundesregierung zusätzliches privates Kapital mobilisiert.

⁷ Die KfW Capital wurde 2018 gegründet und hat seitdem 1,9 Milliarden Euro investiert und unterstützt somit das deutsche Venture Capital-Ökosystem in der Breite.

⁸ Es soll ein Kapitalstock aufgebaut werden, der am Kapitalmarkt angelegt werden soll, wobei die Erträge zur Stützung der gesetzlichen Rentenversicherung verwendet werden sollen.

⁹ Veröffentlichung am 18. Juli 2023 https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/abschlussbericht-fokusgruppe-private-altersvorsorge.pdf?__blob=publicationFile&v=6.

Mit der der vielleicht etwas tendenziös klingenden, aber nicht so gemeinten Bezeichnung „alte Welt“ möchte ich hier die Regulierung der herkömmlichen Kapitalmärkte adressieren. Im Kontext des ZuFinG geht es vor allem darum, den Zugang der Unternehmen zum Kapitalmarkt zu erleichtern und die kapitalmarkt-basierte Finanzierung attraktiver zu machen. Aufgrund der großen Harmonisierungsdichte in diesem Bereich muss in diesem Bereich die europäische Ebene mitgedacht werden. Daher muss man die Regelungen im Bereich Kapitalmarktrecht komplementär zum Listing-Act sehen. Der Listing-Act ist ein Paket von Änderungen im EU-Sekundärrecht, das Teil des Aktionsplans der Europäischen Union zur Fortentwicklung der Kapitalmarktunion ist.¹⁰

Dies gilt insbesondere auch für die skizzierte Regelung im ZuFinG zu den Mehrstimmrechten. Hier muss der im Rahmen des Listing Acts ebenfalls verhandelte Entwurf für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsaktien¹¹ in den Blick genommen werden.

Bezüglich der „neuen Welt“ der digitalen Finanztechnologien und der mit ihnen verbundenen Dienstleistungen ist vor allem Digital Finance Strategy der EU-Kommission¹² zu nennen. Diese umfasst zahlreiche EU-Regulierungsvorhaben, die sich in unterschiedlichen Verhandlungsstadien befinden (abgeschlossen, laufend, angekündigt). Wichtige Bausteine sind u.a. die EU-VO für operative Resilienz (DORA)¹³ die zahlungsverkehrsrechtlichen Regelungsvorhaben (Digitaler Euro¹⁴, Echtzeitüberweisung, Überarbeitung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie) und ein regulatorisches Rahmenwerk für Open Finance.

Hervorzuheben sind im Zusammenhang mit dem ZuFinG vor allem die Markets-in-Crypto-Assets Verordnung (MICA)¹⁵ sowie das DLT-Pilotregime.¹⁶ Mit

¹⁰ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Listing-Act-making-public-capital-markets-more-attractive-for-EU-companies-and-facilitating-access-to-capital-for-SMEs_en; näher zum Gesamtkonzept *Veill/Wiesner/Reichert*, ECFR 2022, 445, 446 ff.

¹¹ Vorschlag für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, 7.12.2022 COM(2022) 761 final.

¹² <https://eufordigital.eu/discover-eu/eu-digital-strategy/>.

¹³ Verordnung EU 2022/2554 vom 14.12.2022 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011.

¹⁴ Vorschlag der Kommission vom 28.6.2023 für eine Verordnung über die Erbringung von Diensten im Zusammenhang mit dem digitalen Euro durch Zahlungsdienstleister mit Sitz in Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, und zur Änderung der Verordnung (EU) 2021/1230,

COM(2023) 368 final; siehe dazu <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2023/04/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-1-digitales-zentralbankgeld-und-digitaler-euro.html>; <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/unbarer-zahlungsverkehr/digitaler-euro>; *Beilner/Haas/Hess*, WM 2023, 111.

¹⁵ Verordnung EG/2023/1114 vom 31.5.2023 über Märkte für Kryptowerte

¹⁶ Verordnung EU/2022/858 vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distribu-

der MiCA-VO entsteht in der Europäischen Union ein eigenständiger und innovativer Regelungsrahmen für Märkte für Kryptowerte, der den bisherigen nationalen Rahmen der Kryptoregulierung ablöst. Die MiCA-VO spiegelt Regelungsbereiche, die für (tokenisierte) Finanzinstrumente in einer Mehrzahl von Rechtsakten, insbesondere den Verordnungen MiFIR/MiFID II niedergelegt sind und durch die Regeln des DLT-Piloten ergänzt werden. Im Zentrum steht die Regulierung öffentliche Angebot sog. Stablecoins (vermögenswertreferenzierter Token und E-Geld-Token) und Kryptowerte-Dienstleistungen.¹⁷ Die MiCA ist am 29. Juni 2023 in Kraft getreten und gilt in weiten Teilen grundsätzlich ab dem 30. Dezember 2024. Am 20.12.2023 hat das Bundeskabinett den Regierungsentwurf für ein Finanzmarktdigitalisierungsgesetz (FinmadiG) verabschiedet.¹⁸ Neben zahlreichen Änderungen am bestehenden Gesetz beinhaltet es vor allem Kryptomarktaufsichtsgesetz (KMAG) als zentrales neues Aufsichtsgesetz für diesen Bereich.

Gerade auch in diesem Bereich müssen die Regelungen im ZuFinG in Verzahnung mit bestehenden, aber auch im Werden begriffenen europäischen Regelungen gelesen werden.

III. Inhalt des ZuFinG im Überblick

Nachdem wir einen Blick auf das Gesamtkonzept und dessen Einbettung in den europäischen Regelungsrahmen und die großen Linien betrachtet haben, kommen wir nun zu der angekündigten kurzen Übersicht über den Inhalt des Gesetzes. Das Gesetzesvorhaben verfolgt einen übergreifenden Ansatz, der nicht nur Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht umfasst, sondern auch steuerrechtliche Regelungen umfasst.

1. Steuerrechtliche Regelungen, insbesondere Regelungen zur Mitarbeiterkapitalbeteiligung

Die Mitarbeiterkapitalbeteiligung ist für die Ziele des Gesetzes doppelt relevant. Gerade für Start-up- und Wachstumsunternehmen ist sie wichtig, um verhältnismäßig liquiditätsschonend für Talente und Mitarbeiter attraktive Konditionen

ted-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU.

¹⁷ Weitere wesentliche Regelungsbereich sind: Aufsichtliche Anforderungen an die Geschäftsorganisation und Geschäftsführung; Transparenz- und Offenlegungspflichten für das öffentliche Angebot und die Zulassung zum Handel von Kryptowerten; Anforderungen zum Schutz der Inhaber von Kryptowerten und Kunden der Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen.

¹⁸ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-12-20-FinmadiG/0-Gesetz.html.

für Personalgewinnung und Halten von Personal anbieten zu können. Gerade im Digitalbereich besteht auch ein harter internationaler Wettbewerb um High Potentials. Die Regelungen zur weiteren Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung können aber auch ein Beitrag zur Verbesserung der Aktienkultur in Deutschland sein, indem sie Beschäftigte an die Aktie als Anlageinstrument heranzuführt.¹⁹

Bereits im Koalitionsvertrag hatten sich die Koalitionsparteien auf eine Erhöhung des Steuerfreibetrags für die Gewährung von Mitarbeiterkapitalbeteiligungen geeinigt.²⁰ Der steuerfreie Höchstbetrag wird von 1.440 EUR auf 2.000 EUR angehoben.²¹ Anders als noch im Referentenentwurf, der eine Streichung der Möglichkeit der Umwandlung von bestehendem Entgelt in eine Mitarbeiterkapitalbeteiligung vorsah, soll nach dem Regierungsentwurf die Möglichkeit der Entgeltumwandlung erhalten bleiben.²²

Daneben soll der Anwendungsbereich der Vorschrift zur aufgeschobenen Besteuerung deutlich erweitert werden. Dies dient der Bewältigung der sogenannten dry income-Problematik bei der Mitarbeiterkapitalbeteiligung und verbessert die – von den Start-ups häufig monierte – Praxistauglichkeit dieser Regelung. Die dry income-Problematik tritt auf, weil die Übertragung einer Beteiligung zu steuerpflichtigem Arbeitslohn (Sachbezug) bei den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern führt, ohne dass ihnen liquide Mittel zugeflossen sind (sog. „trockenes“ Einkommen – „dry income“). Daher ist es sinnvoll, hier einen Aufschub der Besteuerung bis zur Veräußerung der Anteile vorzusehen.²³ Von der bisherigen Regelung in § 19a EStG, die dies adressiert, konnten allerdings nur wenige Unternehmen und damit deren Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter profitieren.²⁴ Daher erweitert das Zukunftsfinanzierungsgesetz den Kreis dieser Unternehmen erheblich. Beispielsweise werden nun auch Unternehmen mit bis zu 1000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern erfasst sowie solche, die vor bis zu 20 Jahren gegründet wurden.²⁵ Die Regelung erfasst auch vinkulierte Beteiligungen, um eine Schlechterstellung gegenüber sonstigen Beteiligungen zu vermeiden.

Von wesentlicher Bedeutung für die Verbesserung der Praxistauglichkeit der Regelung ist auch, dass die Frist für eine finale Besteuerung – unabhängig von

¹⁹ Vgl. auch Schilderung der Ausgangslage bei *Briese*, BB 2023, 1434, 1435; *Löw/Daka*, BB 2023, 1907, 1908.

²⁰ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/gesetzesvorhaben/koalitionsvertrag-2021-1990800>, S. 30.

²¹ Art. 17 Nr. 1 Bst. a) aa) ZuFinG-RegE/§ 3 Nummer 39 S. 2 EStG-RegE.

²² Art. 17 Nr. 1 Bst. a) bb) ZuFinG-RegE/§ 3 Nummer 39 S. 2 EStG-RegE.

²³ Vgl. auch Erläuterungen bei *Briese* (Fn. 19), 1435; *Löw/Daka* (Fn. 19), 1908.

²⁴ Vgl. auch *Briese* (Fn. 19), 1455; *Löw/Daka* (Fn. 19), 1908.

²⁵ Art. 17 Nr. 3 Bst b) ZuFinG-RegE/§ 19a Absatz 3 Satz 1 EStG-RegE, der auf das Doppelte der Jahresbilanzsumme und das Vierfache der Anzahl der Beschäftigten, die die Empfehlung der Kommission vom 6. Mai betreffen die Definition von Kleinstunternehmen sowie kleineren und mittleren Unternehmen vorsieht (ABl. L 124 vom 20.5.2003, S. 36). Dort genannte Schwellen: Jahresbilanzsumme: 43 Mio. Euro; Beschäftigte: 250.

einer Veräußerung der Anteile und einem Arbeitgeberwechsel – von zwölf auf fünfzehn Jahre verlängert wird. Ferner besteht jetzt die Möglichkeit, dass der Aufschub der Besteuerung trotz Arbeitgeberwechsels fortbesteht, sofern der Arbeitgeber erklärt, für die Steuer zu haften.²⁶

Das Gesetz sieht noch weitere Regelungen zur Setzung von Anreizen zum Vermögensaufbau vor, insbesondere durch Anlage in Aktien. Bei der Arbeitnehmer-Sparzulage (sogenannte „vermögenswirksame Leistungen“) wird die Einkommensgrenze für Vermögensbeteiligungen auf 40.000 EUR (Einzelveranlagung) bzw. 80.000 EUR (Zusammenveranlagung) erhöht werden, um „alle Arbeitnehmer“ zu begünstigen.²⁷

Daneben erfolgt eine Erweiterung der Umsatzsteuerbefreiung für die Verwaltung von Wagniskapitalfonds.²⁸

2. Erleichterung des Kapitalmarktzugangs und Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt

a) Kapitalmarktrecht

Der Gesetzesentwurf nutzt nationale Regelungsspielräume, um auch im europarechtlich stark harmonisierten Kapitalmarktrecht Hürden für den Kapitalmarktzugang abzubauen. Die für einen Börsengang erforderliche Mindestmarktkapitalisierung wird von 1,25 Millionen Euro auf 1,0 Million Euro abgesenkt.²⁹ Überdies erhalten Börsen mehr Flexibilität, indem sie in Teilen des sogenannten regulierten Marktes auf den Mittragsteller beim Börsengang – das ist typischerweise eine emissionsbegleitende Bank – verzichten können.³⁰ Hierdurch verspricht sich die Bundesregierung eine Absenkung der Kosten.³¹ Eine weitere Maßnahme sind Vorgaben für die Börsenmantelaktiengesellschaft, die in den neu einzufügenden §§ 44 ff. BörsG einen Rechtsrahmen für sogenannte SPACs schafft; ein Instrument, das Start-ups und Wachstumsunternehmen einen alternativen Weg an den Kapitalmarkt eröffnet, von dem auch Anleger profitieren können. Ich komme noch einmal darauf zurück.

Ferner sieht das ZuFinG Anpassungen bei den Regelungen zur Haftung von Schwarmfinanzierungsanbietern für fehlerhafte Anlagebasisinformationsblätter vor. Die bisherige Regelung sieht vor, dass für Fehler bei den Anlagebasisinformationsblättern nicht nur die Anbieter für Vorsatz und Fahrlässigkeit haften, sondern auch die Mitglieder der Leitungsorgane eine unmittelbar haften (§§ 32c, 32d

²⁶ Art. 17 Nr. 3 Bst. d) ZuFinG-RegE/§ 19a Absatz 4a EStG-RegE.

²⁷ Art. 34 ZuFinG/ § 13 Absatz 1 Satz 1 Fünfte Vermögensbildungsgesetz. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.html.

²⁸ Art. 18 ZuFinG / § 4 Nr. 8 Bst. h UmsatzsteuerG.

²⁹ Änderung von Art. 4 Börsenzulassungs-Verordnung nach Art. 4 ZuFinG-RegE.

³⁰ Art. 11 Nr. 6 ZuFinG-RegE/§ 32 Absatz 2a BörsG-RegE.

³¹ Begr-RegE zu Art. 11 Nr. 6, S. 115.

WpHG). Auch im Hinblick darauf, dass unter diesem Haftungsregime sich gerade einmal ein Anbieter nach der EU-Schwarmfinanzierungs-VO in Deutschland hat registrieren lassen, wird mit dem RegE die persönliche Außenhaftung aufgehoben. Ebenfalls einer Anpassung an sonstige Tatbestände der Kapitalmarktinformativhaftung dient die Regelung zum Inhalt des Schadensersatzanspruchs in.³² Im Hinblick auf Konsistenz mit anderen Haftungstatbeständen im Kapitalmarktrecht war das noch im Referentenentwurf vorgesehene Modell – Haftung nur für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit und Beweislastumkehr zugunsten des Anlegers – noch konsequenter.³³ Aber beide Varianten sind sowohl im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit von DEU als Finanzstandort als auch auf einen angemessenen Anlegerschutz eine Verbesserung.

Die aufgezählten Maßnahmen mögen zunächst als eine Liste punktueller Einzelmaßnahmen erscheinen, deren Wirkung begrenzt ist. Wie oben bei der Skizzierung der Gesamtkonzeption erläutert, müssen diese Regelungen aber mit den auf europäischer Ebene im Listing Act vorgesehenen Erleichterungen im Zusammenhang gesehen werden. Einige Punkten seien hier kurz genannt werden:

So tritt etwa zu der im ZuFinG vorgesehene Herabsetzung der Mindestkapitalisierung die im Listing vorgesehene Absenkung des Mindeststreubesitzes von derzeit 25 % auf 10 % hinzu. Im Kontext mit dem Kapitalmarktzugang besonders relevant sind natürlich die Änderungen im Zusammenhang mit den kapitalmarktrechtlichen Prospektspflichten:

Die Schwelle, unterhalb derer Wertpapiere künftig prospektfrei angeboten werden können, soll von 8 Mio. Euro auf 12 Mio. Euro angehoben werden. Die inhaltlichen Anforderungen an den regulären Wertpapierprospekt werden auf den im Capital Market Recovery Package im Jahr 2021 vereinbarten Prospektstandard für EU-Wachstumsprospekte abgesenkt. Dadurch entfallen inhaltliche Angabepflichten oder werden reduziert. Für Emissionen an einem KMU-Wachstumsmarkt wird ein neues Prospektformat mit gegenüber der Regelung von 2021 reduzierten Anforderungen eingeführt, das sog. Wachstumsemissions-Dokument (EU Growth issuance document).³⁴ Mit Ausnahme der Zusammenfassung kann künftig der Prospekt auch ausschließlich in englischer Sprache

³² Art. 5 Nr. 6 ZuFinG-RegE/§ 32c Absatz 4 WpHG-RegE. Hiernach kann nach Vorbild der Haftung nach WpPG von der Anleger den Anlagebetrag zurückverlangen kann, ohne einen Schaden nach der Differenzhypothese nachweisen zu müssen.

³³ ZuminG-Ref. Art. 5 Nr. 3.

³⁴ Für dieses sieht KOM ebenfalls eine standardisierte Reihenfolge der Angaben, eine max. Seitenzahl bei der Emission von Aktien sowie die Möglichkeit, außerhalb der Zusammenfassung das Dokument ausschließlich in Englisch abzufassen vor. Wie von Seiten der Emittenten gefordert und von uns unterstützt, soll zudem im Falle eines Uplistings vom KMU-Wachstumsmarkt in den regulierten Markt kein Prospekt mehr erstellt werden müssen.

abgefasst werden. Mit dieser Änderung wird ebenfalls eine Forderung aus dem Markt aufgegriffen.³⁵

Im Zusammenspiel von Listing Act und ZuFinG ergeben sich damit signifikante Erleichterungen des Kapitalmarktzugangs, insbesondere bei KMU und Wachstumsunternehmen.

b) Mehrstimmrechte

Zum mit dem Listing Act geschnürten Paket gehört auch der Entwurf für eine Richtlinie zu Mehrstimmrechtsaktien.³⁶ Mehrstimmrechtsaktien geben Gründerinnen und Gründern die Möglichkeit, sich auch nach einem Börsengang bei Abstimmungen in der Hauptversammlung stark einbringen zu können. Wie Erfahrungen in den USA, insbesondere bei innovativen Unternehmen wie Facebook (Meta) zeigen, kann das durchaus im Sinne der Fortentwicklung des Unternehmens und damit auch der Aktionäre sein.³⁷ Anwendungsbereich der Richtlinie ist auf Unternehmen, die an einem KMU-Wachstumsmarkt notiert sind, beschränkt.

Im Einklang mit dem Koalitionsvertrag³⁸ sieht das Gesetz in § 12 S. 2 i.V.m. § 135a AktG RegE die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien vor.³⁹ Es ist auch nicht im Interesse des Standorts Deutschland, dass Start-ups, die sich in Deutschland erfolgreich entwickelt haben, die Börsennotierung wegen der Möglichkeit von Mehrstimmrechten im Ausland realisieren. Das Gesetz geht aber über den vergleichsweise engen Anwendungsbereich der Richtlinie hinaus, indem er grundsätzlich allen Aktiengesellschaften die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien erlaubt.

Das Gesetz sieht eine flexible Regelung vor, die zugleich den Schutz der Investoren gewährleistet. So bedarf etwa die Einführung der Mehrstimmrechte der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre (§ 135a Absatz 1 AktG-RegE). Die Mehrstimmrechte sind zudem nach dem Börsengang grundsätzlich auf zehn Jahre befristet; mit der Möglichkeit einer Verlängerung um maximal weitere zehn Jahre (§ 135a Absatz 2 AktG-RegE). Bei wichtigen Beschlüssen ist darüber hinaus nach geltendem Recht zusätzlich zu der Stimmmehrheit eine Kapitalmehrheit erforderlich.

³⁵ Zur zusammenfassenden Darstellung der Maßnahmen siehe etwa *Gumpp*, BKR 2023, 82; *Kuthe*, ZIP 2023, 773.

³⁶ Vorschlag für eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, 7.12.2022 COM (2022) 761 final.

³⁷ Begr-RegE zu Art. 13 Nr. 2 Bst. b) und c), 125 ff.

³⁸ Koalitionsvertrag, Abschnitt Wagniskapitalfinanzierung, Finanzmarkt Deutschland, 168 f.

³⁹ Art. 13 Nr. 2 Bst. b); Nr. 9

c) Erleichterungen bei Kapitalerhöhungen

Die im Koalitionsvertrag⁴⁰ vorgesehenen Erleichterungen für Kapitalerhöhungen zielen auf die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen für die Eigenkapitalbeschaffung ab. Verbesserungen an dieser Stelle erhöhen damit auch die Attraktivität des Ganges an die Börse.⁴¹ Die im Regierungsentwurf vorgesehenen Regelungen zur Kapitalerhöhung⁴², die hier nicht im Einzelnen dargestellt werden können⁴³, sollen für mehr Transaktionssicherheit und den Abbau von Verzögerungsrisiken bei der Eigenkapitalbeschaffung sorgen.⁴⁴

3. Digitalisierung, Internationalisierung und Entbürokratisierung für einen zukunftsfähigen Finanzmarkt

a) Bereichsausnahme bezüglich der AGB-Kontrolle

Der Regierungsentwurf sieht zur Erhöhung der Rechtssicherheit im Finanzdienstleistungsbereich eine Bereichsausnahme für Allgemeine Geschäftsbedingungen von der gerichtlichen AGB-Kontrolle vor.⁴⁵ Die Möglichkeit der rechtssicheren Orientierung an internationalen Standards ist auch sehr relevant für die Nutzung von Finanzinstrumenten zur Absicherung gegen Risiken, insbesondere Kurs- und Preisschwankungsrisiken, sowie für die Refinanzierungsmöglichkeiten von Kreditinstituten und anderen Finanzdienstleistern. Dieser Punkt ist wichtig, um die internationale Anschlussfähigkeit und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts zu gewährleisten und zu verbessern.⁴⁶

Erfasst von der Bereichsausnahme werden AGBs in Verträgen über Finanzdienstleistungen, die zwischen Finanzdienstleistern abgeschlossen werden. Verträge mit kleineren und mittleren Finanzdienstleistern werden von der Bereichsausnahme nur erfasst, wenn diese für das Geschäft, das Vertragsgegenstand ist, eine aufsichtsrechtliche Genehmigung haben. Die Unternehmen der Realwirtschaft und Verbraucher werden wie bisher von der AGB-Kontrolle geschützt.

⁴⁰ Koalitionsvertrag, Abschnitt Wagniskapitalfinanzierung, Finanzmarkt Deutschland, 168 f.

⁴¹ Begr.-RegE, A II., 68.

⁴² Insbesondere Änderungen von § 255 AktG bzw. Einfügung von §§ 255a, 255b AktG nach Art. 13 Nr. 13 bzw. Nr. 14 ZuFinG-RefE zur Bemessung der Untergrenze für den angemessenen Ausgabebetrag und zum Rechtsschutz bei Unterschreiten dieser Untergrenze (Unterpriemission) sowie Erhöhung der Schwelle für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss von 10 % auf 20 % nach Art. 13 Nr. 10 AktG-RegE/§ 186 Absatz 3 AktG-RegE.

⁴³ Siehe dazu Begr.-RegE zu Art. 13 Nr. 13, 135 ff., sowie die kritische Darstellung bei *Linden/Schäfer*, DB 2023, 2291, 2292 ff.

⁴⁴ Siehe dazu Begr.-RegE, A.II., 68.

⁴⁵ Art. 2 ZuFinG-RegE/§ 310 Absatz 1a BGB-RegE, näher dazu *Freitag*, BKR 2023, 386 ff.

⁴⁶ Siehe dazu Begr.-RegE zu Art. 2, 102 f.

Diese Bereichsausnahme hat auch eine Relevanz für den Handel mit Kryptowerten und für den Handel mit den künftig möglichen elektronischen Aktien. Die Benutzungsbedingungen für außerbörsliche Handelsplattformen für Blockchains sind der Regel als privatrechtliche Allgemeine Geschäftsbedingungen einzuordnen.

b) Digitalisierung und weitere Modernisierung

Ein wichtiger Baustein des Zukunftsfinanzierungsgesetzes sind auch Regelungen zur Digitalisierung der Finanzmarktaufsicht selbst. So werden in einer Vielzahl von Finanzmarktaufsichtsgesetzen, wie dem Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz oder dem Versicherungsaufsichtsgesetz, noch bestehende Schriftformerfordernisse um die Möglichkeit digitaler Kommunikation mit der Aufsicht ergänzt. Hierdurch sollen bestehende Digitalisierungshemmnisse beseitigt werden.⁴⁷

Die Aufsichtskultur ist auch ein wichtiger Standortfaktor. Daher soll zur Erhöhung der Attraktivität des Standorts für internationale Teilnehmer es den Finanzmarktteilnehmern ermöglicht werden, bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Anträge ganz oder teilweise auf Englisch einzureichen.⁴⁸

Ferner enthält das Gesetz auch Begleitregelungen im KWG⁴⁹ zum DLT-Pilotregime.⁵⁰ In § 53r KWG wird die Bundesanstalt als zuständige Aufsichtsbehörde im Rahmen der DLT-Pilotregelung benannt. Mit dem DLT-Pilotregime will der europäische Gesetzgeber einen sicheren und wettbewerbsfähigen europäischen Rechtsrahmen für den Handel und die Abwicklung von Finanzinstrumenten geschaffen, die auf der Distributed Ledger Technologie (DLT) beruhen, z.B. elektronische Wertpapiere nach dem eWpG.⁵¹

Flankiert wird dies durch Maßnahmen, die die Sicherheit von Anlagen in intermediärverwahrte Kryptowerte erhöhen. Es wird eine Regelung eingeführt, die Anlegerinnen und Anlegern in der Insolvenz des verwahrenden Instituts die Aussonderung aus der Insolvenzmasse ermöglicht.⁵² Auf diese Weise können die Anleger ihre Kryptowerte für sich aus der Insolvenzmasse herauslösen.

⁴⁷ Begr.-RegE, A.I., 67.

⁴⁸ Art. 22 Nr. 3 ZuFinG-RegE/§ 4j FINDAG-ReGE sowie flankierende Regelungen in den speziellen Aufsichtsgesetzen. Die sonst bei Verwaltungsbehörden geltende Pflicht, für den Beginn des Verwaltungsverfahrens eine Übersetzung einer fremdsprachlichen Eingabe einzureichen, gilt damit in dieser Form nicht mehr. Dies dient der Beschleunigung und trägt auch der Tatsache Rechnung, dass die Finanzmärkte international vernetzt sind und häufig Englisch die Arbeitssprache ist; näher dazu Begr.-RegE zu Art. 22 Nr. 3, 167 f.

⁴⁹ Art. 20 Nr. 14 ZuFinG-RegE/§§ 53r ff. KWG-RegE.

⁵⁰ Verordnung (EU) 2022/858 für auf Distributed-Ledger-Technologie (DLT) basierende Marktinfrastrukturen.

⁵¹ Hierzu werden zeitlich und volumenmäßig begrenzte Experimentierklauseln (regulatory sandbox) eingeführt, die Erleichterungen für Handel und Abwicklung von DLT-Finanzinstrumenten von den zwingenden EU-Vorgaben für Multilaterale Handelssysteme/MTFs (EU-Finanzmarkttrichtlinie/-verordnung, MiFID II/MiFIR) und Zentralverwahrer/CSDs (EU-Zentralverwahrerverordnung, CSDR) vorsehen.

⁵² Art. 20 Nr. 11 ZuFinG-RegE/§ 46i KWG-RegE. Dieses Aussonderungsrecht knüpft an

IV. Elektronische Aktien

Im Bereich der Digitalisierung ist die Einführung der elektronischen Aktien natürlich eine ganz besonders bedeutsame Maßnahme.⁵³ Ich will den Kolleginnen und Kollegen vom BMJ nicht vorgreifen, aber zwei Punkte seien genannt, da sie für die Einbettung in den Gesamtkontext relevant sind.

Die Regelung lehnt sich an das Modell der elektronischen Wertpapiere nach dem eWpG an. Namensaktien können dabei sowohl im Zentralen register (§ 12 eWpG) als auch Kryptowertpapierregister registriert werden (§ 13 eWpG). Die elektronische Inhaberaktie wird hingegen nur für das Zentrale Register zugelassen.⁵⁴ Die von einer Reihe von Verbänden geforderte darüberhinausgehende Ausweitung auf sogenannte Krypto-Aktien würde geldwäscherechtliche Fragen aufwerfen. Wie sich aus ihren Empfehlungen ergibt, stuft die Financial Action Task Force (FATF) als internationaler Standardsetzer im Bereich der Prävention von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung Inhaberaktien als tendenziell risikobehaftetes Instrument ein. Bei diesem komme es entscheidend darauf an, Übertragungsvorgänge nachvollziehbar zu machen und Möglichkeiten zur Verschleierung von Vermögenswerten zu verhindern. Die konkreten Ausgestaltungsanforderungen, die auch im Hinblick auf Krypto-Inhaberaktien zu beachten wären, gehören zu den noch offenen Punkten bei den derzeitigen Verhandlungen über eine EU-Geldwäscheverordnung⁵⁵, die auch einen Regelungsvorschlag zu Inhaberaktien enthält. Daher will der RegE eine Festlegung auf weitere Kategorien von elektronischen Inhaberaktien vermeiden.⁵⁶

Gerade bei elektronischen Aktien in der Zentralverwahrung mag man fragen, wo der praktische Nutzen liegt. Angesichts der doch recht weit reichenden Digitalisierung im Bereich der Depotverwahrung kann man sich die Frage stellen, wie groß der Bedarf nach einer elektronischen Aktie als elektronisches Wertpapier nach dem eWpG wirklich ist. An dieser Stelle möchte ich zunächst einen Exkurs zu den Börsenmantelaktiengesellschaften (international als SPACs bezeichnet) einflechten, bei der von einer Reihe von Stimmen der praktische Bedarf kritisch hinterfragt wird und danach schildern, was sich hieraus für den Regelungsbedarf bezüglich der Einführung von elektronischen Aktien ergibt.

Regelung zur Vermögenstrennung im Kryptoverwahrgeschäft an; Art. 20 Nr. 11 Nr. 4/§ 226b KWG-RegE; näher dazu Begr.-RegE zu Art. 20 Nr. 11, S. 162 f.; *Skauradszun*, RDi 2023, 269, 270 ff.

⁵³ Näher dazu *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825; *Guntermann*, AG 2023, 426.

⁵⁴ § 13 Abs. 1 Nr. 8 eWpG-ReGE versus § 17 Abs. 1 Nr. 8 eWpG-ReGE bei Art. 16 Zu-FinG-RegE.

⁵⁵ Vorschlag für eine Verordnung zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems für Zwecke der Geldwäsche oder der Terrorismusfinanzierung vom 20.7.2021, COM (2021) 420 final, siehe dazu auch *Findeisen*, WuB 2023, 113.

⁵⁶ Begr.-RegE, A.II, 67.

1. Exkurs: Blick auf die Regelung zur Börsenmantelaktiengesellschaft

Die international unter dem Begriff „SPAC“ (Special Purpose Acquisition Company) bekannte Börsenmantelaktiengesellschaft ist eine Gesellschaft ohne eigenes operatives Geschäft, die gegründet wird, um mittels eines Börsengangs Kapital einzusammeln und hiermit ein – vor dem Börsengang unbestimmtes – nicht-börsennotiertes Unternehmen zu übernehmen und so mittelbar an die Börse zu bringen. SPACs schlagen eine Brücke zwischen Private Equity- bzw. Venture Capital-Finanzierung und einem klassischen Börsengang, insbesondere für Start-ups und Wachstumsunternehmen. Auf diese Weise gelangen derartige Unternehmen an die Börse, ohne selbst das komplexe Verfahren eines Börsengangs durchlaufen zu müssen. Dieses Instrument hat vor allem in den USA, aber auch in anderen Staaten bereits breite Verwendung gefunden.⁵⁷

In den Stellungnahmen zum ZuFinG wurde wiederholt die Frage aufgeworfen, warum man jetzt eine Regelung zu den sogenannten SPACs trifft, obwohl der Boom schon wieder vorbei ist und es in den USA zu einigen Missständen gekommen sei. Die SEC hat vor diesem Hintergrund auch spezielle regulatorische Anforderungen an SPACs entwickelt, die im Oktober diesen Jahres in Kraft getreten sind.⁵⁸

Börsenmantelaktiengesellschaften (SPACs) haben das Potential, mit der Akquisition von Unternehmen, die noch nicht reif für einen IPO sind, eine Brücke zwischen Private Equity- bzw. Venture Capital-Finanzierung und einem klassischen Börsengang zu schlagen. Ein aktiver SPAC-Markt könnte so das Angebot an Finanzierungen gerade für junge Unternehmen stärken. Die in Art. 4 Nr. 11 des RegE vorgesehenen Regelungen im Börsengesetz berücksichtigen dabei die Erfahrungen aus den USA sowie internationale Studien, unter anderem der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden, IOSCO.⁵⁹ Die Regelungen soll einen Rechtsrahmen, der sinnvolle Transaktionen ermöglicht und dabei auch den angemessenen Aktionärs- und Anlegerschutz im Blick hat und sorgen insgesamt für Rechtssicherheit.

Das ZuFinG zielt darauf ab, im Zusammenspiel mit dem Listing durch Verbesserung der Rahmenbedingungen den Kapitalmarkt zu beleben. Mit der Belebung des deutschen Kapitalmarkts könnte sich die Nachfrage nach einem derartigen Instrument erhöhen (Insofern besteht keine Vergleichbarkeit mit der auf die Vergangenheit gerichteten Beobachtung der Situation in USA: In den USA gab es nach Fachberichten für die große Anzahl von SPACs 2021 und 2022 nicht ausreichend lukrative Zielunternehmen. In DEU dagegen gab es in den vergangenen Jahren kaum SPAC-Aktivitäten. Angesichts der im Vergleich zur USA

⁵⁷ *Weitzel*, NZG 2021, 1145, 1146; *Swalve*, NZG 2021, 909, 913; vgl. auch Report der IOSCO <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD732.pdf>.

⁵⁸ <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202304&RIN=3235-AM90>.

⁵⁹ *Weitzel* (Fn. 57), 1146; *Swalve* (Fn. 57), 913.

deutlich weniger nachfragestarken Kapitalmarkt in Deutschland ist kaum damit zu rechnen, dass hier in Deutschland ein mit den USA vergleichbares Überangebot von SPACs im Verhältnis zu geeigneten Start-ups und Wachstumsunternehmen entsteht). Daher sollte die regulatorische Infrastruktur für SPACs zur Verfügung gestellt werden.⁶⁰

Wie die Nachfrage sich entwickeln wird, ist natürlich nur schwer vorhersehbar, aber es ist in jedem Fall sinnvoll, vorsorglich ein Stück regulatorische Infrastruktur zur Verfügung zu stellen: Wenn der Zug wie erhofft ins Rollen kommt, und man nicht nur das Hauptgleis IPO befahren will, steht die entsprechende Weiche und die alternative Fahrspur schon bereit, und man muss nicht erst anfangen Schienen zu verlegen.

Der Gedanke der Technologieoffenheit lässt sich auf den Finanzmarkt übertragen und als „Transaktionsinstrumentsoffenheit“ beschreiben. Der Markt kann und soll grundsätzlich entscheiden, inwieweit er von dem Instrument Gebrauch machen will. Aber damit dieser Markttest überhaupt sinnvoll erfolgen kann und nicht ausländischen Rechtsformen überlassen wird, muss er Gesetzgeber bietet ein Stück regulatorische Infrastruktur zur Verfügung stellen; dazu insbesondere gehört auch die Gewährleistungen eines adäquaten Anlegerschutzes.

2. Die elektronische Aktie an der Schnittstelle zentraler Regelungsanliegen des ZuFinG

Dieser Gedanke lässt sich auch auf die elektronische Aktie übertragen, bei der es auch nicht einfach ist, nähere Prognosen zu treffen, wie stark die Nachfrage nach diesem Instrument letztlich sein wird. Ähnlich wie bei der Börsenmantelaktiengesellschaften will der RegE vorausschauend dem Markt ein modernes Instrument zur Verfügung stellen, damit sich potentielles Nachfragepotential voll entfalten kann.

Die Einführung der elektronischen Aktien liegt dabei an der Schnittstelle aller hier geschilderten Regelungsanliegen des ZuFinG.

Sie ist Erstens ein Beitrag zur weiteren Modernisierung des Kapitalmarkts in Deutschland. Mit dem Gesetz über elektronische Wertpapiere hat Deutschland eine Vorreiterrolle eingenommen. Diese soll weiter ausgebaut werden, indem das Gesetz jetzt auch elektronische Aktien erfasst.

Die elektronische Aktie erhöht zweitens als Innovation die Attraktivität der Anlageform Aktien und kann helfen, neue Kreise potentieller Anleger, insbesondere im digitaltechnikaffinen Umfeld. Damit trägt die elektronische Aktie auch zur Verbesserung der Aktienkultur bei.

Drittens kann sie helfen im Zusammenspiel mit den Erleichterungen der Kapitalerhöhung die Ausgabe von neuen Aktien zur Beschaffung von Eigenkapital

⁶⁰ Ähnliche Bewertung hinsichtlich des Konzepts im RefE bei *Harnos*, AG 2023, 348, 358 f.

zu beschleunigen und damit die Finanzierungsfunktion der Aktie und des Kapitalmarkts zu stärken.

Man könnte in der elektronischen Aktie eine Brücke zwischen der „alten“ Welt der Aktienmärkte und der „neuen Welt“ der Märkte für digitale Finanzprodukte, insbesondere auch Kryptowerte sehen. Gerade die auf der DTL-Technologie basierende Aktien, die in einem dezentralen Kryptowertregister geführt werden, sind eine Art Hybrid. Bekanntermaßen tun sich Juristinnen und Juristen und die Rechtssetzung in ihrem Streben nach eindeutiger, klarer Zuordnung mit derartigen Zwitterwesen schwer.

Dieses Bestreben liegt auch dem MICA-Framework zugrunde. Es definiert Kryptowerte in scharfer Abgrenzung zu Finanzinstrumenten im Sinne des herkömmlichen Aufsichtsrechts, als eigene Kategorie, die selbständig neben den Finanzinstrumenten der bisherigen Finanzmarktregulierung, wie etwa MIFID stehen.⁶¹ Das MICA-Framework und damit auch der RefE für das Finanzmarkt-digitalisierungsgesetz erfasst gerade nicht Kryptowerte, die wertpapierähnlich behandelt werden.⁶² Da das eWpG auch die sogenannten Kryptoaktie in die traditionelle, „alte“ Welt der Wertpapiere holt und entsprechend die Regeln zur Übertragung an klassisches Wertpapier- und Sachenrecht anlehnt, sind elektronische Aktien aufsichtlich ein MIFID-Finanzinstrument, und damit Teil der „alten Welt“, und zwar auch dann, wenn es sich um DLT-basierte Namensaktien in einem dezentralen Kryptoregister registriert sind. Die Frage der Einbettung der elektronischen Aktie in die Systematik des Wertpapierrechts wird uns heute ja noch später näher beschäftigen.

V. Ausblick

In diesem Vortrag habe immer wieder darauf hingewiesen, dass man das ZuFinG in der Verzahnung mit den europäischen Regelungen sehen und lesen muss. Vor diesem Hintergrund möchte ich mit einem Ausblick auf die europäische Ebene schließen. Wie eben geschildert sind wir bei der MICA in die Phase der Implementierung eingetreten. Der Listing Act steht jetzt noch im Trilog, so dass die Begleitregelungen zum Listing noch etwas auf sich warten lassen werden.

⁶¹ Vgl. insbesondere Art. 2 Absatz 4 a) VO EU/2023/1114, wonach die MICA nicht für Kryptowerte gilt, die auch Finanzinstrumente (z.B. im Sinne von MIFID) sind.

⁶² Vgl. Begr.-RefE Die Norm gleicht den Regelungsgegenstand des KMAGs dem Anwendungsbereich der VO EU/2023/1114 nach deren Artikel 2 Absatz 3 und 4 an. Es gilt damit insbesondere nicht für solche Token, bei denen es sich um Finanzinstrumente im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 5 der Richtlinie 2014/65/EU handelt (Artikel 2 Absatz 4 Buchstabe a der Verordnung (EU) 2023/1114), für die weiterhin insbesondere die Regelungen nach KWG, WpHG und WpIG gelten. Vgl. Definitionen von Kryptowerte, vermögenswertreferenzierter Token und E-Geld-Token in Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 – 7 MICA-VO bzw. in § 2 Abs. 1 Nr. 5 – 7 RefE für ein Kryptomärkteaufsichtsgesetz.

Der Blick der Bundesregierung geht aber bereits über die Implementierung von MICA und Listing Act hinaus. Die weitere Verwirklichung der Kapitalmarkt ist der Bundesregierung ein wichtiges Anliegen. Solange die starke Fragmentierung in der EU nicht zumindest teilweise überwunden werden kann wird, wird es schwer sein im globalen Wettbewerb der Kapitalmärkte zu bestehen und der Rückstand im Hinblick auf den Anteil der kapitalmarktbasierter Finanzierung an der Unternehmensfinanzierung kaum aufzuholen sein. „We muse close the gap“ ist ein Artikel den der Bundesminister der Finanzen Christian Lindner zusammen mit seinem französischen Amtskollegen Bruno Le Maire in der Financial Times veröffentlicht hat.⁶³ Mit diesem Artikel haben die beiden Minister die Veröffentlichung einer Französisch-Deutschen Roadmap für die Kapitalmarktunion orchestriert.⁶⁴

Darin werden Prioritäten für die weiteren Arbeiten definiert und in Teilen auch konkrete Vorschläge gemacht. Zu den Schwerpunktee Anpassungen im Verbriefungsrahmenwerk, Stärkung der European Scale up Initiative; Angemessene Regulierung im Bereich Sustainable Finance unter Berücksichtigung von Verhältnismäßigkeit und Machbarkeit.

Darüber hinaus bringen Frankreich und Deutschland einen sogenannten „bottom-up“ approach für die zukünftige CMU Agenda ins Spiel. Neben dem Ziel weiterer EU-Harmonisierung durch schnelle Umsetzung der vorgelegten KOM Regulierungsvorschläge soll nationalen Initiativen Raum gegeben werden, die auf der Grundlage eines engen Erfahrungsaustausch mit der Kommission und den anderen Mitgliedsstaaten auch eine zukünftige EU Agenda beeinflussen können. Das Zukunftsfinanzierungsgesetz im Allgemeinen und die Einführung der elektronischen Aktie im Besonderen sind hierfür gute Beispiele. Nationale und europäische Maßnahmen gehen hiernach Hand in Hand. Indem das Zukunftsfinanzierungsgesetz Impulse für den deutschen Kapitalmarkt setzt, leistet Deutschland auch einen Beitrag zu einer stärkeren, tieferen Kapitalmarktunion.

⁶³ <https://www.ft.com/content/88067cb1-4a3e-4824-9973-bc37864ecb52>.

⁶⁴ <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/roadmap-kapitalmarktunion.html>.

Europäische Perspektiven

MiCAR, MiFID2, Unionsprivatrecht

Francesco Paolo Patti

I. Einführung¹

Mit der Einführung einer umfassenden EU-Strategie positioniert sich die Europäische Union an der Spitze der Innovation und Regulierung im Bereich des digitalen Finanzwesens.² Das sehr ehrgeizige Rahmenwerk zielt darauf ab, das Potenzial digitaler Technologien zu nutzen, um einen inklusiveren und wettbewerbsfähigeren Finanzsektor zu schaffen. Einen Eckpfeiler dieser Strategie stellt die Pilotregelung dar, mit der eine Testumgebung für Marktinfrastrukturen auf der Basis von Distributed Ledger Technologie (DLT) geschaffen werden soll.³ Ziel der Pilotregelung ist es, Innovation zu fördern, indem vorübergehende Ausnahmen von bestehenden Regeln erlaubt werden, die es den Teilnehmern ermöglichen, mit DLT in den Finanzmärkten zu experimentieren. Ergänzt wird diese Initiative durch die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR), die darauf abzielt, Klarheit und Rechtssicherheit für Kryptowerte zu schaffen, die derzeit nicht von der bestehenden EU-Finanzdienstleistungsgesetzgebung erfasst sind.⁴ Die MiCAR setzt sich zum Ziel, einheitliche Regelungen für Anbieter von Krypto-Dienstleistungen und Emittenten auf EU-Ebene zu etablieren, wodurch der Verbraucher- und Anlegerschutz verbessert sowie Innovation und Marktintegrität gefördert werden soll. Gemeinsam reflektieren die Pilotregelung und die MiCAR das Engagement der EU für die Entwicklung eines regulatorischen Um-

¹ Alle Internetquellen wurden zuletzt am 5. November 2023 abgerufen.

² Siehe Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Brüssel, über eine Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU vom 24. September 2020, COM (2020) 591 final.

³ Verordnung EU 2022/858 des europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU („Pilotregelung“).

⁴ Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937 (Text von Bedeutung für den EWR) („MiCAR“).

felds, das das Bedürfnis nach Innovation einerseits mit der Notwendigkeit der Wahrung der finanziellen Stabilität und des Investorenschutzes andererseits in Einklang bringt.

Die beiden oben genannten Verordnungen ergänzen das europäische Finanzrecht (insbesondere die MiFID2-Richtlinie⁵), befassen sich aber mit unterschiedlichen Problemen. Die Pilotregelung ist schließlich nur eine Verordnung zum Testen der DLT-Infrastruktur für den Austausch von Finanzinstrumenten.⁶ Ziel ist es, die Mitgliedstaaten an die neuen Technologien zu gewöhnen, um mit der Zeit die traditionellen Clearing- und Abrechnungssysteme zu ersetzen. Beide Verordnungen setzen eine klare Differenzierung der unterschiedlichen Erscheinungsformen der Kryptowerte voraus. Für beide Verordnungen gilt die allgemeine Definition eines Kryptowerts der MiCAR: „eine digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts, der bzw. das unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden kann“.⁷ Die Pilotregelung erfasst jedoch nur „DLT-Finanzinstrumente“, also Finanzinstrumente im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 15 der MiFID2, die mittels Distributed-Ledger-Technologie emittiert, verbucht, übertragen und gespeichert werden.⁸ Demgegenüber erfasst die MiCAR solche Kryptowerte, die als Finanzinstrumente anzusehen sind, ausdrücklich nicht.⁹ Aus diesem Grund hat der europäische Gesetzgeber beschlossen, Kryptowerte einen eigenen Regelungsrahmen zu widmen, der neben dem der traditionellen MiFID2 steht. Die Grenze zwischen den verschiedenen Kategorien von Kryptowerten ist jedoch in vielen Fällen schwer zu ziehen. In diesem Beitrag wird versucht, die wichtigsten Kriterien für die Abgrenzung der jeweiligen Anwendungsbereiche der neuen europäischen Vorschriften zu ermitteln. Die Lösung des Problems der rechtlichen Einstufung von Token ermöglicht es, zu verstehen, welche Regelung in welcher Konstellation anwendbar ist.

⁵ Richtlinie 2014/65/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) („MiFID2“).

⁶ *Zetzschel/Woxholth*, The DLT sandbox under the Pilot Regulation, CMLJ 2022, 212, 213; *McCarthy*, A Distributed ledger technology and financial market infrastructures: an EU pilot regulatory regime, CMLJ 2022, 288 ff.; *Maumel/Kesper*, The EU DLT Pilot Regime for Digital Assets, ECLJ 2023, 1 ff.

⁷ Art. 3(1) Nr. 5 MiCAR.

⁸ Art. 2 Nr. 11–12 Pilotregelung.

⁹ Art. 2(4) a) MiCAR.

II. Die Klassifizierung der Kryptowerte in der EU

Die rechtliche Qualifizierung von Token ist eines der grundlegenden Probleme der DLT.¹⁰ Die Technologie bietet die Möglichkeit, Token mit unterschiedlichen Strukturen und Funktionalitäten zu gestalten und ständig wechselnde wirtschaftliche Logiken in Bezug auf die Art ihrer Ausgabe, ihrer Verteilung im Laufe der Zeit usw. zu definieren (sogenannte Tokenomics). Das Problem der rechtlichen Behandlung von Token ist somit seit jeher von einer grundlegenden rechtlichen Frage durchdrungen: Da Kryptowerte auf im Prinzip unregulierten Sekundärmärkten gehandelt und häufig zu spekulativen Zwecken erworben werden, stellt sich die Frage, inwieweit die – zum Schutz der Anleger aufgestellten – Vorschriften für traditionelle Finanzinstrumente beachtet werden sollten.¹¹

1. Unterschiede zum Ansatz des US-Rechts

Der Lösung des Problems liegt ein Dilemma zugrunde: Die Vorschriften für Finanzinstrumente sehen Anforderungen vor, die für die Akteure des Kryptomarktes schwer zu erfüllen sind. Vor allem besteht die Schwierigkeit, die Anwendung von Regeln, die für ein anderes Phänomen konzipiert wurden, auf die DLT auszudehnen und rechtliche Belastungen auf sich zu nehmen, die für Start-ups oft unerschwinglich sind, insbesondere wenn sie von jungen Entwicklern gegründet werden. Letztlich könnte die Anwendung von Marktregeln zu einem entscheidenden Hindernis für die Entwicklung neuer Technologien führen.

In den Vereinigten Staaten betreffen die meisten Fragen die Anwendung des Securities Exchange Act von 1934 auf Token (folglich des sogenannten Howey-Tests¹²). Dem jüngsten Ansatz der Securities and Exchange Commission (SEC)

¹⁰ Siehe insbesondere *Annunziata*, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, BLS 2636561, 6.

¹¹ Siehe allgemein *DeFilippil/Wright*, *Blockchain and the Law. The Rule of Code*, HUP 2018, 89 ff.; *Johnstone*, *Rethinking the Regulation of Cryptoassets. Cryptographic Consensus Technology and the New Prospect*, 2021, 83 ff., wo darauf hingewiesen wird, dass die ersten Regulierungsansätze Krypto-Assets auf bereits im Finanzrecht bekannte Kategorien wie Währung, Wertpapiere und Waren beziehen.

¹² Siehe insbesondere SEC, Release No. 81207/July 25, 2017, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, S. 17. Siehe dazu *Henning*, *The Howey Test: Are Crypto-Assets Investment Contracts?*, UoMBLR 2018, 51 ff.; *Henderson/Raskin*, *A Regulatory Classification of Digital Assets: Toward an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets* CBLR 2019, 443 ff.; *Dell'Erba*, in: *Maume/Maute/Fromberger* (Hrsg.), *The Law of Crypto Assets*, 2022, 523, 528 ff., in dem die vier Elemente ausführlich beschrieben werden, die in der Entscheidung des Obersten Gerichtshofs der USA vom 27.5.1946 – SEC v. W.J. Howey Co, 328 U.293, 299 – herausgearbeitet hat, die den Test dafür bilden, ob eine Kryptoaktivität ein Wertpapier im spezifischen Sinne eines investment contract darstellt. Für einen Vergleich mit dem europäischen Rechtsrahmen vor der MiCAR Verordnung, siehe *Maume/Fromberger*, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, CJoIL 2019, 548 ff. insbesondere 572 ff.

zufolge scheint es, wenn auch auf Einzelfallbasis, nicht viele Token zu geben, die der Wertpapierdisziplin entgehen können.¹³ Auf Grundlage des Falls *Howey* geht die US-Behörde davon aus, dass die Übertragung von Token einen Anlagevertrag darstellt. Der Ansatz der SEC ist jedoch nicht ohne Kritik geblieben und scheint durch die jüngste Entscheidung im Fall *Ripple*¹⁴ überholt worden zu sein. In jedem Fall ist die Abgrenzung zwischen Token, die securities darstellen, einerseits und anderen Token andererseits in Ermangelung von spezifischen Regelungen sehr komplex. Die Unsicherheit hat zu regulatorischem Druck auf den Markt geführt, und das aggressive Vorgehen der SEC nach dem Zusammenbruch der „FTX“-Krypto-Börse hat unter den Branchenteilnehmern große Besorgnis hervorgerufen.¹⁵

Im Vergleich zum US-Recht unterscheidet sich das neue europäische Regelungsumfeld grundlegend. Zunächst ist anzumerken, dass für die Anwendung der Finanzmarktvorschriften in MiFID2 der zentrale Begriff „übertragbare Wertpapiere“ ausdrücklich auf der Grundlage regulatorischer Leitlinien definiert und nicht dem Ermessen der Rechtsprechung überlassen wird.¹⁶ Darüber hinaus – und das ist der wesentliche Unterschied zu den Vereinigten Staaten – enthält die MiCAR nun Regelungen, die sich „positiv“ mit solchen Token befassen, die nicht von den Finanzmarktregeln erfasst werden; so sind etwa neue und teilweise andere Regelungen als die der MiFID2 vorgesehen, sowie andere Regelungen als die der Prospektverordnung, die für das öffentliche Angebot oder die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt gilt (sogenannte „Prospektverordnung“).¹⁷ Die MiCAR löst das oben beschriebene Dilemma jedoch nicht auf, da die Grenzen des Anwendungsbereichs der Verordnung nicht genau definiert sind. Mit anderen Worten: Die neue europäische Verordnung löst das Problem der korrekten rechtlichen Einordnung von Token leider nicht vollständig.

¹³ *Pan*, SEC’s Gensler Reiterates ‘Proof-of-Stake’ Crypto Tokens May Be Securities, 16. März 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-15/sec-s-gary-gensler-signals-tokens-like-ether-are-securities#xj4y7vzkg>.

¹⁴ United States District Court – Southern District of New York, 13. Juli 2023, SEC v. *Ripple Labs et al.*, 20 Civ. 10832 (AT), wo Richterin Analisa Torres in ihrer Stellungnahme erklärt, warum programmatic sales auf dem Sekundärmarkt von *Ripple*-Token keinen Anlagevertrag darstellen.

¹⁵ *Huang*, Why Did FTX Collapse? Here’s What to Know, 10. November 2022, <https://www.nytimes.com/2022/11/10/technology/ftx-binance-crypto-explained.html>.

¹⁶ Art. 4(1) Nr. 44) MiFID2. Übertragbare Wertpapiere stellen die wichtigste Unterart der in Art. 4(1) (15) MiFID genannten Finanzinstrumente dar. Zur Umsetzung in italienisches Recht siehe *Annunziata*, Il recepimento di MiFID II: Uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità, RDS 2018, 1100 ff.

¹⁷ Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG Text von Bedeutung für den EWR. Diese Verordnung gilt auch für öffentliche Angebote von Investment-Token: zu den Anwendungsproblemen der Verordnung siehe *Maume*, Initial Coin Offerings and EU Prospectus Disclosure, EBLR 2020, 185 ff.

2. Abgrenzung des Anwendungsbereichs zwischen MiCAR und MiFID2

Hinsichtlich des Anwendungsbereichs der MiCAR ist – wie oben gesehen – die Regel der Ausgangspunkt, dass die Verordnung nicht für Kryptowerte gilt, die unter die Definition von Finanzinstrumenten oder anderen Positionen oder Produkten fallen, die durch Vorschriften des Finanzsektors geregelt sind.¹⁸ Die MiCAR gilt also nur für Kryptowerte, die nicht als Finanzinstrumente eingestuft werden. Kryptowerte, die Finanzinstrumente enthalten (sogenannte Security Tokens), unterliegen hingegen anderen Regelungen: insbesondere – hier interessant – der MiFID2, der Prospektverordnung und der Pilotregelung.

Eine zweite Ebene der Taxonomie betrifft nur die Token, die nicht als Finanzinstrumente eingestuft werden und somit unter die betreffende Regelung fallen. Insoweit sieht die MiCAR neben der oben erwähnten allgemeinen Definition drei verschiedene Kategorien von Kryptowerten vor: Utility Token,¹⁹ vermögenswertereferenzierte Token²⁰ und E-Geld-Token.²¹ Darüber hinaus ist noch die Existenz einer weiteren Kategorie von Kryptowerten zu bejahen, bei denen es sich zwar nicht um Finanzinstrumente handelt, die aber auch nicht in eine der drei von der MiCAR definierten Token-Kategorien fallen. Für das Vorhandensein einer solchen Restkategorie spricht schon die in Titel II der MiCAR enthaltene Regelung „von anderen Kryptowerten als vermögenswertereferenzierten Token oder E-Geld-Token“, die sich nicht ausschließlich auf Utility Token zu beziehen scheint.²² Kryptowerte, die einmalig und nicht mit anderen Kryptowerten fungibel sind (sogenannte „NFTs“), werden hingegen ausdrücklich vom Anwendungsbereich der MiCAR ausgeschlossen.²³

¹⁸ Art. 2(4) MiCAR.

¹⁹ Art. 4(1) Nr. 9 MiCAR: „einen Kryptowert, der ausschließlich dazu bestimmt ist, Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung zu verschaffen, die von seinem Emittenten bereitgestellt wird“.

²⁰ Art. 4(1) Nr. 6 MiCAR: „einen Kryptowert, der kein E-Geld-Token ist und dessen Wertstabilität durch Bezugnahme auf einen anderen Wert oder ein anderes Recht oder eine Kombination davon, einschließlich einer oder mehrerer amtlicher Währungen, gewahrt werden soll“.

²¹ Art. 4(1) Nr. 7 MiCAR: „einen Kryptowert, dessen Wertstabilität unter Bezugnahme auf den Wert einer amtlichen Währung gewahrt werden soll“.

²² Erwägungsgrund 18 MiCAR: „Bei der dritten Art schließlich handelt es sich um andere Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token; sie umfasst eine große Bandbreite an Kryptowerten einschließlich Utility-Token“. Darüber hinaus enthält Titel II spezifische Vorschriften, die nur für Utility-Token gelten. Diese Unterscheidung wird von *Maume*, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, ECFR 2023, 244, 254, nicht nachvollzogen. Ebenso *Tomczak*, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation*, CMLJ 2022, 381.

²³ Art. 2(3) MiCAR. Eine wichtige Klarstellung findet sich jedoch in Erwägungsgrund 11: „Die Teilanteile an einem einmaligen und nicht fungiblen Kryptowert sollten nicht als einmalig und nicht fungibel gelten. Die Ausgabe von Kryptowerten als nicht fungible Token in einer großen Serie oder Sammlung sollte als Indikator für ihre Fungibilität betrachtet werden.“

In dem so skizzierten Rahmen ist die Unterscheidung zwischen Utility Token und Security Token, die in der Literatur häufig diskutiert wird²⁴ und in verschiedenen Rechtssystemen vorhanden ist,²⁵ von grundlegender Bedeutung. Nach Ansicht eines Autors ist die Regel, nach der die MiCAR nur Kryptowerte reguliert, die nicht als Finanzinstrumente gelten, als Eingeständnis in zweifacher Hinsicht zu deuten: dahingehend, dass die konzeptionelle Architektur des Regelungsrahmens fragil ist, sowie ferner, dass die Grenze, die den Anwendungsbereich der MiCAR von dem der traditionellen Märkte trennt, stark fluide ist.²⁶ Die Grenze zwischen Token, die unter MiCAR fallen, und Finanzinstrumenten kann in der Tat schwer zu ziehen sein. Diesbezüglich werden in den Erwägungsgründen der MiCAR der Grundsatz „gleiche Tätigkeit, gleiche Risiken, gleiche Regeln“ sowie der Grundsatz der „Technologieneutralität“ dargelegt, wonach „Kryptowerte, die in den Anwendungsbereich bestehender Gesetzgebungsakte der Union zu Finanzdienstleistungen fallen, auch künftig nicht durch diese Verordnung, sondern durch den bestehenden Rechtsrahmen geregelt werden, und zwar unabhängig davon, welche Technologie für ihre Ausgabe oder ihre Übertragung verwendet wird“.²⁷ Der Erwägungsgrund selbst gibt jedoch keinen Hinweis, von welchen

Die alleinige Zuweisung einer eindeutigen Kennung zu einem Kryptowert reicht nicht aus, um diesen als einmalig und nicht fungibel einzustufen. Damit der Kryptowert als einmalig und nicht fungibel gelten kann, sollten die dargestellten Werte oder Rechte ebenfalls einmalig und nicht fungibel sein. Der Ausschluss von einmaligen und nicht fungiblen Kryptowerten aus dem Anwendungsbereich dieser Verordnung verhindert nicht, dass solche Kryptowerte als Finanzinstrumente gelten können. Diese Verordnung sollte auch auf Kryptowerte Anwendung finden, die zwar dem Anschein nach einmalig und nicht fungibel sind, deren De-facto-Merkmale oder deren Merkmale, die mit ihren De-facto-Verwendungszwecken zusammenhängen, sie aber fungibel oder nicht einmalig machen würden. In diesem Zusammenhang sollten die zuständigen Behörden bei der Bewertung und Einstufung von Kryptowerten die wirtschaftliche Betrachtungsweise wählen, wonach die Merkmale des jeweiligen Kryptowerts und nicht die Ausweisung durch den Emittenten ausschlaggebend für seine Einstufung sind“.

²⁴ *Kaal*, Securities Versus Utility Tokens, *Minn Law Rev* 22–15, <https://ssrn.com/abstract=4021599>.

²⁵ Siehe insbesondere die Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs), die am 16. Februar 2018 in der Schweiz von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) veröffentlicht wurden, in denen zwischen „Utility Token“ und „Asset Token“ unterschieden und festgelegt wird, dass nur letztere als Wertpapiere behandelt werden. Zur Schweizer Regulierung siehe *Homsy*, in: Kraus/Obrist/Hari (Hrsg.), *Blockchains, Smart Contracts, Decentralised Autonomous Organisations and the Law*, 2019, 163 ff.; *Reymond*, *Swiss Law on Financial Market Infrastructures as applied to Crypto Token Exchanges*, *IBLJ* 2021, 215 ff.

²⁶ So *Cian*, *La nozione di cripto-attività nella prospettiva del MiCAR*. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno, *Odcc* 2022, 60. Kritisch auch *Paracampo*, *I prestatori di servizi per le cripto-attività*. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid, 2023, 7 f.; *Maume* (Fn. 22), 251, der feststellt, dass die MiCAR zwar als Sonderregelung gegenüber der MiFID2 konzipiert ist, in ihren einzelnen Regelungslösungen aber im Wesentlichen die europäischen Regeln für Finanzinstrumente aufgreift.

²⁷ Erwägungsgrund 9 MiCAR.

entscheidenden Elementen die Unterscheidung zwischen den verschiedenen Kategorien von Token abhängen soll.

In jedem Fall scheint die bereits erwähnte „Fluidität der Grenzen“ unvermeidlich zu sein. Sobald der Grundsatz der Technologieneutralität akzeptiert ist, scheint es nicht möglich zu sein, die Angelegenheit anders zu regeln. Die Flexibilität, die die Kryptotechnologie bietet, erlaubt es nicht, genau zu bestimmen, unter welchen Voraussetzungen ein bestimmter Token unter die MiCAR fallen sollte. Unbeschadet der Tatsache, dass die zuständigen Behörden Leitlinien herausgeben werden²⁸ und dass die rechtliche Einstufung von einer Einzelfallprüfung abhängt, wird im Folgenden versucht, die charakteristischen Merkmale von Utility-Token und allgemeiner von Token, die unter die Regelung des Titels II der MiCAR fallen, zu bestimmen.

III. Auf der Suche nach Kriterien für die rechtliche Qualifikation der Kryptowerte

Die in der MiCAR vorgesehenen Kategorien von Token werfen Probleme bei ihrer Qualifizierung und Abgrenzung auf. Diesbezüglich wurde festgestellt, dass die größten Schwierigkeiten bei der Koordinierung mit dem Kapitalmarktrecht zweifellos im Zusammenhang mit den Utility-Token auftreten.²⁹ Freilich schließt die bloße Bezeichnung „Utility-Token“ durch den Emittenten oder den Anbieter eine anders lautende Qualifizierung nicht aus, noch schließt sie aus, dass der Token selbst als Finanzinstrument angesehen wird.

1. Titel II-Token, Utility-Token und mehr

Bei der Rekonstruktion einer Methode zur Qualifizierung von Token muss berücksichtigt werden, dass Utility-Token nicht die einzigen Kryptowerte sind, die die Merkmale eines Finanzinstruments nicht aufweisen. Neben vermögenswertereferenzierten Token und E-Geld-Token werden Utility Token in der MiCAR als Unterkategorie von Kryptowerten des Titel II dargestellt, auf die die MiFID2-Vorschriften nicht anwendbar sind. Daraus ergibt sich eine wichtige Konsequenz: Um zu bestimmen, wann ein Token den Vorschriften der MiFID2 un-

²⁸ Dies ist ausdrücklich in Art. 2(5) MiCAR vorgesehen, wonach die ESMA Leitlinien entwickeln muss, um zu bestimmen, wann Krypto-Assets Finanzinstrumente darstellen. Darüber hinaus kann die Kommission gemäß Art. 3(2) MiCAR delegierte Rechtsakte erlassen, um die Bedeutung bestimmter in der Verordnung enthaltener Definitionen zu klären, einschließlich jener, die sich auf Token beziehen.

²⁹ *Cian* (Fn. 26), 68. In diesem Sinne auch *Zickgraf*, in: Maume/Maute/Fromberger (Hrsg.), *The Law of Crypto Assets*, 2022, 122 f., 174, 201: „The qualification and handling of utility tokens under capital markets has proven to be the most controversial and complex issue“.

terliegt, muss auch die Definition eines Finanzinstruments geprüft werden, d.h. es muss ausgeschlossen werden können, dass der Token ein Finanzinstrument im Sinne der MiFID2 darstellt.³⁰

Damit unterscheidet sich die europäische Regelung in dieser Hinsicht zunächst nicht wesentlich von der US-amerikanischen Regelung. Bei näherer Betrachtung stellen Utility-Token im Kontext der breiten Kategorie von Kryptowerten, die der MiCAR unterliegen, im Vergleich zum US-amerikanischen Rechtssystem jedoch ein starkes Unterscheidungsmerkmal dar, denn die einschlägige Verordnung legt insoweit – positiv formuliert – Anforderungen fest, die einen Kryptowert von der Erfüllung der Anforderungen eines Finanzinstruments ausschließen. Es ist daher von grundlegender Bedeutung, festzulegen, wann Kryptowerte als Utility Token zu qualifizieren sind.

2. Merkmale von Utility-Token

Utility-Token verleihen lediglich ein Recht auf Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung. In diesem Punkt hatte die Rechtswissenschaft bereits vor Veröffentlichung der MiCAR darauf hingewiesen, dass die Token-Kategorie zweideutig ist. Der Begriff der Ware oder Dienstleistung führt dazu, dass das Phänomen durch die Linse des Verbraucherschutzes betrachtet wird, während die Betonung der Kapitalbeschaffung mittels ICO dazu führt, dass die Vorschriften des Finanzmarktrechts für angemessener gehalten werden. Es ist kein Zufall, dass vor dem Inkrafttreten der MiCAR erklärt wurde, dass in Fällen, in denen die Ware oder Dienstleistung zur Zeit des ICO noch nicht zugänglich war, die Regelung der Finanzinstrumente als Referenz dienen solle. In Ermangelung eines nutzbaren Gutes oder einer nutzbaren Dienstleistung hätte die Auflösung der Informationsasymmetrie den Emittenten und seine Fähigkeit betroffen, seine wirtschaftliche Tätigkeit zu den zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebots versprochenen Bedingungen zu entwickeln. Wäre die Ware oder Dienstleistung hingegen bereits auf dem Markt erhältlich gewesen, hätte sich die Situation nicht von derjenigen unterschieden, die normalerweise Verträge kennzeichnet, an denen ein Verbraucher beteiligt ist und bei denen sich der Schutz auf die Eigenschaften der Ware oder Dienstleistung konzentriert.³¹ Diese Unterscheidung wird im schweizerischen Rechtsrahmen in den FINMA-Richtlinien bestätigt, in denen klargestellt wird, dass der Utility-Token nur dann nicht als Finanzinstrument (recte: Asset Token)

³⁰ Siehe insbesondere *Cian* (Fn. 26), 59 ff., der von der Definition des Finanzinstruments ausgeht, um die grundlegenden Merkmale von Kryptowerten zu bestimmen.

³¹ Siehe *Hacker/Thomale*, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, ECFR 2018, 675: „It is undeniable that even in this constellation, information asymmetries will often arise between issuers and buyers. However, these asymmetries typically do not relate to financial, but rather to functionality and consumption risks“.

anzusehen ist, wenn die Ware oder Dienstleistung zum Zeitpunkt des ICO zugänglich ist.³²

Die MiCAR folgt dieser Logik im Grundsatz, sieht im Einzelnen aber eine andere Regelung vor: Bezieht sich das Angebot auf einen Utility-Token, der Zugang zu einem bestehenden oder in Betrieb befindlichen Vermögenswert oder zu einer Dienstleistung vermittelt,³³ gelten die in Titel II enthaltenen Regeln für das öffentliche Angebot von Kryptowerten nicht – anders als vermögenswertereferenzierten Token oder E-Geld-Token. Insbesondere besteht keine Verpflichtung zur Veröffentlichung des Whitepapers. Wie bereits argumentiert wurde, ist die Ausnahme angesichts des engen Zusammenhangs mit einer bestehenden Ware oder Dienstleistung gerechtfertigt, und in solchen Fällen wird davon ausgegangen, dass der Kauf des Kryptowerts nicht geeignet ist, einen finanziellen Wert anzunehmen.³⁴ Die unmittelbare Verfügbarkeit der Ware oder Dienstleistung ermöglicht es, den Charakter der Finanzierbarkeit auszuschließen und Utility-Token den Vorschriften für Verbraucherverträge zu unterwerfen. Darüber hinaus gilt die Ausnahme nicht, wenn der Anbieter in einer Mitteilung seine Absicht bekannt gibt, die Zulassung zum Handel zu beantragen.³⁵

Aus diesem Grund wurde vor Einführung der MiCAR die Auffassung vertreten, dass die Möglichkeit des Zugangs zu der Ware oder Dienstleistung zum Zeitpunkt des ICO den Charakter eines Finanzinstruments ausschließt.³⁶ Im Rahmen der neuen europäischen Gesetzgebung ist stattdessen nicht der Umstand, dass der mit dem Token verbundene Nutzen zum Zeitpunkt des Angebots nicht verfügbar ist, ausschlaggebend für die Einstufung des Tokens als Finanzinstrument, sondern die Anwendung der in Titel II der MiCAR enthaltenen Vorschriften, insbesondere die Verpflichtung zur Meldung und Veröffentlichung des Whitepapers.³⁷

In Bezug auf die Merkmale von Token ist zunächst festzuhalten, dass die Möglichkeit eines Tokenhandels auf dem Sekundärmarkt und die potenzielle Volatilität des Kaufpreises für die rechtliche Qualifikation nicht relevant sind. Die MiCAR sieht eine Regelung vor, die die Zulassung von Kryptowerten zum Handel ermöglicht. Angesichts der neuen Regelung wäre es daher nicht sinnvoll, wie schon in der Vergangenheit³⁸ die Handelbarkeit auf dem Sekundärmarkt als

³² Siehe FINMA (Fn. 25), 3: „These tokens do not qualify as securities only if their sole purpose is to confer digital access rights to an application or service and if the utility token can already be used in this way at the point of issue“.

³³ Art. 4(3)(c) MiCAR.

³⁴ Die zitierten Bemerkungen stammen von *Frigeni*, *Il mercato primario delle criptotività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA*, Odcc 2022, 34.

³⁵ Art. 4(4) MiCAR.

³⁶ *Zickgraf* (Fn. 29), 202 f.

³⁷ Siehe dazu unten III.6.

³⁸ Siehe insbesondere in Bezug auf die Qualifizierung als „Finanzprodukt“ (prodotto finanziario) *Sandei*, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, 2022, 50 ff. Siehe auch *Incutti*, „Initial

entscheidendes Element für die rechtliche Qualifizierung von Token zu betrachten. Die MiCAR führt gerade zur rechtlichen Anerkennung eines Marktes für Krypto-Assets in Parallele zur MiFID2-Regelung.

Um als Utility-Token zu gelten, muss dessen Emittent eine Ware oder eine Dienstleistung bereitstellen. Das Gut oder die Dienstleistung muss nicht unbedingt digital sein; der Token könnte auch den Zugang zu einem Gut oder einer Dienstleistung in der analogen Welt ermöglichen. Darüber hinaus ist nicht festgelegt, ob die Verwendung des Tokens – und damit die „Inanspruchnahme“ des Nutzens – dazu führen sollte, dass der Token aufgebraucht, übertragen oder gelöscht wird. Der Zugang zu der Ware oder Dienstleistung könnte also auch denjenigen gewährt werden, die den Token oder eine bestimmte Anzahl von Token dauerhaft im Digital Wallet halten.

3. Token mit mehreren Funktionen

Die MiCAR bestimmt allerdings nicht, welche Regelung in solchen Fällen gilt, in denen dem Token eine sogenannte „gemischte“ Funktion zugeschrieben werden kann.³⁹ Die Verwendung des Wortes „ausschließlich“ in der Legaldefinition könnte zu der Annahme verleiten, dass bei Vorhandensein weiterer Funktionen, die dem Token zugeschrieben werden können, eine Einstufung als Utility Token nicht mehr zulässig ist. Diese Auslegung scheint jedoch nicht korrekt zu sein. Erstens schreibt die MiCAR selbst den Token eine zusätzliche Funktion zu, die über den bloßen Zugang zu der Ware oder Dienstleistung hinausgeht, nämlich die Handelbarkeit auf dem Sekundärmarkt. Darüber hinaus wäre es wenig sinnvoll, eine sehr strenge Auslegung der funktionalen Merkmale des Tokens zu bevorzugen, da Token mit zusätzlichen Funktionen, die über den Zugang zur Ware oder Dienstleistung hinausgehen, in jedem Fall in die breitere Kategorie der „anderen Kryptowerte als vermögenswertereferenzierte Token oder E-Geld-Token“ einzuordnen wären, für die wiederum zwingend die Vorschriften des Titels II gelten. In diesem Sinne erscheint es plausibel, dass die einzige gemischte Funktion, die für den Ausschluss aus dem Anwendungsbereich der MiCAR relevant ist, ein Element der Finanzierbarkeit sein muss, durch die der Token in die Kategorie der Finanzinstrumente außerhalb des Anwendungsbereichs der MiCAR einzuordnen wäre.⁴⁰ Mit anderen Worten: Fälle von Token mit hybriden Konnotationen, die auf halbem Weg zwischen Utility Token und Security Token liegen, sollten besondere Bedeutung erlangen. Es ist kein Zufall, dass einige Rechtsordnungen im Bereich der Regulierung von Kryptowerten, wie z.B. die

Coin Offering“ ed il mercato delle cripto-attività: l’ambiguità degli „utility token“, Rdipp 2022, 71 ff.

³⁹ *Cian* (Fn. 26), 69.

⁴⁰ Siehe *Maume* (Fn. 22), 257: „Hybrid tokens that are financial instruments under Art. 4(1) (15) MiFID2 but also grant access to services are not subject to MiCAR“.

Schweiz, unter diesen Umständen stets die Konnotation als Finanzinstrument als vorherrschend ansehen.⁴¹

Bei dem Versuch, eine Lösung aufzuzeigen, muss berücksichtigt werden, dass im europäischen Kontext die Alternative zwischen tokenisierten Finanzinstrumenten und anderen Kryptowerten weit weniger „dramatisch“ ist als in anderen Rechtssystemen. In der Tat spiegelt die Alternative kein „Alles oder Nichts“ in Bezug auf den Schutz des Käufers wider, sondern eher eine Wahl zwischen zwei ähnlichen Regelungen auf der Grundlage eines Offenlegungsdokuments (Prospekt oder Whitepaper), dem ein potenzieller Haftungsfall für den Emittenten oder den Anbieter beigefügt ist. Die Regelung des Whitepapers weist Ähnlichkeiten mit derjenigen des Prospekts⁴² auf und ist geeignet, das Angebot von Token mit finanziellen Merkmalen zu unterstützen. Angesichts der Tatsache, dass Utility Token auch auf einer Handelsplattform zugelassen werden können, scheint es auch nicht ausgeschlossen, dass sich die Vorschriften des MiCAR-Titels II auf Kryptowerte erstrecken, die zum Teil eine Anlagefunktion haben. In der Tat scheint die Vielzahl der Funktionen von Token durch die Smart-Contract-Technologie dafür zu sprechen, dass eine weite Auslegung von Kryptowerten, die dem MiCAR-Titel II unterliegen, befürwortet werden sollte und dass – im Prinzip – nur tokenisierte Finanzinstrumente als Token betrachtet werden sollten, die den Inhabern ähnliche Rechte gewähren wie den Inhabern von Instrumenten, die ausdrücklich von der MiCAR-Regulierung ausgenommen sind, insbesondere Unternehmensaktien und anderen Wertpapieren, die Unternehmensaktien gleichstehen, Anleihen, Schuldverschreibungen, Anteilen an einem Organismus für gemeinsame Anlagen, usw.

4. Funktion der „Governance“

In diesem Rahmen scheint die bloße Funktion der „Governance“, d.h. die den Token-Inhabern eingeräumte Möglichkeit, über Angelegenheiten im Zusammenhang mit der Entwicklung des Blockchain-Projekts oder der Verteilung von Kryptowerten, die einer dezentralen Organisation gehören, abzustimmen, die Einstufung des Tokens als „Finanzinstrument“ nicht zu beeinflussen. Wie bereits richtig festgestellt wurde, besteht der Zweck der Governance in der Regel nicht darin, das Recht auf einen „Cashflow“ zu erwerben, sondern an den Entscheidungen über die Nutzung des Blockchain-Projekts teilzuhaben.⁴³ Der Nutzer

⁴¹ FINMA (Fn. 25), 5: „If a utility token additionally or only has an investment purpose at the point of issue, FINMA will treat such tokens as securities (i.e. in the same way as asset tokens)“.

⁴² Siehe *Zetschel/Annunziata/Arner/Buckley*, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA)*, CMLJ 2021, 206, 211: „The MiCA disclosure, conduct and liability rules on the white paper are in principle prospectus requirements that seek to address the inadequate disclosures, misrepresentations and fraud currently often observed in certain initial coin offering“.

⁴³ Siehe *Hacker/Thomale* (Fn. 31), 673 f.

erwirbt also kein Instrument, das mit einer Unternehmensaktie vergleichbar ist, da es in der Regel keine direkte Beteiligung an den Gewinnen des zugrundeliegenden Projekts gibt (die zudem in vielen Fällen gänzlich fehlen). Darüber hinaus würde ein Ausschluss der sogenannten Governance-Token aus dem Anwendungsbereich des MiCAR zu einer übermäßigen Verringerung der Zahl der Token führen, die der neuen Verordnung unterliegen. Denn tatsächlich ermöglichen die meisten Token ihren Inhabern, Entscheidungen und Präferenzen im Rahmen sogenannter dezentraler Organisationen (DAOs) auszudrücken, die auf DLT-Infrastrukturen mit Hilfe von Smart Contracts aufgebaut sind.⁴⁴

5. Zahlungsmittelfunktion

Eine weitere Funktionalität, die für die rechtliche Qualifizierung des Tokens zu berücksichtigen ist, ist die des Zahlungsmittels.⁴⁵ Nach einer ersten, von der MiCAR nicht vollständig übernommenen Gliederung wurde zwischen Currency Token, Utility Token und Investment Token⁴⁶ unterschieden. Dem Currency Token wurde die Zahlungsfunktion zugeschrieben, eine Funktion, die bei Utility Token generell ausgeschlossen ist.⁴⁷ Ein nützlicher Hinweis in diesem Zusammenhang war die Rechtssache Hedqvist, in der der Gerichtshof feststellte, dass Bitcoins unter dem Gesichtspunkt der Anwendung der Mehrwertsteuer nicht als Finanzinstrument zu betrachten sind, sondern als direktes Zahlungsmittel zwischen den Betreibern, die sie akzeptieren.⁴⁸ Ähnliche Überlegungen könnten für die nativen Kryptowerte der Ethereum-Blockchain gelten: Die Zahlungsfunktion wurde in der Vergangenheit auch für Ether anerkannt, zusammen mit seiner

⁴⁴ Zum Thema dezentralisierte autonome Organisationen siehe *Wright*, The Rise of Decentralised Autonomous Organisations: Opportunities and Challenges, SJoBLaP 2021, 1, 7, der die Funktion von Governance-Tokens folgendermaßen beschreibt: „These governance tokens likely will help keep the smart contract developers in check by preventing them from taking actions that would go against the smart contract’s users. At the same time, holders of the governance token can take ready action to account for regulatory requirements, should they arise, or complex technical or organizational issues that may emerge over time“; zu den sogenannten „Governance-Token“ speziell *Mienert*, Dezentrale autonome Organisationen (DAOs) und Gesellschaftsrecht, 2022, 182 f., der diese Token als eine Unterkategorie der „Utility Tokens“ versteht.

⁴⁵ Die Definition von Utility-Token im ESMA-Bericht „Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets“ vom 9. Januar 2019, ESMA50–157–1391, 43, legt fest, dass Utility-Token eine andere Funktion als Zahlungsmittel haben müssen: „Utility-type crypto-asset: a type of crypto-asset that provides some ‘utility’ function other than as a means of payment or exchange for external goods or services“.

⁴⁶ Siehe *Ferrari*, The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar, MJoEaCL 2020, 325 ff.

⁴⁷ Siehe hierzu *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2023, 583.

⁴⁸ EuGH, 22. Oktober 2015, C-264/14, EUCLI:EU:C:2015:718, *Skatteverket/David Hedqvist*, Rn. 42 und 55. In einer vergleichenden Perspektive siehe *Dimitropoulos*, in: Hacker/Lianos/Dimitropoulos/Eich (Hrsg.), *Regulating Blockchain*, OUP 2019, 122 f.

Nutzfunktion.⁴⁹ Die beschriebenen Konnotationen von Token scheinen jedoch angesichts der weiten Verbreitung von Stablecoins (nach MiCAR „vermögenswertereferenzierten Token“ und „E-Geld-Token“), Kryptowerte, die vor allem die Funktion eines Zahlungsmittels haben, nun endgültig an Relevanz verloren zu haben.⁵⁰ Kryptowerte mit ähnlichen Funktionen wie Bitcoin und Ether sollen nun unter die Regulierung des Titels II der MiCAR gestellt werden, da die Zahlungsmittelfunktion nur als Eventual- und nicht als Typisierungsfunktion ausgestaltet werden kann.

6. Aussagen des Anbieters

Die Aussagen des Emittenten oder des Anbieters zum Preis des Tokens verdienen eine gesonderte Diskussion. In der Vergangenheit wurde oft argumentiert, dass solche Aussagen in den Bedingungen des Finanzinstruments, gekoppelt mit Versprechungen über verbesserte Funktionalitäten des Blockchain-Projekts, als Gewinnerwartung für die Käufer qualifiziert werden sollten. Die neuen MiCAR-Regeln betreffen nun die Offenlegungspflichten des Anbieters im Whitepaper sowie die Marketingaktivitäten. In diesem Sinne muss der Anbieter im Whitepaper darauf hinweisen, dass der Kryptowert seinen Wert ganz oder teilweise verlieren kann.⁵¹ Darüber hinaus muss die Marketingkommunikation mit dem Inhalt des Whitepapers übereinstimmen.⁵² Daraus folgt, dass jegliches Vertrauen auf einen Anstieg des Token-Preises nicht geschützt werden sollte, während der Anbieter für die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Informationen im Whitepaper oder in den Marketingmitteilungen haftbar gemacht werden könnte. Fehlverhalten und irreführendes Verhalten von Parteien, die für Token werben, sollten durch eine spezielle Sanktionsregelung geahndet werden.

IV. Die expansive Kraft von MiCAR und die Förderung der technologischen Innovation

Die Europäische Union hat die Regelung der MiCAR so konzipiert, dass die neue Verordnung die meisten der auf dem Markt vorhandenen Kryptowerte umfasst und eine Disziplin mit maximaler Harmonisierung bietet, die in einem

⁴⁹ EBA, Report with advice for the European Commission, 9. Januar 2019, S. 7: „Ether has the features of an asset token but is also accepted by some persons as a means of exchange for goods external to the Ethereum blockchain, and as a utility in granting holders access to the computation power of the Ethereum Virtual Machine“.

⁵⁰ Für einen umfassenden und detaillierten Überblick über die verschiedenen Arten von Stablecoins, siehe *Calcaterra/Kaall/Rao*, Stable Cryptocurrencies, WUJoLaP 61 2020, 193 ff.; *Bruce/Odinot/Tosato*, The Private Law of Stablecoins, ASLJ 2023, 333 ff.

⁵¹ Art. 6(5) MiCAR.

⁵² Art. 7(1)(c) MiCAR.

Spezial-Verhältnis zu derjenigen der Finanzinstrumente steht, die auf europäischer Ebene durch MiFID2 geregelt werden. Aus einem der Erwägungsgründe der Pilotregelung ergibt sich indirekt eine wichtige Bestätigung des breiten Anwendungsbereichs der MiCAR. Die letztgenannte Verordnung stellt in Erwägungsgrund 2 fest, dass die Mehrheit der Kryptowerte nicht im Geltungsbereich der Rechtsvorschriften der Union über Finanzdienstleistungen liegt und dass solche Kryptowerte daher einen eigenen Rechtsrahmen auf Unionsebene erfordern – d.h. den, den die MiCAR zur Verfügung stellt.⁵³ In ähnlicher Weise hatte sich bereits die ESMA geäußert und darauf hingewiesen, dass nur zwischen 10 und 30% der Token als Finanzinstrumente angesehen werden können.⁵⁴ Auf nationaler Ebene argumentierte auch die französische Finanzmarktaufsichtsbehörde, dass die Token, die Gegenstand von ICOs sind, nicht gemäß der Kategorien der Finanzinstrumente qualifiziert werden können.⁵⁵ Daher sollte das Argument, dass Kryptowerte vermutlich als „übertragbare Wertpapiere“ nach MiFID2 angesehen werden, es sei denn, eine zuständige nationale Behörde⁵⁶ greift ein, abgelehnt werden. Der Zweck der Titel-II-Regelung besteht darin, eine beträchtliche Anzahl von Kryptowerten durch Spezialvorschriften zu regeln, die den technischen Merkmalen der Instrumente Rechnung tragen. Insoweit schließt die MiCAR im Falle von Titel-II-Tokens die Notwendigkeit einer vorherigen Genehmigung durch die zuständige nationale Behörde aus; der Anbieter unterliegt lediglich einer Übermittlungspflicht.⁵⁷

In diesem Rahmen können sich besondere Probleme in der Umsetzungsphase aus der MiFID2 ergeben, die nicht zu einer maximalen Harmonisierung der europäischen Rechtssysteme geführt hat.⁵⁸ Einige Mitgliedstaaten, darunter Italien, gehen von einem weiter gefassten Begriff des „Finanzprodukts“ als dem des

⁵³ In die gleiche Richtung zielt *Gortsos*, *Challenges Ahead for the EU Banking System*, EBLR 2022, 353, 369: „Since most cryptoassets ... fall outside of the scope of EU financial and consumer protection law, their holders may be exposed to risks“.

⁵⁴ ESMA (Fn. 45), 19 f.

⁵⁵ Autorité des marchés financiers (AMF), *Discussion Paper on Initial Coin Offerings (ICOs)*, 26. Oktober 2017, unter amf-france.org, 8: „Die in Frankreich ausgegebenen Token, von denen die AMF Kenntnis hat, dürften nicht unter die französischen Vorschriften für das öffentliche Angebot von Finanztiteln fallen“.

⁵⁶ Siehe *Zetzschel/Buckley/Arner/van Ek*, *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA*, *STUDY Requested by the ECON Committee of the European Parliament*, Mai 2023, 110: „Crypto-assets are deemed transferable securities subject to Annex I Section C(1) Directive 2014/65/EU, unless the National Competent Authority determines that the crypto-asset is subject to regulation as financial derivative, a payment service under the Payment Services Directive, E-money under the E-money Directive, or an EMT, an ART or other crypto-asset under MiCA, another regulated service or activity, or is exempted from financial regulation altogether“.

⁵⁷ Art. 8 MiCAR.

⁵⁸ Zum Thema siehe aus supranationaler Sicht *Burilov*, *Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the EU*, *EJoCL&G* 2019, 146 ff.; *Tomczak* (Fn. 22), 370.

„Finanzinstruments“ aus, der in der MiFID2 berücksichtigt wird.⁵⁹ In der Tat hat es die italienische Rechtsprechung nicht versäumt, ohne Berücksichtigung der im Entstehen begriffenen Unionsverordnungen die Vorschriften für Finanzprodukte auf Kryptowerte anzuwenden.⁶⁰ Dieser Ansatz muss nun im Zuge der MiCAR überdacht werden, da die Vorschriften zur Maximalharmonisierung die Anwendung der neuen Regeln auf alle Kryptowerte erfordern, die nicht unter die Liste der in Artikel 2 Absatz 4 MiCAR ausdrücklich ausgeschlossenen Aktivitäten fallen. Daraus folgt, dass Kryptowerte, die nach der italienischen Kategorisierung potenziell als Finanzprodukte gelten, aber nicht unter die Liste von Artikel 2 Absatz 4 MiCAR fallen, den Vorschriften der MiCAR unterliegen müssen und dass keine Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts besteht.⁶¹ Eine andere Auslegung würde das Ziel der Harmonisierung gefährden, Ungleichheiten zwischen den verschiedenen Mitgliedstaaten schaffen und die Unternehmen, die in Italien tätig werden wollen, benachteiligen.

V. Beispiele für Token, die unter Titel II MiCAR fallen würden

In Schriften, die sich mit der Frage der rechtlichen Qualifizierung von ICOs befassen, werden häufig Beispiele für Token genannt, die nicht der Disziplin von Finanzinstrumenten unterliegen. Die MiCAR zielt darauf ab, jede fungible Kryptoaktivität, die nicht der Regulierung von Finanzinstrumenten unterliegt, auf einer residualen Basis zu regulieren. Der Anwendungsbereich des Titel II erstreckt sich somit auf eine breite und vielfältige Palette von Token.

Es lohnt sich, mit Utility Token zu beginnen, die, wie gesehen, die einzige Kategorie von Token darstellen, die von der MiCAR ausdrücklich qualifiziert wird. In jüngster Zeit werden in diesem Zusammenhang häufig Fan-Token⁶² er-

⁵⁹ Im italienischen Recht ist das „Finanzinstrument“ eine Art der Gattung „Finanzprodukt“. In Artikel 1 Absatz 1 Buchstabe u) TUF (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) werden „Finanzprodukte“ definiert als „Finanzinstrumente und jede andere Form der Anlage finanzieller Art“.

⁶⁰ Cass. pen., Sec. II, 26. Oktober 2022, Nr. 44378, betreffend eine Hypothese der präventiven Beschlagnahme einer Kryptobörse mit 30 Bitcoins im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot des LWB-Tokens; Cass. pen., Sec. II, 30. November 2021, Nr. 44337, Danno e resp. 2021, S. 492 ff, anm. M. *Guastadisegni*.

⁶¹ In diesem Sinne bereits *Frigeni* (Fn. 34), 33: Generell scheint es möglich zu sein, zu argumentieren, dass nach der Genehmigung von MiCAR einerseits die Emission oder das Angebot von Kryptowerten, die nicht als Wertpapiere gelten, aber unter den Begriff der Finanzprodukte fallen, nicht mehr der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts gemäß Art. 94-bis TUF unterliegen. Zum anderen wird die Ausgabe oder das Angebot von Kryptowerten, die weder als Wertpapiere noch als Finanzprodukte einzustufen sind und die bisher von der Prospektspflicht ausgenommen waren, den Transparenzvorschriften der MiCAR unterliegen. Siehe auch *Annunziata*, *La disciplina del mercato dei capitali*, 2023, 521 f.

⁶² *Cian* (Fn. 26), 68; Für eine Einordnung aus wirtschaftlicher und finanzieller Sicht siehe *Scharnowskil/Scharnowskil/Zimmermann*, *Fan Tokens: Sports and Speculation on the Block-*

wähnt, die mit Fußballmannschaften verbunden sind und als Mittel zur Fanbindung und für den Zugang zu exklusiven Rabatten und Erlebnissen dienen sollen.⁶³ Solche Token werden auf dem Sekundärmarkt gehandelt und sind – nicht anders als andere Krypto-Assets – Preisschwankungen und Spekulationen unterworfen.⁶⁴ Man kann wohl mit Fug und Recht behaupten, dass Fan-Tokens der MiCA-Regulierung unterliegen, allerdings darf das Vorhandensein eines bedeutenden finanziellen Elements dabei nicht übersehen werden.

Einem Teil der Literatur zufolge fällt auch die Kryptoaktivität im Zusammenhang mit dem Filecoin-Projekt, das ein Peer-to-Peer-Datenspeichersystem auf Basis der Blockchain schaffen will, in den Bereich der Utility Token.⁶⁵ Die Nutzer des Datenspeichersystems bezahlen die an das Netzwerk angeschlossenen Dienstleister mit dem nativen „FIL-Token“ zum Zeitpunkt der Datenübertragung und zum Zeitpunkt der Datenrückgabe (um dem Dienstleister einen Anreiz für die Aufbewahrung über einen längeren Zeitraum zu setzen). Verfügbarkeit und Kosten werden von keiner zentralen Stelle kontrolliert, sondern frei auf der Grundlage von Angebot und Nachfrage bestimmt. Die Anbieter von Speicherdiensten müssen den Projekt-Token als Sicherheit hinterlegen (die verloren geht, wenn sich der Anbieter als unzuverlässig erweist) und erhalten für die Erzeugung neuer Blöcke eine Vergütung in „FIL“. Schließlich ermöglicht der Token den Inhabern die Ausübung von Entscheidungsbefugnissen über die Entwicklung des Projekts. Die vielfältigen Funktionen scheinen die rechtliche Qualifikation von Utility Token zu bestätigen.

chain, <https://ssrn.com/abstract=3992430>, doi: 10.2139/ssrn.3992430, 8: „Fan Tokens are utility tokens that give holders a tokenized share of influence on club or team decisions“.

⁶³ Siehe beispielsweise die Informationen zum „Lazio Fan Token“ auf der Website www.sslazio.it: „Es handelt sich um einen Utility-Token (Kryptowährung mit verschiedenen Funktionen), der durch die Blockchain-Technologie angetrieben wird und darauf abzielt, das Engagement der Fans durch innovative und exklusive Erfahrungen zu revolutionieren, die früher für S.S. Lazio und seine Fans unerreichbar waren“. Laut der Beschreibung der Website gibt der Token „allen Lazio-Fans das Privileg, Teil einer exklusiven und wachsenden digitalen Gemeinschaft zu sein, die in den Genuss von besonderen Vorteilen wie exklusiven Fanartikeln, digitaler Kunst, limitierten NFTs, Rabatten sowie speziellem Zugang zu Weltklasse-Events kommt. Im Grunde genommen ist der Lazio Fan Token Ihr Pass, um ein Superfan zu werden“.

⁶⁴ Siehe insbesondere *Scharnowski/Scharnowski/Zimmermann* (Fn. 62), 8 ff., die auf der Grundlage statistischer Untersuchungen argumentieren, dass Fan-Token höhere Risiken für Anleger bergen als etabliertere Kryptowerte; dass die Preisentwicklung von Token auf dem Sekundärmarkt nicht mit der von Aktien börsennotierter Vereine korreliert; dass Kauf und Verkauf von Token teilweise von den sportlichen Ergebnissen des Vereins abhängen. Zu diesem letzten Profil siehe auch *Demir/Ersan/Popesko, Are Fan Tokens Fan Tokens?*, FRL 2022, doi: 10.1016/j.frl.2022.102736, die einen Anstieg der Token-Verkäufe im Falle von Niederlagen von Vereinen in der UEFA Champions League feststellen.

⁶⁵ *Hacker/Thomale* (Fn. 31), 673 f.; *Ferrari* (Fn. 46), 329; *Maumel/Fromberger* (Fn. 12), 560.

Ein interessantes Beispiel für Token, die (hypothetisch) auf Titel II zurückgeführt werden können, dürfte auch der Fall „Ether“ sein. Ihre Funktion bzw. ihr Nutzen könnte darin liegen, Transaktionen auf der Blockchain durchführen und so den Blockchain-Raum nutzen können. Durch die Transaktionen kommen die Nutzer zudem in den Genuss der Funktionalität der auf Ethereum entwickelten Smart Contracts für eine Vielzahl von Zwecken (Kauf von Krypto-Assets, Einsätze, Handel, Spiele, Abstimmungen auf der Kette, usw.). Nach dem Übergang zum „Proof-of-Stake“-Konsenssystem hat der Ethereum-Token auch die Funktion eines Netzwerksicherheitsinstruments, da zur Validierung von Blöcken und zur Erzielung von Gebühren der Zugang zum Netzwerk durch ein sogenanntes Ether staking erforderlich ist. Einige Nutzer blockieren ihre Ether in Pools, die von dritten Validierern⁶⁶ eingerichtet wurden, und erhalten so einen synthetischen Token, der ihre nutzbare Position auf dem zinsbringenden Markt repräsentiert.⁶⁷ Diese letztgenannte Funktion und der potenzielle Gewinn der Validierer scheinen sich nicht auf die Qualifikation des Tokens auszuwirken, da der „Gewinn“ technologischen Lösungen und dezentralen Aktivitäten außerhalb einer koordinierten unternehmerischen Anstrengung zuzuschreiben ist und letztlich vom Volumen der Transaktionen auf der Blockchain abhängt. Ether könnten als eine Form der Investition betrachtet werden, was jedoch die Anwendung der in Titel II der MiCAR enthaltenen Vorschriften nicht ausschließt.

Ähnliche Überlegungen können sich auf andere Token des sogenannten Layer one erstrecken, deren Funktion darin besteht, Transaktionen auf bestimmten Blockchains zu ermöglichen, z.B. NEAR-, Matic-, Sol-, ADA-, Algo-, BNB-Coin-, Dot- und Lumen-Token. Wenn auch auf Einzelfallbasis, sollten ICOs, die Token dieser Art beinhalten, in Zukunft der MiCAR unterworfen werden.

Obwohl sie ihren Inhabern keine besonderen Vorteile bieten, scheinen Token mit einer Governance-Funktion für die Verwaltung dezentraler Protokolle, wie die UNI-, Aave- und Yearn-Token, ebenfalls unter die Regelung von Titel II zu fallen. Diese Token verleihen ihren Inhabern keine besonderen Rechte außer der Möglichkeit, im Rahmen dezentraler Organisationen Vorschläge zu machen und abzustimmen. Die vorgenannten Beispiele zeigen, dass es trotz der Kontrollfunktion, die die Governance auf die Protokolle ausüben soll, erhebliche Unterschiede zu typischen Beteiligungen gibt, die spezifische Rechte und Pflichten sowie die potenzielle Zuteilung von Dividenden auf der Grundlage der Kapitalzuteilung verleihen. So wie die anderen oben erwähnten Kryptowerte unterliegen auch Governance-Token der Volatilität des Sekundärmarktes.

⁶⁶ Dies sind die „Liquid Staking“-Dienste, die von dezentralen Organisationen wie „Lido DAO“ (<https://lido.fi/>), anderen Onchain-Betreibern wie „RocketPool“ (<https://rocketpool.net/>) und Krypto-Dienstleistern wie „Coinbase“ und „Binance“ angeboten werden.

⁶⁷ Die synthetischen Versionen von Ether tragen die folgenden Namen: „stETH“, „rETH“, „cbETH“ und „bETH“, wobei sich auf die in der vorangehenden Anmerkung erwähnten Operatoren für Ethereum beschränkt wird.

VI. Schlussfolgerungen

Die Skandale, die den Markt für Krypto-Assets in den letzten Jahren geprägt haben, haben häufig dazu geführt, dass der Schwerpunkt der MiCAR auf den Dienstleistern sowie auf den strengen Vorschriften für vermögenswertereferenzierte Token und E-Geld-Token lag. Die genannten Vorschriften, die strenge Zugangsvoraussetzungen vorschreiben, sind von größter Bedeutung für die Glaubwürdigkeit des Systems. Titel II der MiCAR betrifft jedoch einen der wichtigsten Aspekte der Verordnung, da die genaue Bestimmung der Kryptowerte, die unter diesen Teil der Verordnung fallen, den Gesamtumfang der neuen Verordnung beeinflusst. In der Tat ist der spezielle Charakter der MiCAR hauptsächlich auf die Vorschriften für Token zurückzuführen, da die Vorschriften für Krypto-Dienstleister im Wesentlichen an die Lösungen der MiFID2 angepasst sind.⁶⁸

In diesem Zusammenhang sollte noch einmal darauf hingewiesen werden, dass Titel II der MiCAR nicht nur den sogenannten Utility Token gewidmet ist, sondern auch den Token, die ausschließlich dazu bestimmt sind, Zugang zu einer Ware oder zu einer Dienstleistung zu verschaffen, die von seinem Emittenten bereitgestellt wird.⁶⁹ In diesem Sinne bezieht sich das zu lösende Problem auf die Abgrenzung zwischen Kryptowerten, die der MiCAR unterliegen, und Kryptowerten, die als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind. Im Bereich der „Tokenisierung“ sollte der Anwendungsbereich der MiCAR weit gefasst sein, da die neuen Vorschriften Lösungen vorsehen, die besser geeignet sind, die Ausgabe, das Angebot und den Marktzugang von Token im Zusammenhang mit innovativen Blockchain-Projekten zu regeln, als die Vorschriften für Finanzinstrumente. In diesem Sinne ist die Gewährleistung einer einheitlichen Auslegung auf europäischer Ebene eine der wichtigsten und zugleich komplexesten Herausforderungen, die sich aus den neuen Vorschriften ergeben. Nicht ohne Grund sind in der MiCAR Maßnahmen vorgesehen, um die Konvergenz bei der Klassifizierung von Kryptowerten durch das Eingreifen von Behörden auf nationaler und europäischer Ebene sicherzustellen.⁷⁰

⁶⁸ In diesem Sinne siehe *Paracampo* (Fn. 26), 144.

⁶⁹ Siehe oben III.3 und III.4.

⁷⁰ Siehe Art. 97(2) MiCAR.

Das Gesellschaftsrecht der elektronischen Aktie

Julia Lübke

I. Einführung¹

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) lässt erstmals die Ausgabe elektronischer Aktien zu und löst so ein Versprechen aus dem Koalitionsvertrag 2021–2025² ein. Eine Tokenisierung, die Verknüpfung realer Vermögenswerte mit handelbaren digitalen Token,³ ist nunmehr auch für Aktien vorgesehen, zum einen im eWpG (§ 1 Nr. 2 und 3 eWpG n.F.) und zum anderen im AktG (§ 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 und Abs. 6. AktG n.F.). Damit wird nach der Verstetigung der virtuellen Hauptversammlung ein weiterer Teilbereich des Aktiengesellschaftsrechts für die Möglichkeiten der digitalen Welt geöffnet. Das Recht der GmbH bleibt zunächst unverändert.⁴ Die Neuregelungen betreffen zudem unmittelbar nur die Einführung und Ausgestaltung der elektronischen Aktie und einige eng damit zusammenhängende Fragen, wie insbesondere die Verfügung über solche Aktien. An der Ausgestaltung der Aktiengesellschaft selbst ändert sich nichts. Sie zieht nicht etwa insgesamt in die private digitale Welt um, insbesondere nicht auf eine Blockchain, wie der US-Bundesstaat Wyoming es seinen Limited Liability Companies seit dem Jahre 2021 ermöglicht⁵ und wie es von privaten Anbietern

¹ Internetfundstellen (sofern nicht anders gekennzeichnet) zuletzt abgerufen am 12.12.2023.

² Koalitionsvertrag 2021–2025 zwischen SPD, BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN und FDP, 172, Zeilen 5833–5835 (z.B. unter spd.de, gruene.de und fdp.de).

³ *Omlor*, in: *Omlor/Link* (Hrsg.), *Kryptowährungen und Token*, 2. Aufl. 2023, Kap. 6 Rn. 93.

⁴ Zu möglichen Vorteilen elektronischer GmbH-Geschäftsanteile *Möslein/Omlor/Urbach*, ZIP 2020, 2149, 2157 ff.; mit Blick auf die notarielle Form einer Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen (§ 15 Abs. 3 GmbHG) zurückhaltender *Maume*, NZG 2021, 1189 ff.

⁵ S. Wyoming Statutes §§ 17–31–101 et seq. (eingeführt zum 1.7.2021 durch Laws 2021, ch. 162, § 1) mit der Möglichkeit, eine decentralized autonomous organization (DAO) – ein auf einer Blockchain (zu deren Charakteristika sogl. im Text) kraft selbstausführender Softwareprotokolle (smart contracts) betriebenes Netzwerk zur Erreichung eines gemeinsamen Ziels (s. *Mienert*, RD 2021, 384) – als Wyoming LLC anzumelden; dazu *Fleischer*, ZIP 2021, 2205, 2210 ff. und *Mienert*, RD 2021, 384 ff. sowie allgemein zur DAO z.B. *Mann*, NZG 2017, 1014 ff.; *Spindler*, ZGR 2018, 17, 51 f.; *Schwemmer*, AcP 221 (2021), 555 ff.; *Wright*, *The Rise of Decentralized Autonomous Organizations: Opportunities and Challenges*, 4.2 *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy* 152 ff. (2021); *Mienert*, *Dezentrale autonome Organisationen (DAOs) und Gesellschaftsrecht*, 2022; aus vereinsrechtlicher Sicht *Hahn*, NZG 2022, 684 ff.

auch für Gesellschaftsformen anderer Rechtsordnungen beworben wird.⁶ Schon die notarielle Form, die z.B. die Gesellschaftsgründung (z.B. § 23 Abs. 1 AktG) und die Beschlussfassung der Hauptversammlung jedenfalls bei qualifizierten Mehrheitsentscheidungen (§ 130 Abs. 1 AktG) erfordern, ließe sich dort nicht wahren. Auch andere aktiengesellschaftsinterne Prozesse, beispielsweise die eigenverantwortliche Leitung der Gesellschaft durch den Vorstand, lassen sich nicht vollständig automatisieren.⁷

Elektronische Aktien können zum einen als Zentralregisteraktien ausgegeben werden, die in ein zentral von einer Wertpapiersammelbank – in Deutschland: der Clearstream Banking AG⁸ – oder von einer Depotbank als Verwahrer⁹ geführtes Wertpapierregister eingetragen werden (§§ 4 Abs. 2, 12 i.V.m. § 4 Abs. 5, 6 eWpG). Zum anderen sind Kryptoaktien zulässig, wobei dieser Begriff im Folgenden eng verstanden wird. Kryptoaktien in diesem engeren Sinne sind, in Abgrenzung zu den Zentralregisteraktien, Aktien, deren Wertpapierregister dezentral, also mittels einer distributed ledger technology (DLT) wie beispielsweise der Blockchain-Technologie geführt wird (§§ 4 Abs. 3, 16 i.V.m. § 4 Abs. 11 eWpG). Eine Blockchain ist ein auf vielen beteiligten Computern gleichberechtigt (peer-to-peer) gespeichertes Register, das Änderungen unveränderlich und chronologisch verzeichnet und auf dem die unter ihrer Blockchain-Adresse, ihrem public key, pseudonym Eingetragenen die für sie eingetragenen Werte mittels ihres private key, einer Art Passwort, unmittelbar selbst übertragen können.¹⁰ An die Stelle einer zentralen Instanz und regulierter Intermediäre, die in den überkommenen Strukturen das Vertrauen auf anonymisierten Kapitalmärkten und damit deren Funktionsfähigkeit gewährleisten, tritt die Aufteilung von Kontrollrechten auf eine Vielzahl von Systembetreibern, die ihrerseits die Authentizität und Fälschungssicherheit der Registereintragungen sicherstellen soll.¹¹

Die Zulassung der Kryptoaktien war dem Gesetzgeber dabei ein besonderes Anliegen. Die Begründung des Regierungsentwurfs hebt als eines der Ziele des

⁶ S. etwa das Angebot von Otodo zur Gesellschaftsgründung on chain, d.h. auf einer Blockchain, auch nach dem Recht von Delaware oder der Schweiz (www.otodo.io) sowie schon seit 2015 das Angebot von Otonomos zur Onlinegründung und -verwaltung von Off-chain-Gesellschaften (www.otonomos.com); dazu schon De *Filippil Wright*, *Blockchain and the Law*, 2018, 135.

⁷ Zu Möglichkeiten und einer etwaigen Pflicht, solche Prozesse jedenfalls teilweise algorithmisch ablaufen zu lassen, z.B. *Möslein*, ZIP 2018, 204 ff.; *Spindler* (Fn. 5), 17 ff.; *Armour/Eidenmüller*, ZHR 183 (2019), 169 ff.; *Zetzsche*, AG 2019, 1, 6 ff.; *Becker/Pordzik*, ZfPW 2020, 334 ff.; *Noack*, in: FS für Christine Windbichler, 2020, 947 ff.

⁸ *Schulz/Neumann/Lendermann/Nemeczek*, eWpG, 2023, § 4 Rn. 61 (auch zur EZB als weiterer, gesetzlicher Wertpapiersammelbank mit Befugnis zur Schuldbuchführung).

⁹ A.a.O., Rn. 64.

¹⁰ Eingehend zu den Charakteristika einer Blockchain *De Filippil Wright* (Fn. 6), 33 ff.

¹¹ Vgl. *Topp*, Elektronische Aktien, 2022, 133 f. (mit Blick auf eine – auch durch das ZuFinG nicht eröffnete – Börsenfähigkeit von Kryptowertpapieren skeptisch bzgl. der Gleichwertigkeit der Schutzmechanismen).

ZuFinG ausdrücklich hervor, Deutschland durch „Weiterentwicklungen des Rechtsrahmens für Kryptowerte“ und insbesondere die Ermöglichung von „Aktienemissionen auf der Grundlage der Blockchain-Technologie“ „zu einem rechtssicheren Standort für diese Zukunftstechnologie zu machen“.¹² Dezentral, etwa auf einer Blockchain, betriebene Register können nämlich die Einschaltung von Intermediären entbehrlich machen.¹³ Dadurch lassen sich jedenfalls in der Theorie Kosten sparen, die durch Ineffizienzen der Intermediärskette, z.B. zu lange Kommunikationswege und unübersichtliche Berechtigungsstrukturen, entstehen.¹⁴ Auch andere Rechtsordnungen, darunter in Europa Liechtenstein,¹⁵ Luxemburg,¹⁶ die Schweiz,¹⁷ Italien¹⁸ und Frankreich¹⁹, haben in jüngerer Zeit die Ausgabe von Kryptoaktien zugelassen, teils, wie Italien, schon unter Nutzung des DLT-Pilotregimes der EU (VO(EU) 2022/858).

Obgleich das ZuFinG also gerade die Nutzung von Kryptowerten fördern soll, atmet das Gesetz doch ein gewisses Misstrauen gegenüber dieser Technologie. Am deutlichsten kommt dieses Misstrauen in der Entscheidung, Inhaberaktien nur als Zentralregister- und nicht als Kryptoaktien zuzulassen (§ 1 Nr. 3 eWpG n.F.), zum Ausdruck. Dass dieses Misstrauen weder gesellschaftsrechtlich noch, wie die Begründung des Regierungsentwurfs vorträgt,²⁰ geldwäscherechtlich gerechtfertigt ist, wird im Folgenden zu zeigen sein. Krypto-Inhaberaktien hätten sich ohne weiteres einführen lassen; die wenigen gesellschaftsrechtlichen Anpassungen, die dazu noch hätten vorgenommen werden müssen wären, wären ohnehin durch die Einführung der Zentralregister-Inhaberaktien veranlasst gewesen. Das Potenzial der Blockchain – oder einer anderen DLT – als „Zukunftstechnologie“ hätte mit der Zulassung von Krypto-Inhaberaktien im Verhältnis

¹² Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 62.

¹³ Grundlegend *Catalini/Gans*, Some Simple Economics of the Blockchain, 20.4.2019 (unter <https://ssrn.com/abstract=2874598>); aus rechtstatsächlicher Sicht skeptisch *Low/Schuster/Wan*, The company and blockchain technology, LSE Law, Society and Economy Working Papers 18/2022, 9 f. (unter <https://ssrn.com/abstract=4278823>).

¹⁴ *Panisi/Buckley/Arner*, Blockchain and Public Companies: A Revolution in Share Ownership Transparency, Proxy Voting and Corporate Governance?, 2 Stanford Journal of Blockchain Law & Policy 2019, 8 (<https://ssrn.com/abstract=3389045>); s. auch *Geis*, NULR 2018, 227, 267 ff. sowie Van der *Elst/Lafarre*, EBOR 2019, 111, 112, 120.

¹⁵ S. Gesetz v. 3.10.2019 über Token und VT-Dienstleister (TVT-G).

¹⁶ S. loi no. 7637 v. 21.1.2021.

¹⁷ S. Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register v. 25.9.2020; dazu eingehend *Zellweger-Gutknecht/Monnerat*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.), Elektronische Wertpapiere, 2021, 7 ff., 15 (zur Registerfähigkeit von Aktien).

¹⁸ S. decreto-legge n.25 v.17.3.2023 (in Gesetz umgewandelt durch legge n.52 v.10.5.2023).

¹⁹ S. jüngst Art. R211–2 ff. Code monétaire et financier (geändert durch Décret no.2023–421 v.31.5.2023); zu früheren Rechtssetzungsakten *Lehmann*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 17), 59, 66 Fn. 35.

²⁰ BR-Drucks. 362/23, 63.

der Aktiengesellschaft zu ihren Aktionären noch umfassender nutzbar gemacht werden können (s. unten V.).

Umgekehrt zeugt das ZuFinG von großem Vertrauen in die Integrationskraft des vorhandenen Aktiengesellschaftsrechts. Denn beim Blick auf die gesellschaftsrechtlichen und gesellschaftsrechtsnahen Neuregelungen zu elektronischen Aktien fällt auf, wie wenige es sind. Die Neuerungen im Aktiengesetz betreffen überwiegend nicht die elektronische Aktie, sondern die Zulassung von Namensaktien mit Mehrstimmrechten (§§ 12, 135a AktG n.F.)²¹ und die Erleichterung von Kapitalerhöhungen (§§ 192, 255 ff. AktG n.F.). Auch das eWpG ist nur ganz punktuell geändert worden. Diese sehr sparsame Regelung elektronischer Aktien steht diametral zu der – im Schrifttum erheblich kritisierten²² und auch nicht näher substantiierten – Einschätzung des eWpG-Gesetzgebers, eine Einführung elektronischer Aktien „hätte erhebliche gesellschaftsrechtliche Auswirkungen“.²³ Tatsächlich ist, wie im Folgenden ebenfalls zu zeigen sein wird, das grundsätzliche Vertrauen des ZuFinG-Gesetzgebers gerechtfertigt. Elektronische Aktien erfordern keine Neuordnung des Aktienrechts, wenngleich auch nach den Änderungen durch das ZuFinG noch an einigen Stellen Ergänzungsbedarf besteht.

Die Untersuchung nimmt zunächst diejenigen Bereiche in den Blick, zu denen das ZuFinG Regelungen getroffen hat, nämlich die grundsätzliche Ausgabe und Ausgestaltung elektronischer Aktien (sogleich II.), Änderungen der Berechtigung, insbesondere durch Übertragung (unten III.), und das Verhältnis des neuen Wertpapierregisters zum überkommenen Aktienregister (unten IV.). Welche rechtlichen Wirkungen elektronische Aktien gesellschaftsintern entfalten, wird abschließend zu erörtern sein (unten V.), sowohl mit Blick auf die nunmehr eingeführten Arten elektronischer Aktien als auch, *de lege ferenda*, mit Blick auf das innovative oder aber gesellschaftsrechtlich disruptive Potenzial von Krypto-Inhaberaktien.

²¹ S. zu Mehrstimmrechten auch den EU-Richtlinienvorschlag COM(2022) 761 v. 7.12.2022, dort vorgesehen für Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen.

²² *Casper*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), *FinTech-Handbuch*, 2. Aufl. 2021, § 28 Rn. 76; *Guntermann*, *AG* 2021, 449, 455 Rn. 28, 456 Rn. 30; *Maume/Fromberger*, *ZHR* 185 (2021), 507, 554; *Wieneke/Kunz*, *NZG* 2021, 316, 317; *Eisenschmidt*, *NZG* 2023, 825, 831; jedenfalls für Zentralregisteraktien auch *Lehmann*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 17), 59, 65 und *Reger/Langheld/Haagen*, *RD* 2021, 83, 87 f. Rn. 17 ff.

²³ *Begr. RegE eWpG*, BT-Drucks. 19/26925, 38.

II. Ausgabe und Ausgestaltung elektronischer Aktien

1. Elektronische Aktien als neue Option

Bis zum Inkrafttreten des ZuFinG war die Ausgabe elektronischer Aktien nach überwiegender und zutreffender Ansicht nicht möglich, weil die Satzung nach § 10 Abs. 5 AktG nur den Anspruch eines Aktionärs auf Verbriefung „seines Anteils“ ausschließen kann, also nur den Anspruch auf Einzelverbriefung und nicht den Anspruch auf Erstellung einer Globalurkunde.²⁴ Die Unzulässigkeit elektronischer Aktien folgte auch im Umkehrschluss aus dem auf Inhaberschuldverschreibungen begrenzten Anwendungsbereich des eWpG (s. § 1 eWpG a.F.). Selbst wenn man diese Argumente nicht für zwingend hielt,²⁵ waren Emittenten jedenfalls aufgrund der bestehenden Rechtsunsicherheit gut beraten, keine Ausgabe elektronischer Aktien nach deutschem Recht zu versuchen. Tatsächlich begeben wurden daher auch keine echten elektronischen Aktien, keine tokenisierten Mitgliedschaften, sondern z.B. Token, die die Beteiligungsrechte von Gesellschaftern schuldrechtlich nachbildeten, etwa auf der Grundlage eines Treuhandmodells verbunden mit einem Recht auf Umtausch der Token in „echte“ Aktien.²⁶ Auch die „Blockchain Listed Shares“ der TEN31 Bank²⁷ bedienen sich einer Ersatzkonstruktion, nämlich des Umzugs des Aktienregisters auf eine Blockchain. Die Ausübung der Aktionärsrechte erfolgt dann aufgrund des Blockchain-Eintrags (s. § 67 Abs. 2 AktG), dessen Änderung die Aktionäre unmittelbar selbst – digital, weltweit und ohne eine Beteiligung von Intermediären – veranlassen können. Maßgeblich für die dingliche Rechtsinhaberschaft und damit die tatsächliche Aktionärsstellung ist die Blockchain, wie jedes Aktienregister,²⁸ aber auch in diesem Fall nicht; zudem ermöglicht der Blockchain-Eintrag keinen gutgläubigen Erwerb.

Das ZuFinG eröffnet die elektronische Aktie nunmehr als weitere Option für alle Aktiengesellschaften. § 1 Nr. 2 und 3 eWpG n.F. erweitern – konstitutiv – den Anwendungsbereich des eWpG auf Aktien und lassen i. V. m. § 2 Abs. 1 eWpG die

²⁴ OLG München NZG 2005, 756, 757; BeckOGK AktG/Vatter, Stand: 7.2023, § 10 Rn. 88; MüKoAktG/Heider, 5. Aufl. 2019, § 10 Rn. 62.

²⁵ Für eine Zulässigkeit elektronischer Aktien auch nach früherem Recht z.B. *Maumel Fromberger* (Fn. 22), 520 ff.; *Topp* (Fn. 11), 172 f.

²⁶ S. zur Emission von PREOS-Token durch die publicity AG und auch zum mangelnden ökonomischen Erfolg dieser Emission *Möslein*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 17), 179, 198, 199.

²⁷ Dazu <https://www.dfpa.info/beratung-vertrieb-news/ten31-bank-bafin-genehmigt-wertpapierprospekt-fuer-blockchain-listed-shares.html> sowie *Möslein*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 17), 179, 198 f.; vergleichbar die Wirkungsweise der von der österreichischen Conda AG auf der Ethereum-Blockchain begebenen Token, dazu <https://brutkast.en.com/artikel/conda-ag-aktien-blockchain> sowie *Beurskens*, in: FS Ulrich Seibert, 2019, 71, 81.

²⁸ *Koch*, AktG, 17. Aufl. 2023, § 67 Rn. 25.

Ausgabe elektronischer Aktien erstmals zu. Die Neuregelungen des ZuFinG im AktG wiederum gehen von der Zulässigkeit elektronischer Aktien schlicht aus (s. nur § 10 Abs. 6 AktG n.F.). Anders als beispielsweise nach polnischem Recht, nach dem im Jahre 2021 alle Aktienurkunden ihre Rechtskraft verloren haben und durch einen elektronischen Registereintrag ersetzt worden sind,²⁹ bleibt es Aktiengesellschaften deutschen Rechts damit auch künftig unbenommen, verbriefte Aktien³⁰ auszugeben.³¹ Mit der nur optionalen Einführung werden neue Spielräume für privatunternehmerische Entscheidungen eröffnet, ohne die Entscheidungsfreiheit an anderer Stelle zugleich einzuschränken. Das verdient auch deswegen Zustimmung, weil sich marktgerechte Lösungen für elektronische Aktien erst noch herausbilden müssen.³² Die Zulassung elektronischer Aktien durch des ZuFinG ist nämlich ein Fall der zivilrechtlichen Ermöglichungsgesetzgebung. Der Gesetzgeber hat nicht auf Entwicklungen im Markt reagiert, sondern er sucht diese Entwicklungen, auch in Reaktion auf die Neuregelungen anderer Staaten,³³ erst anzustoßen und damit den deutschen Finanzmarkt im internationalen Vergleich möglichst attraktiv zu gestalten.³⁴

2. *Sammel- und Einzeleintragung*

Elektronische Aktien können, wie oben (I.) dargelegt, als Zentralregister- oder Kryptoaktien ausgegeben werden. Beide Arten elektronischer Aktien können sodann der Sammel- oder der Einzeleintragung unterliegen (§ 8 Abs. 1 sowie §§ 13 Abs. 1 Nr. 5, 17 Abs. 1 Nr. 5 eWpG). Die Unterscheidung ist zunächst einmal eine wertpapierrechtliche. Sie bestimmt aber auch den Übertragungsmodus (unten III.) und wirkt sich auf die Aktionärskommunikation und die Ausübung der Aktionärsrechte aus (unten V.).

Im Falle der Sammeleintragung, die der Sammelverwahrung einer Globalurkunde bei verbrieften Aktien entspricht, wird als Inhaber der Aktie eine Wertpapiersammelbank, nochmals: in Deutschland die Clearstream Banking AG,³⁵ oder ein Verwahrer, d.h. eine Depotbank (s. § 4 Abs. 6 eWpG), eingetragen (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG). Es ist also wenigstens ein Intermediär vorhanden. Bei der Einzeleintragung, dem Pendant zur Sonderverwahrung verbrieftter Aktien, er-

²⁹ S. Gesetz über die Änderung des Gesellschaftsrechtsgesetzbuchs und anderer Gesetze (Ustawa o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw) v. 30.8.2019; dazu *Weber-Elzanowska/Dybinski*, BKR 2021, 292 ff.

³⁰ Zur Möglichkeit einer dauerhaft unverbrieften Aktie vor Inkrafttreten des ZuFinG Topp (Fn. 11), 160 (nur bei Gesellschaft ohne Inhaberaktien und ohne Börsennotierung oder anderweitige Teilnahme an der Girosammelverwahrung).

³¹ Ebenso – nur optionale Ausgabe elektronischer Wertpapiere – z.B. das luxemburgische Recht (Fn. 16).

³² Vgl. schon *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2153.

³³ Dazu schon oben I. (insbes. Fn. 15 bis 19).

³⁴ Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 62.

³⁵ Nochmals: *Schulz/Neumann/Lendermann/Nemeczek*, eWpG, 2023, § 4 Rn. 61..

folgt dagegen eine Eintragung des Aktionärs selbst (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG). Ein Intermediär ist nicht erforderlich. Vielmehr ist aus dem elektronischen Register unmittelbar ersichtlich, wer Aktionär ist, wengleich die Aktionäre in einem Kryptoregister zwingend, in einem Zentralregister optional (§§ 13 Ab. 2 S. 2, 17 Abs. 2 S. 2 eWpG) unter einer eindeutigen Kennung, also unter einem Pseudonym und nicht ihrem Klarnamen, verzeichnet sind. Als Pseudonym kommt bei einem auf einer Blockchain geführten Kryptoregister insbesondere der public key in Betracht. Das Pseudonym wird dann mittels eines externen, außerhalb des Wertpapierregisters geführten Verzeichnisses dem jeweiligen Aktionär namentlich zugeordnet.³⁶

Bei der Einzeleintragung kommen die Vorteile elektronischer Aktien besonders zum Tragen. Durch den Wegfall der Intermediäre werden Übertragungs- und Verwaltungskosten reduziert und wird die Verwaltung des Mitgliederbestands durch die Gesellschaft und die Rechtsausübung durch die Aktionäre erleichtert.³⁷ Eine zentrale Instanz bleibt zwar aus rechtlicher Sicht, weil das eWpG eine registerführende Stelle – bei Kryptowertpapierregistern den vom Emittenten Benannten oder sonst den Emittenten selbst (§ 16 Abs. 2 eWpG) – als Adressaten der gesetzlichen Pflichten und Haftungssubjekt (§ 7 eWpG) verlangt. Ein Kryptoregister kann aber tatsächlich dezentral geführt und die registerführende Stelle auf ihre Kontrollfunktion reduziert werden. Insbesondere können die Aktionäre mittels ihres private key selbst über ihre Aktien verfügen, ohne einen Intermediär einschalten und die damit verbundenen Verzögerungen und Kosten hinnehmen zu müssen. Elektronische Kryptoaktien in Einzeleintragung dürften daher das größte Innovationspotenzial bieten.³⁸ Sollen die elektronischen Aktien an der Börse gehandelt werden, muss allerdings eine Sammeleintragung erfolgen. Denn nur Zentralregisteraktien, die in ein durch eine Wertpapiersammelbank geführtes Register für eine Wertpapiersammelbank (sammel-)eingetragen werden, werden an das Effektingiro angebunden (§ 12 Abs. 3 eWpG) und dadurch börsenfähig (Art. 3 Abs. 2 CSD-VO (EU) Nr. 909/2014). Weil nur Zentralregisteraktien börsenfähig sind, dürfte die praktische Relevanz sammeleingetragener Kryptoaktien gering bleiben.³⁹

3. Arten elektronischer Aktien

Elektronische Aktien können, wie herkömmliche Aktien, als Namens- oder Inhaberaktien begeben werden. Das ZuFinG hat zu Recht keinen neuen Aktien-typus eingeführt, zumal auch das Unionsrecht in Art. 4 lit. f der Gesellschafts-

³⁶ Schulze/Neumann/Sopart, eWpG, 2023, § 17 Rn. 71; zur entsprechenden geldwäscherrechtlichen Verpflichtung (Fn. 48).

³⁷ Vgl. Guntermann (Fn. 22), 456 Rn. 31.

³⁸ Guntermann (Fn. 22), 452 Rn. 11; Topp (Fn. 11), 245; s. schon Zetzsche (Fn. 7), 1, 13: „digital[e] Individualisierung der Rechtsposition“ als Zweck eines Tokens.

³⁹ Reger/Langheld/Haagen (Fn. 22), 86; Eisenschmidt (Fn. 22), 830.

rechtsrichtlinie (EU) 2017/1132 maximal diese beiden Arten von Aktien vorsieht.⁴⁰ Der gesetzliche Regelfall sind die Namensaktien (§ 10 Abs. 1 S. 1 und 2 AktG); daran hat das ZuFinG nichts geändert.

a) *Elektronische Namensaktien*

Elektronische Namensaktien können als Zentralregister- oder als Kryptoaktien ausgegeben werden. Dies folgt aus § 1 Nr. 2 eWpG n.F., der – anders als die Vorschrift zu elektronischen Inhaberaktien in § 1 Nr. 3 eWpG n.F. – nicht auf die eine oder andere Registerform beschränkt ist. Und dies folgt nunmehr in begrüßenswerter Klarheit auch aus § 10 Abs. 6 AktG n.F., wonach die Verbriefung für alle in einem elektronischen Wertpapierregister – nach § 4 Abs. 1 eWpG also: in einem zentralen oder einem Kryptowertpapierregister – eingetragenen Aktien auszuschließen ist. Aus § 10 Abs. 6 AktG i.d.F. des Referentenentwurfs⁴¹ hätte man dagegen noch schließen können, dass Namensaktien nur als Kryptoaktien zulässig sein sollten, wengleich die Entwurfsbegründung auch damals schon Namensaktien beider Arten vorsah.⁴²

Zulässig ist die Einzeleintragung von Namensaktien ebenso wie deren Sammeleintragung, auch mit der Folge ihrer Erfassung im Effekten giro i.S.d. § 12 Abs. 3 eWpG und damit der Börsenfähigkeit von Zentralregister-Namensaktien. Schwierigkeiten bereitet allerdings die bei elektronischen Aktien fehlende Möglichkeit eines Blankoindossaments. Denn verbrieft Namensaktien, denen § 2 Abs. 2 eWpG die elektronischen Namensaktien in ihren Rechtswirkungen gleichstellt, können nur börsenfähig sammelverwahrt werden, wenn sie durch ein Blankoindossament vertretbar geworden sind (s. §§ 1 Abs. 1 S. 3, 5 Abs. 1 DepotG sowie B. XI (1) S. 4 AGB der Clearstream Banking AG). § 25 Abs. 3 S. 2 eWpG n.F. schließt aber eine Übertragung elektronischer Namensaktien durch Indossament aus. Ein Blankoindossament in der Form des WechselG – durch Unterschrift des Indossanten, Art. 13 Abs. 2 WechselG – ist bei einer elektronischen Aktie auch technisch nicht möglich. Und den naheliegenden Vorschlag aus dem Schrifttum, die Sammeleintragung eines Treuhänders – bzw. jetzt der Wertpapiersammelbank – als Fiktion eines Blankoindossaments zu regeln,⁴³ hat der Gesetzgeber nicht aufgegriffen. Indes betrifft § 25 Abs. 3 S. 2 eWpG n.F. kraft seiner systematischen Stellung nur elektronische Aktien in Einzeleintragung.⁴⁴

⁴⁰ Ebenso schon *Casper*, ZHR 187 (2023), 5, 36 f.

⁴¹ I.d.F. des RefE lautete § 10 Abs. 6 AktG:

„In der Satzung kann die Ausgabe von auf den Namen lautenden Aktien als elektronische Aktien, die in ein Kryptowertpapierregister gemäß § 16 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere eingetragen werden, zugelassen werden. Die Verbriefung ist in diesem Fall auszuschließen.“

⁴² Begr. RefE ZuFinG, 1, 55.

⁴³ *Guntermann* (Fn. 22), 455 Rn. 26; *Topp* (Fn. 11), 192, 197; mit konkretem Formulierungsvorschlag *Casper*, AG 2022, 714, 723 Rn. 40.

⁴⁴ *Guntermann*, AG 2023, 426, 433 f. Rn. 35.

Zudem lässt sich aus der gesetzgeberischen Entscheidung, zu Namensaktien in § 12 Abs. 3 eWpG nichts Gesondertes zu regeln, schließen, dass auch diese im Effektingiro erfasst werden können. Sammeleingetragene Namensaktien sind daher als vertretbare Wertpapiere i.S.d. Depotgesetzes anzusehen.⁴⁵ Eine gesetzgeberische Klarstellung im eWpG wäre dennoch wünschenswert.

b) Elektronische Inhaberaktien

Inhaberaktien sind nach §§ 1 Nr. 3 eWpG n.F., 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 AktG n.F. nur als Zentralregisterwertpapiere zugelassen, ebenfalls in Sammel- oder in Einzeleintragung (§ 8 Abs. 1 eWpG). Die Einzeleintragung von Inhaberaktien findet bei verbrieften Aktien keine Entsprechung; die Sonderverwahrung von Inhaberaktien ist vielmehr seit der Aktienrechtsnovelle 2016⁴⁶ nach § 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 und 2 AktG ausgeschlossen. Diese restriktive Zulassung verbrieftter Inhaberaktien, nämlich nur sammelverwahrter Inhaberaktien, soll Geldwäsche verhindern. Die Sammelverwahrung einer Globalurkunde, wie sie in § 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 und Nr. 2 AktG vorgesehen ist, bei einer der dort genannten, der BaFin-Aufsicht unterliegenden Verwahrstellen begründet eine Verwahrkette über die Intermediäre und gewährleistet damit eine Ermittlungsspur für die Verfolgung von Geldwäsche.⁴⁷ Diese endet i.d.R. bei der Depotbank des Aktionärs, die als Kreditinstitut (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 KWG) die Identität ihrer Vertragspartner ermitteln muss (§§ 2 Abs. 1 Nr. 1, 11 GwG), über die sich also die Aktionäre ermitteln lassen. Eine solche Intermediärskette ist bei elektronischen Inhaberaktien nach § 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 AktG n.F. nunmehr nicht erforderlich. Zulässigkeitsvoraussetzung für elektronische Inhaberaktien ist, wie gesagt, stattdessen, dass die elektronische Inhaberaktie in ein Zentralregister eingetragen, das Register also zentral von der Clearstream Banking AG oder einer Depotbank geführt wird (§§ 12 Abs. 2, 4 Abs. 6 eWpG).

Diese Zulassung elektronischer Zentralregister-Inhaberaktien, auch in Einzeleintragung, ist teleologisch richtig. Im Falle einer Sammeleintragung ist auch hier die Wertpapiersammelbank oder Depotbank als Intermediär vorhanden, der, im Falle der Depotbank, als Kreditinstitut (nochmals: § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5⁴⁸ KWG) die Identität seiner Vertragspartner selbst ermitteln muss oder über den sich, im Falle der Wertpapiersammelbank, die weiteren Intermediäre und damit, vermittelt durch die Ermittlungspflicht des Letztintermediärs, die Aktionäre identifizieren lassen. Im Falle einer Einzeleintragung wiederum sind die Registereintragung für Verfügungen konstitutiv (§ 25 Abs. 1 S. 2 eWpG; dazu noch unten III.) und die Aktionäre – die gegenwärtigen wie auch die früheren – daher

⁴⁵ Offen gelassen bei *Möslein* (in diesem Band), unter III. 4.

⁴⁶ Gesetz v. 22.12.2015, BGBl. I, 2565 ff.

⁴⁷ Dazu näher Begr. RegE Aktienrechtsnovelle 2016, BT-Drucks. 18/4349, 15 ff.

⁴⁸ Zur Verwahrung (auch) elektronischer Wertpapiere als Ausprägung des Depotgeschäfts Begr. RegE eWpG, BT-Drucks. 19/26925, 74.

jedenfalls mit ihrem Pseudonym unmittelbar aus dem Register ersichtlich. Weil die das Zentralregister führende Wertpapiersammelbank oder Depotbank als Kreditinstitut (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 oder 6 KWG) und damit geldwäscherechtlich Verpflichtete wiederum die Identität der im Register Eingetragenen, ihrer Vertragspartner,⁴⁹ kennen muss (nochmals: § 11 GwG), gibt es erneut eine hinreichende Ermittlungsspur für die Verfolgung von Geldwäsche.

Teleologisch nicht richtig ist dagegen die Nicht-Zulassung von Krypto-Inhaberaktien. Die „geldwäscherechtliche[n] Fragen“, mit denen der Gesetzgeber diese Grenzziehung begründet,⁵⁰ tragen den Ausschluss solcher Inhaberaktien nicht. Zum einen sieht § 17 Abs. 1 Nr. 5 eWpG die Sammeleintragung von Kryptowertpapieren und damit die Eintragung von Intermediären (s. § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG) ausdrücklich vor, wenngleich damit die Vorteile der dezentralen Registerführung verlorengehen.⁵¹ Bei Krypto-Inhaberaktien in Sammeleintragung sind die Intermediäre dieselben wie bei sammeleingetragenen Zentralregister-Inhaberaktien (s., ohne Unterscheidung, § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG), lassen sich die Aktionäre also ebenso über die Intermediäre nachvollziehen wie soeben zu den sammeleingetragenen Zentralregister-Inhaberaktien ausgeführt.⁵² Und bei Krypto-Inhaberaktien in Einzeleintragung sind die Aktionäre, ebenso wie bei Zentralregister-Inhaberaktien, mit ihrem Pseudonym unmittelbar aus dem Register ersichtlich.⁵³ Weil auch reine Kryptowertpapierregisterführer Finanzdienstleistungen i.S.d. KWG erbringen, d.h. den Verpflichtungen des Geldwäschegesetzes unterfallen (§ 2 Abs. 1 Nr. 2 GwG i.V.m. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG) und somit ebenso wie Zentralregisterführer verpflichtet sind, die Identität der Registerteilnehmer festzustellen (wiederum: § 11 GwG⁵⁴), lassen sich die Pseudonyme im Falle geldwäscherechtlicher Ermittlungen ebenso den Klarnamen der Aktionäre zuordnen wie bei einem Zentralregister.⁵⁵ Mit geldwäscherechtlichen Erwägungen lässt sich die Unterscheidung zwischen Zentralregister-

⁴⁹ Für eine Einordnung der (im Wertpapierregister einzeleingetragenen) Inhaber als Vertragspartner der registerführenden Stelle zu Recht *Müller/Pieper/Pieper*, eWpG, 2022, § 4 Rn. 19; a.A. *Maume*, BKR 2023, 282, 285. Sieht man die im Register Eingetragenen nicht als Vertragspartner der registerführenden Stelle an, so ergibt sich deren Pflicht, die Identität der Eingetragenen festzustellen, jedenfalls aus § 4 KryptoWTransferV.

⁵⁰ Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 63.

⁵¹ *Poelzig/von Zehmen*, RDt 2022, 333, 340 Rn. 42.

⁵² Für die Zulassung sammeleingetragener Krypto-Inhaberaktien deswegen auch *Casper* (Fn. 40), 5, 39; ders., ZRP 2023, 105, 106; *Eisenschmidt* (Fn. 22), 830; a.A. *Topp* (Fn. 11), 174 wegen Fehlens eines einheitlichen Buchungssystems.

⁵³ *Eisenschmidt* (Fn. 22), 830.

⁵⁴ S. dazu die Hinweise soeben (Fn. 49).

⁵⁵ Zu eng daher – Wegfall der geldwäscherechtlichen Bedenken nur bei namentlicher Benennung des Inhabers im Kryptowertpapierregister – *Casper* (Fn. 40), 5, 39 f. und *Casper*, ZRP 2023, 105, 106 (s. dagegen unten IV. 2. und 3. zur Richtigkeit der gesetzgeberischen Entscheidung, in Kryptowertpapierregistern die Verwendung von Kennungen zu verlangen); a.A. auch *Guntermann* (Fn. 44), 431 Rn. 24.

und Kryptowertpapieren bei der Zulassung von Inhaberaktien somit nicht begründen.⁵⁶

Die Begründung des Regierungsentwurfs führt die „geldwäscherechtliche[n] Fragen“, die den Ausschluss von Krypto-Inhaberaktien bedingen sollen, selbst nicht näher aus, sondern verweist auf die Risikoeinschätzung der Financial Action Task Force (FATF) und die laufenden Verhandlungen über eine EU-Geldwäscheverordnung sowie den dort enthaltenen Regelungsvorschlag zu Inhaberaktien.⁵⁷ Der Vorschlag für eine EU-Geldwäscheverordnung (COM(2021) 420) sieht in Art. 58 Abs. 3, zu dem Rat und Parlament keine Änderungsvorschläge unterbreitet haben,⁵⁸ in der Tat ein Verbot der Neuausgabe von Inhaberaktien vor. Bereits ausgegebene Inhaberaktien sollen binnen zwei Jahren nach Geltungsbeginn der Verordnung in Namensaktien umgewandelt werden müssen. Eine Ausnahme gilt nur für Unternehmen, deren Wertpapiere an einem geregelten Markt notiert sind oder deren Aktien als intermediär verwahrte Wertpapiere ausgegeben werden. Diese Unternehmen sollen Inhaberaktien „beibehalten“ (so Art. 58 Abs. 3 des Verordnungsvorschlags) und nach der Begründung des Vorschlags⁵⁹ wohl auch neu ausgeben dürfen. Die Parallelen dieser Ausnahmeregelung zu § 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 und 2 AktG a.F. liegen auf der Hand.

Nach der Teleologie des Verordnungsvorschlags müssten indes gerade Krypto-Inhaberaktien zugelassen werden. Das Regelungsziel, das der EU-Verordnungsvorschlag mit dem grundsätzlichen Verbot von Inhaberaktien verfolgt, ist dasselbe wie das des § 10 Abs. 1 S. 2 AktG, also die Eindämmung ihres Missbrauchs zum Zwecke der Geldwäsche oder Terrorismusfinanzierung unter Ausnutzung der mit Inhaberinstrumenten verbundenen Anonymität (s. Art. 1 lit. c und Erw.Gr. 92 des Vorschlags; zum Anonymitätsproblem bei Kryptowerten auch Erw.Gr. 93). Eine solche Anonymität besteht, wie für den teleologisch parallelen § 10 Abs. 1 S. 2 AktG soeben gezeigt, bei Krypto-Inhaberaktien weder im Falle der Sammel- noch im Falle der Einzeleintragung. Die Prozesse laufen auch bei dezentraler Registerführung nicht anonym, sondern nur pseudonym ab.

Aus der Beschränkung elektronischer Inhaberaktien auf Zentralregisterwertpapiere spricht daher wohl auch das eingangs schon erwähnte Misstrauen gegenüber der Krypto- und insbesondere der Blockchain-Technologie, deren Rechtsrahmen das ZuFinG doch weiterentwickeln soll.⁶⁰ Auch bei einem Kryptowert-

⁵⁶ Ebenso *Topp* (Fn. 11), 176, 178.

⁵⁷ Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 63; deswegen gegen eine Zulassung auch von Krypto-Inhaberaktien in Einzeleintragung *Guntermann* (Fn. 44), 431 Rn. 25.

⁵⁸ S. Zeile 684 der Übersicht über die Ausgangspositionen von Kommission, Rat und Parlament v. 15.5.2023 (2021/0239(COD)) zur Eröffnung des Trilogverfahrens.

⁵⁹ COM(2021) 420, dort unter 5., „Maßnahmen zur Minderung des Risikos des Missbrauchs von Inhaberinstrumenten“. Aus Art. 58 Abs. 3 des Regelungsvorschlags und dem diesen erläuternden Erw.Gr. 92 geht die Zulässigkeit einer Neuausgabe von Inhaberaktien dagegen nicht hervor.

⁶⁰ S. nochmals Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 62.

papierregister existiert indes, trotz seiner Dezentralität, eine registerführende Stelle (s. § 16 Abs. 2 eWpG), die als Finanzdienstleisterin der BaFin-Aufsicht unterliegt (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8, Abs. 1b i.V.m. § 6 KWG) und bei der die Gesetzeskonformität ihres Handelns überprüft wird. Rechtfertigen ließe sich die Beschränkung allenfalls mit einem weiteren Anliegen des ZuFinG, nämlich mit dem Anliegen, die Namensaktie als international vorherrschendes Modell weiter zu stärken, indem man für sie einen größeren technologischen Gestaltungsspielraum eröffnet.⁶¹ Auch die Wiederzulassung von Mehrstimmrechten nur bei Namensaktien durch § 135a AktG n.F. stärkt diesen Aktientypus. Aus Gründen der Technologieoffenheit vorzugswürdig wäre dennoch eine Zulassung auch von Krypto-Inhaberaktien.⁶²

Auf gesellschaftsrechtliche Probleme bei der Einführung von Krypto-Inhaberaktien wird der Ausschluss von Krypto-Inhaberaktien, anders als noch in der Begründung des Referentenentwurfs,⁶³ übrigens nicht mehr gestützt; das Argument ließe sich, wie im Schrifttum wiederholt angemerkt,⁶⁴ auch nicht halten (dazu noch unter V.).

4. Ausgabe elektronischer Aktien

Die Ausgabe elektronischer Aktien setzt voraus, dass die Satzung die Verbriefung der Aktien ausschließt (§ 10 Abs. 6 S. 1 AktG n.F.); ausgeschlossen ist damit insbesondere auch der Anspruch auf Globalverbriefung.⁶⁵ Die Wahl zwischen verbrieften und elektronischen Aktien treffen somit die Aktionäre. Sollen Kryptoaktien ausgegeben werden, so muss die Satzung die Eintragung der Aktien in ein Kryptowertpapierregister ausdrücklich zulassen (§ 10 Abs. 6 S. 2 AktG n.F.). Zur Begründung führt der Regierungsentwurf an, dass „die neuen Technologien [...] zumindest derzeit vielen Menschen noch nicht hinreichend vertraut [sind] und [...] ggf. Vorbehalte gegenüber Kryptoaktien bestehen [könnten]“.⁶⁶ Auch hier nähert sich der Gesetzgeber den Kryptoaktien also mit Vorsicht.

Aktien einer Gesellschaft können teilweise als verbrieft und teilweise als registereingetragene Aktien ausgegeben werden,⁶⁷ unabhängig davon, wie zweckmäßig ein solches Vorgehen ist.⁶⁸ Weil elektronische Aktien, vorbehaltlich abweichender Regelungen in der Satzung, dieselben Mitgliedschaftsrechte und

⁶¹ Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 119.

⁶² Immerhin grds. aufgeschlossen – „soll [...] zu einem späteren Zeitpunkt diskutiert werden“, nämlich nach Abschluss der Verhandlungen zur EU-Geldwäscheverordnung – Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 119.

⁶³ Begr. RefE ZuFinG, 55, 92 mit Bezug auf die Aktionärskommunikation, die Stimmrechtsausübung und die Dividendenauskehr.

⁶⁴ S. die Nachw. oben (Fn. 22).

⁶⁵ Guntermann (Fn. 44), 428 Rn. 12.

⁶⁶ Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 119.

⁶⁷ Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 141.

⁶⁸ Skeptisch *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2154.

-pflichten begründen wie verbriefte Aktien, begründet die Ausgabe von elektronischen neben verbrieften Aktien auch keine Ungleichbehandlung i.S.d. § 53a AktG,⁶⁹ erfordert also nicht die gesonderte Zustimmung bestimmter Aktionärsgruppen.⁷⁰ Verbrieft und elektronische Aktien, die mit denselben Rechten versehen sind, bilden eine einheitliche Gattung (§ 11 S. 2 AktG).⁷¹

Elektronische Aktien können im Zuge der Gesellschaftsgründung ausgegeben werden oder im Zuge einer Kapitalerhöhung. Nach § 13 S. 4 AktG n.F. ist eine Unterzeichnung bei elektronischen Aktien nicht erforderlich, weil die Fälschungssicherheit schon durch die Eintragung ins elektronische Register gewährleistet ist.⁷² Auch nach Inkrafttreten des ZuFinG unverändert gilt dagegen § 185 AktG, der bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen für die Zeichnung der neuen Aktien ein Schriftformerfordernis i.S.d. § 126 BGB aufstellt, also eine Erklärung auf Papier samt eigenhändiger Unterschrift verlangt. Ein Verstoß gegen das Formerfordernis führt nach § 125 BGB zur Nichtigkeit der Zeichnung; überwiegend hält man aber eine Heilung analog § 185 Abs. 3 AktG für möglich.⁷³ Diesen gesetzlich vorgesehenen Medienbruch bei der Ausgabe elektronischer Aktien im Zuge einer solchen Kapitalerhöhung hat das Schrifttum zu Recht gerügt.⁷⁴ Immerhin kann nach § 126 Abs. 3 BGB auch die elektronische Form gewählt werden.⁷⁵ In jedem Fall erfordert die Aktienaussgabe eine notarielle Beteiligung, weil die Satzung (§ 23 Abs. 1 AktG) bzw. die Satzungsänderung (z.B. §§ 182 Abs. 1, 130 Abs. 1 AktG) notariell beurkundet werden muss. Die Beurkundung wiederum kann, anders als bei der Gründung einer GmbH (§ 2 Abs. 3 GmbHG), nicht im Wege der Videokommunikation und mittels elektronischer Signaturen erfolgen, sondern setzt die physische Präsenz der Gründer und des Notars am selben Ort voraus. Die Beibehaltung der notariellen Form verdient Zustimmung. Gerade bei Kryptoaktien sind wegen der dezentralen Registerführung Fehler im Nachhinein nur mühsam zu korrigieren und ist eine Präventivkontrolle daher besonders dringlich.⁷⁶ Die in Umsetzung von Art. 13g der Digitalisierungs-Richtlinie (EU) 2019/151 nur für die GmbH eingeführte Möglichkeit der Online-Gründung sollte allerdings de lege ferenda durchaus auf Aktienge-

⁶⁹ *Maumel/Fromberger* (Fn. 22), 524 f.; *Maume*, BKR 2023, 282, 284.

⁷⁰ Zum Erfordernis der Zustimmung der nachteilig Betroffenen zu Abweichungen vom Gleichbehandlungsgrundsatz *Lübke*, *Privatautonome Verhaltensvorgaben für Gesellschafter-Erben*, 2022, 350.

⁷¹ *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2153.

⁷² Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 122; aus diesem Grund schon vor Inkrafttreten des ZuFinG für eine teleologische Reduktion von § 13 AktG *Maumel/Fromberger* (Fn. 22), 524.

⁷³ *Koch* (Fn. 28), § 185 Rn. 21; *MüKoAktG/Schürnbrand/Verse*, 5. Aufl. 2021, § 185 Rn. 78 m.w.N.; a.A. – keine Heilung – z.B. *BeckOGK AktG/Servatius*, Stand: 1.10.2022, § 185 Rn. 42.

⁷⁴ *Casper* (Fn. 40), 5, 45.

⁷⁵ *Koch* (Fn. 28), § 185 Rn. 7.

⁷⁶ *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2161.

sellschaften erstreckt werden, jedenfalls wenn sie nur elektronische Aktien ausgeben.

Ein Emittent kann auch bereits ausgegebene verbrieftete Aktien durch elektronische Aktien ersetzen, wenn die Satzung dahingehend geändert wird, dass eine Verbriefung nunmehr ausgeschlossen ist, und der betroffene Aktionär der Ersetzung ausdrücklich zustimmt (§ 6 Abs. 4, 5 S. 2 eWpG n.F.). Ohne die Zustimmung des Aktionärs ist eine Ersetzung nur zulässig, wenn die – vor oder nach Inkrafttreten des ZuFinG ausgegebenen (s. § 33 S. 1 eWpG n.F.) – bisherigen Aktien in einer Globalurkunde verbrieft oder sammelverwahrt sind, wenn sie durch neue Zentralregisteraktien ersetzt werden, die in ein durch eine Wertpapiersammelbank geführtes Register eingetragen werden und als deren Inhaberin eine Wertpapiersammelbank eingetragen wird – die also börsenmäßig handelbar sind (s. nochmals § 12 Abs. 3 eWpG und Art. 3 Abs. 2 CSD-VO (EU) Nr. 909/2014⁷⁷) –, und wenn die Satzung die Ersetzung nicht ausschließt oder von der Zustimmung des Aktionärs abhängig macht (§ 6 Abs. 3, 5 S. 2 eWpG n.F.). Ohne Zustimmung aller betroffenen Aktionäre können also nur herkömmliche sammelverwahrte Aktien in börsenfähige elektronische Aktien umgetauscht werden. Damit wird Bedenken mit Blick auf das Delisting, das mit einem Umtausch börsennotierter herkömmlicher Aktien in – nicht börsenfähige – Aktien, insbesondere Kryptoaktien, einherginge, Rechnung getragen.⁷⁸

III. Änderung der Berechtigung an elektronischen Aktien

Neben der Zulassung elektronischer Aktien und der Regelung ihrer Ausgabevoraussetzungen waren durch das ZuFinG Änderungen der Berechtigung an elektronischen Aktien zu regeln, insbesondere Verfügungen. Denn eine Verfügung über – in der Regel sammelverwahrte – verbrieftete Aktien erfolgt meist auf sachenrechtlichem Wege (unten 2.) und die hierfür entwickelten Grundsätze hätten sich ohne ein gesetzgeberisches Eingreifen nicht auf elektronische Aktien übertragen lassen. Auch das Ziel, Intermediäre durch die Einzeleintragung elektronischer Aktien entbehrlich zu machen, erfordert einen gegenüber verbrieften Aktien neuen Übertragungsmodus, der auch ohne die Einschaltung von Intermediären eine rechtssichere dingliche Zuordnung elektronischer Aktien sicherstellt (sogleich 1.).

Diesen Regelungsauftrag hat der Gesetzgeber im Wesentlichen schon dadurch erfüllt, dass er den Anwendungsbereich des eWpG in § 1 Nr. 2 und 3 eWpG n.F. auf elektronische Aktien ausgeweitet hat. Damit sind elektronische Aktien in Einzeleintragung den besonderen Verfügungsregelungen in §§ 24 ff. eWpG unter-

⁷⁷ Dazu schon o. II. 2.

⁷⁸ Zu dieser Problematik *Maumel/Fromberger* (Fn. 22), 535 f.; das Zustimmungserfordernis ablehnend indes *Guntermann* (Fn. 44), 428 Rn. 13.

stellt. Für elektronische Aktien in Sammeleintragung gelten die sachenrechtlichen Fiktionen in §§ 2 Abs. 3, 9 Abs. 1 eWpG. Dadurch lässt sich der sachenrechtliche Übertragungsmodus, wie er für verbrieftete Aktien entwickelt worden ist, auf elektronische Aktien übertragen.⁷⁹ Der grundlegende Unterschied ist somit die Art der Eintragung.

1. Elektronische Aktien in Einzeleintragung

a) Übertragung

Nach §§ 24 Nr. 1, 25 Abs. 1 eWpG setzt die „Übereignung“ eines elektronischen Wertpapiers in Einzeleintragung, nunmehr also auch einer elektronischen Aktie, die Einigung des Berechtigten und des Erwerbers über den „Eigentums“-Übergang und die Umtragung des Wertpapiers auf den Erwerber auf Weisung des Berechtigten im elektronischen Register voraus.⁸⁰ Die Übertragung erfolgt damit in jedem Fall innerhalb des Registers, d.h. „on chain“. Dies gilt für Inhaber- wie für Namensaktien. Eine Übertragung durch Indossament, wie sie bei verbrieften Namensaktien nach § 68 Abs. 1 AktG möglich ist, schließt § 25 Abs. 3 S. 2 eWpG n.F., wie bereits erwähnt (oben II. 3. a)), aus. Damit wird die Übertragung von Namensaktien derjenigen von Inhaberaktien in vollem Umfang angeglichen. Ausgeschlossen ist auch die Übertragung elektronischer Aktien durch die bloße Einigung der Beteiligten, wie sie bei verbrieften Wertpapieren möglich ist.⁸¹ §§ 24, 25 eWpG verlangen für Inhaber- wie für Namensaktien eine konstitutive Umtragung im Register. Diese ist zugleich Grundlage für einen gutgläubigen Erwerb, den § 26 eWpG ausdrücklich vorsieht. Der neu eingefügte § 25 Abs. 3 S. 1 eWpG schreibt zudem folgerichtig vor, dass die Umtragung vinkulierter Namensaktien erst erfolgen darf, wenn die für die Übertragung erforderliche Zustimmung der Gesellschaft vorliegt, was durch eine entsprechende Programmierung auch technisch abgesichert werden sollte.⁸² Denn andernfalls könnte der ohne Zustimmung Eingetragene, obgleich noch nicht Aktionär,⁸³ die Aktie an einen gutgläubigen Erwerber wirksam weiterübertragen (§ 26 eWpG). Diese Übertragungsregeln werden den Anforderungen der Praxis gerecht. Auch Verfügungen über ein Recht aus einem elektronischen Wertpapier in Einzeleintra-

⁷⁹ Zum weiteren Zweck, einen umfassenden Eigentumsschutz insbesondere bei Insolvenz und Zwangsvollstreckung zu gewährleisten, Begr. RegE eWpG, BT-Drucks. 19/26925, 29.

⁸⁰ Zur Vereinbarkeit mit dem aktienrechtlichen Grundsatz der freien Übertragbarkeit der Mitgliedschaft Topp (Fn. 11), 185 ff.; ähnlich, aber ohne Übernahme der sachenrechtlichen Begrifflichkeiten (vielmehr: „Verfügungsgewalt“ und „Verfügungsberechtigung“ statt „Besitz und Eigentum“) Art. 5 ff. des liechtensteinischen TVTG, dazu *Damjanovic/Pfurtscheller/Raschauer*, ZEuP 2021, 397, 408 ff.

⁸¹ Zu dieser Übertragung verbriefteter Namensaktien BeckOGK AktG/Cahn, Stand: 1.7.2023, § 68 Rn. 24 m.w.N.

⁸² S. schon den Vorschlag von *Maumel/Fromberger* (Fn. 22), 548.

⁸³ Zur schwebenden Unwirksamkeit der Verfügung über eine vinkulierte Namensaktie bis zur Erteilung der Zustimmung BeckOGK AktG/Cahn, Stand: 1.7.2023, § 68 Rn. 71.

gung erfordern eine konstitutive Umtragung im Wertpapierregister (§ 24 Nr. 2 eWpG). Das gilt beispielsweise für die Abtretung von Dividendenansprüchen,⁸⁴ die bei herkömmlichen Aktien formlos möglich ist.

Die Übertragungsvoraussetzungen in § 25 Abs. 1 eWpG sind damit inhaltlich diejenigen, wie sie in der Schweiz für die Übertragung reiner Wertrechte gelten.⁸⁵ Allerdings legt § 25 eWpG eine sachenrechtliche Terminologie zugrunde, die an § 2 Abs. 3 eWpG anknüpft. Danach gilt ein elektronisches Wertpapier als Sache i.S.d. § 90 BGB und ist somit i.S.d. § 903 BGB eigentumsfähig. Für diese Beibehaltung des sachenrechtlichen Konzepts eines – nun freilich papierlosen – Wertpapiers und gegen die Einführung echter Wertrechte hat sich der Gesetzgeber gegen zahlreiche Stimmen im Schrifttum⁸⁶ schon beim Erlass des eWpG im Jahre 2021 entschieden und die Diskussion über eine Änderung des Übertragungsmodus bis zu einer grundlegenden Reform des Wertpapier- und Depotrechts vertagt. Das ZuFinG ändert hieran nichts.

b) Sonstige Änderungen der Berechtigung

Konstitutiv ist die Umtragung der Aktie auf den neuen Berechtigten nur bei Verfügungen, also rechtsgeschäftlichen Änderungen. Dingliche Rechtsänderungen außerhalb des Wertpapierregisters bleiben möglich, wenn sie nicht im Wege der Verfügung eintreten, wie etwa bei der Zwangseinziehung von Aktien im Zuge einer Kapitalherabsetzung oder beim Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out).⁸⁷ Durch eine Einziehung gehen die Mitgliedschaftsrechte unter. Eine Aktienurkunde verkörpert dann nur noch den Anspruch des ehemaligen Aktionärs auf die Zahlung des Einziehungsentgelts.⁸⁸ Für eine elektronische Aktie, die einer verbrieften Aktie künftig gleichgestellt ist (§ 2 Abs. 2 eWpG), muss Entsprechendes gelten, kann die Registereintragung also ebenfalls nur noch diesen Anspruch abbilden. Aus dem Wertpapierregister, das auch eine genaue Beschreibung der Aktie enthält (§§ 13 Abs. 1 Nr. 1 und 8, 17 Abs. 1 Nr. 1 und 8 eWpG n.F.), geht die Inhaltsänderung aber zunächst einmal nicht hervor. Ein Squeeze-out wiederum hat zur Folge, dass die Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär übergehen und etwaige Aktienurkunden nur noch den Abfindungsanspruch verbrieften (§ 327e Abs. 3 AktG). Auch bei elektronischen Aktien ändert sich dann zum einen die Person des Aktionärs und zum anderen, wiederum in Parallele zu den verbrieften Aktien, der Inhalt des weiterhin für den

⁸⁴ Hierzu bereits *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 22), 90 Rn. 29.

⁸⁵ Dazu *Zellweger-Gutknecht/Monnerat*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.) (Fn. 17), 7, 26 ff.

⁸⁶ Für die Loslösung des Wertpapierrechts vom Sachenrecht und die Einführung reiner Wertrechte schon vor Erlass des eWpG *Zahn/Kock*, WM 1999, 1955, 1960 ff.; *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678 ff., 1684; für kleine Aktiengesellschaften *Noack*, in: FS Herbert Wiedemann, 2002, 1141, 1148 ff.; ausführlich *Segna*, *Bucheffekten*, 2018, passim.

⁸⁷ Hierzu bereits *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 22), 90 Rn. 30.

⁸⁸ *Koch* (Fn. 28), § 238 Rn. 5.

bisherigen Aktionär eingetragenen Rechts, ohne dass dies aus dem Wertpapierregister hervorgeht.

Weil die fortbestehende Registereintragung des bisherigen Aktionärs einen Gutgläubenserwerb mit dem Inhalt des unverändert eingetragenen Rechts, also den gutgläubigen Erwerb der nach einer Einziehung nicht mehr bestehenden bzw. nach einem Squeeze-out nicht mehr dem Eingetragenen zustehenden Aktionärsstellung, ermöglicht (§ 26 S. 1 eWpG), muss in solchen Fällen eine zügige Berichtigung der Registereintragung erfolgen. Eine Änderung des eingetragenen Rechtsinhalts setzt nach § 14 Abs. 1 bzw. § 18 Abs. 1 eWpG jedoch eine Weisung entweder des Inhabers oder einer berechtigten Person oder Stelle voraus, wobei die Berechtigung z.B. aus dem Gesetz oder aus einer gerichtlichen Entscheidung folgen kann. Weisungsberechtigt ist somit in erster Linie der noch im Register eingetragene ehemalige Aktionär. Der neue Berechtigte hat auch einen Anspruch gegen den Eingetragenen auf Mitwirkung an der Berichtigung der Eintragung, also auf Erteilung der entsprechenden Weisung. Ein solcher Registerberichtigungsanspruch⁸⁹ lässt sich, nimmt man die Sachfiktion des § 2 Abs. 3 eWpG ernst, de lege lata⁹⁰ möglicherweise auf § 985 BGB (analog) stützen, jedenfalls aber auf § 1004 BGB und im Einzelfall auch auf § 812 Abs. 1 S. 1 Fall 2 BGB. Er muss aber, wenn der Eingetragene nicht kooperiert, gerichtlich durchgesetzt werden. Es tritt also eine Verzögerung ein, die angesichts der Schnelligkeit möglicher Transaktionen, insbesondere bei Kryptoaktien, einen zu großen Spielraum für den gutgläubigen Erwerb eröffnet. Aus demselben Grund ist auch ein Weisungsrecht des Registergerichts, das man bei extensiver Auslegung aus dessen Zuständigkeit für die Eintragung z.B. der Kapitalherabsetzung oder des Squeeze-out ins Handelsregister (§§ 237 Abs. 4 S. 5, 239 Abs. 1 S. 1, 327e AktG) ableiten mag,⁹¹ jedenfalls derzeit noch kein hinreichendes Sicherungsmittel. Denn selbst bei pflichtgemäßer Aufgabenwahrnehmung kann es hier, solange solche Weisungen nicht vollständig automatisiert erfolgen, zu Verzögerungen kommen. Im Falle der Zwangseinziehung kommt hinzu, dass sie nicht notwendig mit einer Handelsregistereintragung wirksam wird⁹² und sich eine automatische Weisung des Registergerichts daher auch nicht realisieren ließe.

Interessengerecht wäre es daher, in den genannten Beispielfällen der Emitentin selbst, also der jeweiligen Aktiengesellschaft, ein Weisungsrecht gegenüber

⁸⁹ Vgl. zum „Blockchainberichtigungsanspruch“ bei Kryptoaktien *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2160.

⁹⁰ De lege ferenda wäre, als Teil einer Lösung des Rechts der (elektronischen) Wertpapiere aus der sachenrechtlichen Dogmatik (dazu sogleich 2.), eine Sonderregelung in Anlehnung an § 894 BGB vorzugswürdig; hierfür schon *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2160.

⁹¹ So *Reger* (in diesem Band), unter VI. 1. b); der Gesetzgeber hat ein Weisungsrecht des Handelsregisters nicht in Erwägung gezogen, s. Begr. RegE eWpG, BT-Drucks. 19/26925, 58 und Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 142 f.

⁹² Die Eintragung nach § 237 Abs. 4 S. 5 AktG führt nach § 238 S. 1 AktG nur zum Wirksamwerden der Kapitalherabsetzung, wenn sie der Einziehung nachfolgt. Die Eintragung nach § 239 Abs. 1 S. 1 ist deklaratorisch (s. nur *Koch* (Fn. 28), § 239 Abs. 1).

der registerführenden Stelle einzuräumen – auch im Falle von Aktienurkunden kann die Gesellschaft tätig werden, nämlich diese mit Genehmigung des Gerichts nach § 73 AktG für kraftlos erklären.⁹³ Dieses Weisungsrecht der Emittentin müsste noch gesetzlich verankert werden. Denn aus § 30b eWpG n.F., der für den Ausschluss säumiger Aktionäre aufgrund einer Kaduzierungsentscheidung des Vorstands ein Weisungsrecht des Emittenten ausdrücklich vorsieht, folgt im Umkehrschluss, dass dem Emittenten in den anderen Fällen gesellschaftsinterner Rechtsänderungen gerade kein Weisungsrecht zukommt.

2. Elektronische Aktien in Sammeleintragung

Für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung, nunmehr also auch für elektronische Aktien in Sammeleintragung, enthält das eWpG keine Übertragungsregelungen. Sammeleingetragene Aktien werden daher nach den allgemeinen, für verbrieft Wertpapiere entwickelten Regeln übertragen, entweder durch Abtretung (§§ 413, 398 BGB) oder durch die Übertragung des Miteigentumsanteils am elektronischen Wertpapier, den § 9 Abs. 1 S. 2 eWpG fingiert, nach den §§ 929 ff. BGB.⁹⁴ Die Übertragung erfolgt in beiden Fällen außerhalb des Wertpapierregisters; die zweite, sachenrechtliche Variante ermöglicht dennoch einen gutgläubigen Erwerb.⁹⁵

Damit setzen sich indes auch alle dogmatischen Schwierigkeiten, die schon bei der wertpapierrechtlichen Übertragung verbrieft Aktien in Sammelverwahrung auftreten, bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung fort. Für verbrieft Aktien nimmt die wohl überwiegende Auffassung an, dass der Miteigentumsanteil am Sammelbestand bzw. der ihm gleichgestellten Globalurkunde (s. §§ 6 Abs. 1, 9a Abs. 2 DepotG) durch Einigung und Übergabe im Wege des Geheißerwerbs nach § 929 S. 1 BGB übertragen wird.⁹⁶ Auf Weisung des Veräußerers bucht die Wertpapiersammelbank die betreffenden Wertpapiere bzw. den Anteil an der Globalurkunde auf die Depotbank des Erwerbers um und stellt damit das (mehrstufige) Besitzmittlungsverhältnis auf den Erwerber um.⁹⁷ Ob und wie sich

⁹³ So die h.L. im Falle der Zwangseinziehung, z.B. BeckOGK AktG/*Marsch-Barner/Maul*, Stand: 1.1.2023, § 238 Rn. 5; *Koch* (Fn. 28), § 238 Rn. 5; MüKoAktG/*Oechsler*, 5. Aufl. 2021, § 238 Rn. 8; auch für den Fall eines Squeeze-out *König*, NZG 2006, 606 ff.; *Weppner/Groß-Bölting*, BB 2012, 2196, 2201; MünchHdb. GesR IV/*Austmann*, § 75 Rn. 94 (nach Abfindungszahlung); a.A. zum Squeeze-out – nur Herausgabe – indes die wohl h.L., z.B. BeckOGK AktG/*Singhof*, Stand: 1.7.2023, § 327e Rn. 14; *Koch* (Fn. 28), § 327e Rn. 4 i.V.m. § 320a Rn 3.

⁹⁴ *Topp* (Fn. 11), 182 f., 197 f.; zur sachenrechtlichen Übertragung *Casper/Richter*, ZBB 2022, 65, 73 f.

⁹⁵ A.A. – Übertragung allein durch dingliche Einigung, dennoch mit der Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs – *Omlor*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.) (Fn. 17), 137, 154 f.

⁹⁶ BGHZ 160, 121 ff. = NJW 2004, 3340, 3341; *Mentz/Fröhlich*, NZG 2002, 201, 206 f.; *Eder*, NZG 2004, 107, 111 f.; *Topp* (Fn. 11), 43 f.; BeckOGK BGB/*Teichmann*, Stand: 1.6.2023, § 675b Rn. 11.

⁹⁷ Näher und zu verschiedenen denkbaren Konstellationen *Topp* (Fn. 11), 31 ff.

der dafür vorausgesetzte mittelbare Mitbesitz der Aktionäre an der Globalurkunde dogmatisch konstruieren lässt, ist streitig.⁹⁸ Diese ohnehin schon hochabstrakte Dogmatik der sachenrechtlichen Übertragung von Wertpapieren in Sammelverwahrung wird für elektronische Aktien nun noch auf ein neues Abstraktionsniveau gehoben, weil hier erstens, wie in § 9 Abs. 1 S. 2 eWpG vorgesehen, das Eigentum und zweitens auch noch der Besitz fingiert werden muss.⁹⁹

Mit der Perpetuierung des sachenrechtlichen Übertragungskonzepts durch seine Erstreckung auch auf die Übertragung elektronischer Wertpapiere hat sich der Gesetzgeber bereits beim Erlass des eWpG im Jahre 2021 und erneut beim Erlass des ZuFinG für den rechtspolitischen Weg des geringsten Widerstands entschieden. Der soeben umrissene Modus der Übertragung sammelverwahrter und sammeleingetragener Wertpapiere mag dogmatisch nicht zufriedenstellen; die Rechtspraxis stellt er aber nicht vor Probleme. Eine dogmatische Neuausrichtung des Wertpapierrechts, insbesondere die im Schrifttum geforderte Einführung von Wertrechten als Rechten sui generis neben Forderung und Sache,¹⁰⁰ hätte dagegen eine intensive Prüfung und Diskussion der vielfältigen Vorschläge aus der Rechtswissenschaft erfordert. Der eWpG-Gesetzgeber hat diese Neuausrichtung deswegen ausdrücklich auf den „Rahmen einer umfassenden Reform des deutschen Wertpapier- und Depotrechts“ verschoben.¹⁰¹ Der sachenrechtliche Ansatz des eWpG, den das ZuFinG beibehält, soll und kann jedenfalls, schon um die internationale Anschlussfähigkeit des deutschen Wertpapierrechts sicherzustellen,¹⁰² nur eine Übergangslösung sein.

IV. Elektronische Namensaktien in Wertpapierregister und Aktienregister

Bei Änderungen der Berechtigung und insbesondere bei einer Übertragung sind die Regeln für elektronische Inhaber- und Namensaktien dieselben. Wesentliche Unterschiede zwischen den beiden Aktienarten bestehen dagegen mit Blick auf die Registerführung. Für elektronische Inhaberaktien muss nur das im eWpG

⁹⁸ Z.B. *Hopt/Kumpan*, HGB, 42. Aufl. 2023, § 6 DepotG Rn. 2 einerseits (Besitzmittlungsverhältnis auf Grundlage von Herausgabeansprüchen) und *Brand*, ZBB 2015, 40, 44 f. (Besitzmittlungsverhältnis auf Grundlage tatsächlicher Herausgabebereitschaft) andererseits; gänzlich a.A. – den Besitz ablehnend – z.B. *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678, 1680 f.

⁹⁹ Ebenso schon *Lehmann*, BKR 2020, 431, 433; *Omlor/Wilke/Blöcher*, MMR 2022, 1044, 1046 f.; *Casper* (Fn. 40), 5, 40 f.; kritisch auch *Eisenschmidt* (Fn. 22), 828; *Guntermann* (Fn. 44), 434 Rn. 37 f.

¹⁰⁰ S. nochmals die Nachw. (Fn. 86); in Reaktion auf den RefE zum ZuFinG auch *Casper* (Fn. 40), 5, 46.

¹⁰¹ Begr. RegE eWpG, BT-Drucks. 19/26925, 40.

¹⁰² S. den Überblick über die Dematerialisierung von Wertpapieren im europäischen Ausland bei *Lehmann*, Finanzinstrumente, 2009, 60 ff.

geregelt Wertpapierregister geführt werden. Die Namensaktionäre sind dagegen in das Wertpapierregister und, wie Inhaber verbrieft Aktien, zusätzlich noch in das Aktienregister nach § 67 AktG einzutragen.

1. Registerfunktionen

Dass für elektronische Namensaktien das Wertpapierregister als zweites Register neben das Aktienregister tritt, dass also die beiden Register nicht zusammengelegt worden sind, ist wegen der unterschiedlichen Funktionen, die die beiden Register erfüllen, richtig.¹⁰³ Das Wertpapierregister ist Grundlage für den Erwerb einer elektronischen Aktie im Wege der Verfügung (nochmals: §§ 24 Nr. 1, 25 eWpG) und entfaltet Publizitätswirkung, insbesondere für einen gutgläubigen Erwerb (nochmals: § 26 eWpG). Es ist auf die Legitimation des Eingetragenen gegenüber dem Rechtsverkehr gerichtet. Das Aktienregister dagegen ist die Grundlage für die Ausübung der Mitgliedschaftsrechte und Geltendmachung der mitgliedschaftlichen Pflichten, die eine rechtssichere Identifikation des Aktionärs erfordert, sowie für die Aktionärskommunikation.¹⁰⁴ Es hat keinen Einfluss auf die materielle Rechtslage, sondern legitimiert den Namensaktionär nur gegenüber der Gesellschaft (§§ 67 Abs. 2 S. 1 AktG, 25 Abs. 2 S. 2 eWpG n.F.).¹⁰⁵

2. Registerinhalte

Deswegen unterscheiden sich auch die notwendigen Registerinhalte. Beim Wertpapierregister geht es, wie der Blick in die in §§ 13, 17 eWpG n.F. vorgesehenen Registerangaben bestätigt,¹⁰⁶ vor allem darum, die Aktie als solche eindeutig zu beschreiben, einschließlich der Besonderheiten bei den mit ihr verbundenen Stimmrechten und der Übertragbarkeit, und den Inhaber – also den nach §§ 26 S. 1, 3 Abs. 2 eWpG vermuteten Aktionär als „Berechtigten“ – kenntlich zu machen. Auch relative Verfügungsbeschränkungen sind nach §§ 13 Abs. 2 S. 1 Nr. 1, 17 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 eWpG zu vermerken, damit ein gutgläubiger Erwerb verhindert wird (s. § 26 S. 2 eWpG).¹⁰⁷ Auf Weisung sind zudem sonstige Verfügungsbeschränkungen und Beschränkungen der Geschäftsfähigkeit einzutragen (§§ 13 Abs. 2 S. 3, 17 Abs. 2 S. 3 eWpG). Die letztgenannten Beschränkungen stehen einem gutgläubigen Erwerb zwar auch ohne Eintragung entgegen (§ 26 S. 3 eWpG). Ohne ihre Eintragung könnte es aber vorkommen, dass die registerführende Stelle auf Weisung des – beispielsweise geschäftsunfähigen – Veräußerers die Aktie auf den vermeintlichen Erwerber umträgt und diesem so die Möglichkeit verschafft, als Nichtberechtigter wirksam über die Aktie (weiter) zu verfü-

¹⁰³ A.A. für Namensaktien in Einzeleintragung (gemeinsames Register) *Topp* (Fn. 11), 235.

¹⁰⁴ Begr. RegE NaStraG, BT-Drucks. 14/4051, 10.

¹⁰⁵ Statt aller MüKoAktG/*Bayer*, 5. Aufl. 2019, Rn. 1, 46.

¹⁰⁶ Zu diesen Angaben näher *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 22), 88 Rn. 21.

¹⁰⁷ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum RegE eWpG, BT-Drucks. 19/29372, 53, 56.

gen. Ist dagegen beispielsweise die Geschäftsunfähigkeit des Inhabers im Wertpapierregister eingetragen, muss eine Änderung des Registerinhalts auf Weisung des ersichtlich geschäftsunfähigen und damit nicht weisungsberechtigten Inhabers unterbleiben (§§ 14 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a.E., 18 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 a.E. eWpG) und kann die registerführende Stelle durch technische Vorkehrungen auch sicherstellen, dass die Änderung unterbleibt.¹⁰⁸

Die genannten Eintragungen und insbesondere die Eintragung der Geschäftsunfähigkeit eines volljährigen Aktionärs gem. § 104 Nr. 2 BGB betreffen persönliche, teils äußerst sensible Umstände. Ein hinreichender Persönlichkeitsschutz kann dennoch gewährleistet werden, weil der Aktionär nicht namentlich im Wertpapierregister verzeichnet sein muss. Im Falle der Sammeleintragung ist ohnehin anstelle der Berechtigten eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer eingetragen. Und auch bei einer Einzeleintragung kann der Inhaber, wie oben schon angesprochen (II. 2.), nach § 13 Abs. 2 S. 2 eWpG durch eine eindeutige Kennung, also ein Pseudonym, bezeichnet werden; bei Kryptowertpapierregistern ist die Verwendung einer Kennung sogar erforderlich (§ 17 Abs. 2 S. 2 eWpG).

Im Aktienregister als Grundlage der Aktionärskommunikation und der Ausübung der Aktionärsrechte sind hingegen die Klarnamen der Aktionäre samt ihrer Postanschrift und einer „elektronischen Adresse“ – üblicherweise der E-Mail-Adresse¹⁰⁹ – verzeichnet, zur sicheren Identifikation der Aktionäre ferner ihr Geburtsdatum.¹¹⁰ Zwar können anstelle der Aktionäre Nichtaktionäre im eigenen Namen als sog. – gem. § 129 Abs. 3 AktG stimmberechtigte¹¹¹ – Legitimationsaktionäre ins Aktienregister eingetragen werden (s. § 67 Abs. 1 S. 3 AktG),¹¹² oder es kann die Eintragung eines Aktionärs unterbleiben und stattdessen nach § 67 Abs. 4 S. 5 AktG der depotführende Intermediär eingetragen werden. Auch aus solchen Eintragungen folgt aber eine unwiderlegliche Legitimation des Eingetragenen gegenüber der Gesellschaft.¹¹³ Eine Sammeleintragung, wie sie für das Wertpapierregister vorgesehen ist, kommt daher nicht in Betracht. Umgekehrt können in das Wertpapierregister Legitimationsaktionäre oder Intermediäre – mit Ausnahme des Sammeleingetragenen (§ 8 Abs. 1 Nr. 1

¹⁰⁸ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum RegE eWpG, BT-Drucks. 19/29372, 54, 56.

¹⁰⁹ Zur Technologieoffenheit der gesetzlichen Formulierung Begr. RegE ARUG II, BT-Drucks. 19/9739, 57.

¹¹⁰ S. nochmals Begr. RegE NaStraG, BT-Drucks. 14/4051, 10.

¹¹¹ Für eine Beschränkung der Eintragungsmöglichkeit auf stimmberechtigte Legitimationsaktionäre *Koch* (Fn. 28), § 67 Rn. 18 m.w.N., auch zur Gegenauffassung.

¹¹² Nach *Topp* (Fn. 11), 216 macht die Eintragung von Legitimationsaktionären in der Praxis zwei Drittel der Eintragungen in Aktienregistern aus.

¹¹³ Für Legitimationsaktionäre *Henssler/Strohn/Paul*, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl. 2021, § 67 AktG Rn. 10; zur umstrittenen Reichweite der Legitimationswirkung bei der „Platzhalter“-Eintragung von Intermediären *BeckOGK AktG/Cahn*, Stand: 1.7.2023, § 67 Rn. 95 (Legitimationswirkung für Dividendenzahlungen, aber nicht für Stimmrechtsausübung) m.w.N.

eWpG) – nicht eingetragen werden. Denn die Eintragung des wahren Aktionärs ist dort konstitutiv für seinen Rechtserwerb, kann also nicht unterbleiben, und eine spätere Umtragung auf einen Dritten würde diesem die Möglichkeit, auf Grundlage des § 26 eWpG als Nichtberechtigter wirksam über die elektronische Aktie zu verfügen, eröffnen.¹¹⁴

3. Einsichtsrechte

Bedingt durch die unterschiedlichen Registerfunktionen, und durch die unterschiedlichen Registerinhalte gerechtfertigt, reicht das Einsichtsrecht in das Wertpapierregister weiter als das Recht auf Information über die Eintragungen im Aktienregister. Gem. § 10 eWpG steht die elektronische Einsicht in das Wertpapierregister jedem Teilnehmer (Abs. 1) und jedem, der ein berechtigtes Interesse darlegt (Abs. 2), etwa einem Erwerbsinteressenten, offen. Auskünfte, die über die Eintragungen im Register selbst hinausgehen und insbesondere die Kontaktdaten eines Inhabers, bei einer Eintragung unter einer Kennung auch seine namentliche Identität, betreffen,¹¹⁵ darf die registerführende Stelle nach Abs. 3 allerdings nur erteilen, wenn der Inhaber selbst sie verlangt oder wenn aus anderen Gründen das berechtigte Interesse des Ersuchenden eine solche Auskunft erfordert und das Interesse des Eingetragenen am Schutz seiner personenbezogenen Daten nicht überwiegt. Die Eintragungen im Aktienregister hingegen kennt nur die Aktiengesellschaft (§ 67 Abs. 1 S. 2 AktG), und Auskunft über die zu einem Aktionär eingetragenen Daten kann jedenfalls in einer börsennotierten Gesellschaft nur dieser selbst verlangen (§ 67 Abs. 6 S. 1, 2 AktG).

Eine schlichte Verbindung der beiden Register für Namensaktien – also: die Nutzung des Wertpapierregisters zugleich als Aktienregister – scheidet damit schon aus Gründen des Datenschutzes aus, weil die Einsichtsrechte in das Wertpapierregister zu weit gehen.¹¹⁶ Ein Erwerbsinteressent, der mit berechtigtem Interesse die Eintragung des Veräußerers und die Nichteintragung von Verfügungsbeschränkungen im Wertpapierregister sicherstellen möchte und dort Einsicht nimmt, darf keine Einsicht in die personenbezogenen Daten im Aktienregister erhalten, insbesondere in Adresse und Geburtsdatum. Erst recht problematisch wäre eine Verknüpfung des Klarnamens, wie er im Aktienregister stehen muss, mit Angaben zur Geschäftsunfähigkeit, die im Wertpapierregister eingetragen werden können. Deswegen kann auch der Aktiengesellschaft selbst nicht generell und unabhängig von einem berechtigten Interesse ermöglicht werden, die Registerkennungen den Klarnamen der Aktionäre zuzuordnen,¹¹⁷ wenn sie nicht im Einzelfall ohnehin das (Krypto-)Wertpapierregister führt (§ 16 Abs. 2 eWpG).¹¹⁸

¹¹⁴ *Topp* (Fn. 11), 216.

¹¹⁵ S. hierzu die Erläuterungen in *Begr. RegE eWpG*, BT-Drucks. 19/26925, 52.

¹¹⁶ A.A. – gemeinsames Register für Namensaktien in Einzeleintragung – *Topp* (Fn. 11), 235.

¹¹⁷ So aber der Vorschlag von *Maumel/Fromberger* (Fn. 22), 511.

¹¹⁸ Zu der in diesem Fall bestehenden geldwäscherechtlichen Pflicht der Aktiengesell-

4. Doppelte Registerführung und einheitlicher Registerführer

Gegen eine Verbindung der beiden Register für Namensaktien spricht zudem, dass bei Namensaktien in Sammeleintragung die Aktionärsstellung gar nicht aus dem Wertpapierregister hervorgeht, das Wertpapierregister in diesen Fällen also zur Legitimation gegenüber der Gesellschaft nicht geeignet ist und daher nicht zugleich als Aktienregister dienen kann. Und schließlich fällt die Führung des Aktienregisters in den Zuständigkeitsbereich des Vorstands, der sie zwar an externe Dienstleister vergeben kann, seine Letztentscheidungsbefugnis aber behält und deswegen auch jederzeit Zugriff auf das Aktienregister haben muss, etwa durch ein Weisungsrecht.¹¹⁹ § 7 eWpG hingegen weist die Verantwortlichkeit für die gesetzeskonforme Führung des Wertpapierregisters schadensersatzbewehrt der registerführenden Stelle zu.¹²⁰ Dies schließt ein generelles Weisungsrecht des Emittenten aus, wenn er nicht zugleich das Wertpapierregister führt (nochmals: § 16 Abs. 2 eWpG).¹²¹

Der ZuFinG-Gesetzgeber hat sich daher folgerichtig gegen eine Verbindung der beiden Register entschieden und in § 30a S. 1 eWpG n.F. nur bestätigt, dass die registerführende Stelle – die Stelle, die das Wertpapierregister führt – auch mit der Führung des Aktienregisters beauftragt werden kann.¹²² Dem Emittenten steht es damit frei, die Führung beider Register in eine Hand zu geben – oder im Falle von Kryptoaktien: beide Register selbst zu führen – und so Synergieeffekte zu nutzen. Weil die Führung des Aktienregisters technologieneutral geregelt ist, können beide Register auch in gleicher Weise, bei Krypto-Namensaktien also beispielsweise auf einer Blockchain geführt werden. Die eingangs erwähnten „Blockchain Listed Shares“ etwa knüpfen (nur) an den Umzug des Aktienregisters auf eine Blockchain an.¹²³ Voraussetzung ist, dass die gesetzlichen Verantwortlichkeiten, einschließlich der Letztzuständigkeit des Vorstands für die Führung des Aktienregisters, ebenso gewahrt werden wie die Grenzen des Auskunftsrechts über Eintragungen im Aktienregister, dass Transaktionen auf der Blockchain, auf der das Aktienregister geführt wird, also nur von hierzu ermächtigten Teilnehmern validiert werden können (permissioned blockchain) und die Blockchain nicht öffentlich einsehbar (private) ist.¹²⁴ Allerdings soll das Aktienregister

schaft, die Identitäten der als Aktionäre im Wertpapierregister Eingetragenen festzustellen, s.o. (vor Fn. 55).

¹¹⁹ OLG München NZG 2005, 756, 575; BeckOGK AktG/*Cahn*, Stand: 1.7.2023, § 67 Rn. 14; *Koch* (Fn. 28), § 67 Rn. 5; MüKoAktG/*Bayer*, 5. Aufl. 2019, § 67 Rn. 15.

¹²⁰ Zu den Pflichten der registerführenden Stelle nach dem eWpG näher *Poelzig/von Zehmen*, RDt 2022, 333, 338 f. Rn. 34 f.

¹²¹ *Topp* (Fn. 11), 211 f.

¹²² Zustimmend auch *Casper* (Fn. 40), 5, 41.

¹²³ S.o. (bei und in Fn. 27 f.).

¹²⁴ *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2150, 2155; s. auch *Guntermann* (Fn. 22), 452 Rn. 13; zum Erfordernis einer permissioned blockchain auch nach englischem Recht s. die UK Jurisdiction Taskforce of Lawtech UK, Legal Statement on the issuance and transfer of securities under English private law, 2023 (abrufbar unter <https://ukjt.lawtechuk.io>).

keine Transaktionsketten aufzeichnen, sondern bei einer Übertragung wird der Veräußerer aus dem Aktienregister gelöscht und der Erwerber neu in dieses eingetragen (§ 67 Abs. 3 AktG). Ein Wesensmerkmal der Blockchain ist aber, dass nach der Verifikation eines Blocks die dort gespeicherten Daten nachträglich praktisch nicht mehr verändert werden können.¹²⁵ Die personenbezogenen Daten der Aktionäre dürfen daher auch bei Nutzung einer Blockchain nicht unmittelbar auf dieser gespeichert werden, sondern müssen löschar, etwa in einer mit der Blockchain verknüpften Datenbank, eingetragen sein.¹²⁶ Unter diesen Voraussetzungen kann sich das auf einer Blockchain geführte Aktienregister in Echtzeit aktualisieren lassen, indem Änderungen der Berechtigung an Aktien, die im Wertpapierregister einzeleingetragen sind, sogleich im Aktienregister abgebildet werden.¹²⁷ Das ZuFinG greift hier künftigen Marktentwicklungen zu Recht nicht vor.

V. Gesellschaftsinterne Wirkungen elektronischer Aktien

Im ZuFinG unregelt bleiben die gesellschaftsinternen Wirkungen elektronischer Aktien. Elektronische Aktien sind, wie etwa aus den Ergänzungen in § 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 und Abs. 6 AktG n.F. folgt, aus Sicht des Aktienrechts schlicht Aktien. Für sie gelten grundsätzlich dieselben aktienrechtlichen Regelungen wie für herkömmliche Aktien. Einen ähnlichen Ansatz verfolgt § 2 Abs. 2 eWpG, wonach ein elektronisches Wertpapier im Zweifel dieselbe Rechtswirkung wie ein verbrieftes Wertpapier entfaltet. Damit sind zwar vor allem die wertpapierrechtlichen Wirkungen gemeint. Der Grundgedanke ist aber derselbe. Alle aktienrechtlichen Regelungen, die, wie z.B. § 8 Abs. 2 S. 3 und § 191 AktG, an die Ausgabe von Aktienurkunden anknüpfen, gelten also auch für die Ausgabe elektronischer Aktien.¹²⁸ Und nach ihrer Ausgabe begründen elektronische Aktien dieselben Mitgliedschaftsrechte und -pflichten wie herkömmliche Aktien.¹²⁹

Damit ist die Frage aufgeworfen, welches Potenzial elektronischen Aktien insbesondere bei der Kommunikation der Gesellschaft mit ihren Aktionären und der Ausübung von Aktionärsrechten innewohnt, wie sie die Kommunikation und Rechtsausübung leichter, schneller und kostengünstiger machen und ob sich hier, aus umgekehrter Perspektive, gesellschaftsrechtliche Probleme auftun, deren sich der Gesetzgeber noch annehmen müsste. Die Begründung des Regie-

¹²⁵ Dazu näher *Fromberger/Zimmermann*, in: Maume/Maute (Hrsg.), *Rechtshandbuch Kryptowerte*, München 2020, 1 ff. Rn. 11.

¹²⁶ *Maume/Fromberger* (Fn. 22), 532 unter Hinweis auf Art. 17 DSGVO; a.A. *Beurskens* (Fn. 27), 81.

¹²⁷ *Guntermann* (Fn. 22), 452 Rn. 13.

¹²⁸ *Guntermann* (Fn. 22), 456 Rn. 30 mit weiteren Beispielen.

¹²⁹ So auch Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 119 sowie de lege ferenda schon *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2153.

rungsentwurfs für das eWpG nannte als mögliche Problemfelder bei elektronischen Aktien u.a. „die Einberufung der Hauptversammlung, Kapitalmaßnahmen sowie den Informationsfluss von der Gesellschaft zum Aktionär“.¹³⁰ Die Begründung des Referentenentwurfs für das ZuFinG sieht Risiken nur noch bei Krypto-Inhaberaktien. Bei diesen

„würden die Kommunikation zwischen Unternehmen und Aktionären sowie die Dividendenauskehr an die Aktionäre mit Hilfe der Blockchain-Technologie stattfinden. Es müsste eine rechtliche und tatsächliche Infrastruktur geschaffen werden, mit der die kapitalbezogenen Informationen ausgetauscht und die Stimmrechte wahrgenommen werden können. [...] Die Kommunikationsprozesse würden weitgehend anonym ablaufen und die wirtschaftlich Berechtigten – also die Empfänger der Dividenden – müssten nicht automatisch dem Emittenten bekannt sein. [...] Außerdem würden die Effizienzgewinne völlig wegfallen, wenn ein Emittent neben Blockchain-Verfahren die Mitgliedschaftsrechte auch durch herkömmliche Methoden mit Hilfe von Intermediären ausüben ließe.“¹³¹

Die damit angesprochenen gesellschaftsrechtlichen¹³² Themenfelder – Aktionärskommunikation (unten 2.), Stimmrechtsausübung (unten 3.) und Dividendenauskehr (unten 4.) – sollen, nach der Vorfrage der Aktionärsidentifikation (sogleich 1.), im Folgenden kurz beleuchtet werden, auch mit Blick auf eine mögliche Zulassung der derzeit noch ausgeschlossenen Krypto-Inhaberaktien. Der Regierungsentwurf für das ZuFinG erwähnt diese Besorgnis gesellschaftsrechtlicher Folgeprobleme, wie schon erwähnt, auch für Krypto-Inhaberaktien nicht mehr.¹³³

1. Aktionärsidentifikation

a) Börsennotierte Gesellschaften

Voraussetzung der Aktionärskommunikation und der Ausübung von Aktionärsrechten ist, dass die Gesellschaft ihre Aktionäre kennt oder jedenfalls erreichen kann, sei es unmittelbar oder über Intermediäre. Diesen Gedanken des „Know your shareholder“¹³⁴ hat die zweite Aktionärsrechterichtlinie (EU) 2017/828 für börsennotierte Gesellschaften als Art. 3a in die Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG eingefügt; umgesetzt ist er in § 67d AktG als Anspruch der Gesellschaft gegenüber den Intermediären auf Übermittlung der Namen und Kontaktdaten der Aktionäre (§ 67d Abs. 2 AktG i.V.m. Art. 3 Abs. 2, Tabelle 2 Buchst. C VO (EU) 2018/1212), sowohl der Inhaber- als auch der Namensaktionäre. Für Namensaktien folgt ein ähnlicher Anspruch, unabhängig von einer Börsennotie-

¹³⁰ Begr. RegE eWpG, BT-Drucks. 19/26925, 38.

¹³¹ Begr. RefE ZuFinG, 92.

¹³² Zur geldwäscherechtlichen Unbedenklichkeit von Krypto-Inhaberaktien s. schon o. II. 3. b).

¹³³ S.o. II. 3. b).

¹³⁴ Dazu z.B. Noack, NZG 2017, 561 ff.; Bork, NZG 2019, 738 ff.; Zetzsche, ZGR 2019, 1 ff.

rung, auch aus § 67 Abs. 4 AktG. Das Informationsverlangen der Gesellschaft ist gem. § 67d Abs. 1 AktG an den Intermediär zu richten, der Aktien der Gesellschaft verwahrt, also im Regelfall die Clearstream Banking AG als Zentralverwahrer¹³⁵. Dieser leitet es an den nächsten Intermediär weiter, bis der Letztintermediär, der unmittelbaren Kontakt zum Aktionär hat, erreicht ist (§ 67d Abs. 3 AktG), in der Regel dessen Depotbank¹³⁶. Der Letztintermediär muss die angefragten Informationen schon aus geldwäscherechtlichen Gründen erheben (§ 11 Abs. 1, 4 GwG). Die Informationen selbst fließen auf umgekehrtem Wege durch die Intermediärskette zurück an die Gesellschaft (§ 67d Abs. 4 AktG). § 67d AktG trägt damit der Tatsache Rechnung, dass vor allem börsennotierte Aktien in Sammelverwahrung und „oft über komplexe Ketten von Intermediären gehalten [werden], die die Ausübung von Aktionärsrechten erschweren und ein Hindernis für die Mitwirkung der Aktionäre darstellen können.“¹³⁷

Denselben Informationsanspruch nach § 67d AktG hat eine Gesellschaft, die elektronische Aktien ausgegeben hat, sofern die Gesellschaft börsennotiert ist, es sich also bei den ausgegebenen Aktien um Zentralregisteraktien in Sammeleintragung für eine Wertpapiersammelbank (s. § 12 Abs. 3 eWpG), d.h. wiederum die Clearstream Banking AG,¹³⁸ handelt.¹³⁹ Anspruchsgegner ist auch hier die Clearstream Banking AG, die das Informationsverlangen über die Intermediärskette weiterleiten muss. Der Letztintermediär ist auch hier in der Regel eine Depotbank, die die Identität und Kontaktdaten der Aktionäre aus Gründen des Geldwäscherechts (erneut: §§ 2 Abs. 1 Nr. 1, 11 GwG i.V.m. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 5 KWG) kennen oder ermitteln muss. Die Durchsetzung des Informationsrechts dürfte zudem tatsächlich erleichtert sein, weil die Intermediärskette typischerweise kürzer ist.

b) Nicht börsennotierte Gesellschaften

Bei sammeleingetragenen Kryptoaktien – sofern diese für die Praxis wegen der fehlenden Börsenfähigkeit und der dennoch notwendigen Einschaltung eines Intermediärs überhaupt von Interesse sind¹⁴⁰ – und bei einzeleingetragenen Aktien kommt eine Börsennotierung dagegen nicht in Betracht, so dass § 67d AktG keine Anwendung findet. Unanwendbar ist § 67d AktG auch, wenn sammeleingetragene Zentralregisteraktien im Einzelfall nicht an der Börse notiert sind. Auch das Unionsrecht verlangt ein Informationsrecht nur für börsennotierte Gesellschaften (s. Art. 1 Abs. 1 S. 1 Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG i.d.F. der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (EU) 2017/828).

¹³⁵ Koch (Fn. 28), § 67a Rn. 9.

¹³⁶ Koch (Fn. 28), § 67a Rn. 9.

¹³⁷ Erw.Gr. 4 RL (EU) 2017/828.

¹³⁸ S. nochmals Schulz/Neumann/Lendermann/Nemeczek (Fn. 8), § 4 Rn. 61.

¹³⁹ S.o. II. 2.

¹⁴⁰ S.o. (vor Fn. 39).

Der Gedanke des „Know your shareholder“ ist aber auch bei nicht börsennotierten Gesellschaften mit elektronischen Aktien jedenfalls teilweise gewahrt. Zum einen folgt bei elektronischen Namensaktien – also bei allen derzeit zugelassenen Kryptoaktien (s. § 1 Nr. 1 und 2 eWpG n.F.) – ein Anspruch gegen die Intermediäre auf Übermittlung von Name, Geburtsdatum und Kontaktdaten der Namensaktionäre aus § 67 Abs. 4 AktG. Insbesondere ist bei einer Einzeleintragung der Registerführer als der „bei Übertragung [...] mitwirkend[e] Intermediär[r]“ (s. §§ 24 Nr. 1, 25 Abs. 1 eWpG) zur Übermittlung verpflichtet und muss seinerseits, auch wenn es um ein Kryptowertpapierregister geht, die Identität der im Register Eingetragenen, seiner Vertragspartner,¹⁴¹ ermitteln (§§ 2 Abs. 1 Nr. 1, 11 GwG i.V.m. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG). Insofern besteht kein Unterschied zu herkömmlichen Namensaktien.

Zum anderen sind bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung – seien es Namens- oder Inhaberaktien – die gegenwärtigen und auch die früheren Aktionäre unmittelbar aus dem Wertpapierregister ersichtlich:¹⁴² Es sind traceable shares.¹⁴³ Wenn die Gesellschaft das Register, wie bei Kryptoaktien möglich, selbst führt (§ 16 Abs. 2 eWpG), ist sie selbst verpflichtet, die Klarnamen und Kontaktdaten der Aktionäre festzustellen (§§ 2 Abs. 1 Nr. 2, 11 Abs. 1, 4 GwG, § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG); sie kennt dann also ihre Aktionäre. Führt eine andere Stelle das (Zentral- oder Krypto-)Wertpapierregister, so hilft der Anspruch der Gesellschaft, die als Emittentin Registerteilnehmerin ist,¹⁴⁴ auf Registerinsicht nach § 10 Abs. 1 eWpG i.V.m. § 2 Abs. 1 Nr. 1 eWpRV¹⁴⁵ immerhin ein Stück weiter. Sind die Aktionäre, wie bei Zentralregisteraktien möglich, mit ihrem Klarnamen, Geburtsdatum und Wohnort (s. § 13 Abs. 2 S. 2 eWpG, „kann“, sowie § 8 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, Abs. 1 S. 2 eWpRV) – wenngleich nicht mit ihren Kontaktdaten – im Register eingetragen, geht ihre Identität unmittelbar aus dem Register hervor. Andernfalls kann die Gesellschaft immerhin die Pseudonyme ermitteln. Sollte dies für die rechtssichere Kommunikation mit den Aktionären und die Wahrnehmung der Aktionärsrechte nicht ausreichen, kommt ein weitergehender Auskunftsanspruch der Gesellschaft gegen die registerführende Stelle nach § 10 Abs. 3 eWpG in Betracht (dazu unten 2. b)).

Die Möglichkeiten der Aktionärsidentifikation reichen bei elektronischen Namensaktien also gleich weit und bei elektronischen Inhaberaktien weiter als bei verbrieften Aktien, bei denen die emittierende Gesellschaft in den Fällen des § 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 AktG, also bei fehlender Börsennotierung, keinerlei Anhaltspunkte zu ihren Aktionären hat, auch keine Pseudonyme; bei elektronischen

¹⁴¹ S. nochmals die Hinweise (Fn. 49).

¹⁴² *Möslein*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 17), 179, 187.

¹⁴³ Zum Begriff Geis (Fn. 14), 227, 267.

¹⁴⁴ Begr. RegE eWpG, BT-Drucks. 19/26925, 51; *Müller/Pieper/Pieper*, eWpG, 2022, § 10 Rn. 30 f.

¹⁴⁵ Zu § 10 Abs. 1 eWpG als Anspruchsgrundlage Begr. RegE eWpG, BT-Drucks. 19/26925, 51; kritisch hierzu *Schulz/Neumann/Hippeli* (Fn. 8), § 10 Rn. 6.

Inhaberaktien sind diese immerhin bei einzeleingetragenen Aktien bekannt. Und die Identifikationsmöglichkeiten reichten bei Krypto-Inhaberaktien, ließe man sie *de lege ferenda* zu, gleich weit wie bei nicht börsennotierten Zentralregister-Inhaberaktien.

2. Aktionärskommunikation

a) Die Kommunikation im Allgemeinen

Auch die allgemeine Kommunikation zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären ist bei elektronischen Aktien ebenso gewährleistet wie bei herkömmlichen Aktien. Informationen, die die Aktionäre zur Ausübung ihrer Mitgliedschaftsrechte benötigen, müssen in einer börsennotierten Gesellschaft grundsätzlich an die im Aktienregister Eingetragenen und im Übrigen, also soweit Inhaberaktien ausgegeben sind, an die die Aktien verwahrenden Intermediäre übermittelt werden, die sie durch die Intermediärschette an die Aktionäre weiterleiten. Die Informationen und Weisungen der Aktionäre zur Ausübung ihrer Rechte fließen im letztgenannten Fall durch die Intermediärschette zurück an die Gesellschaft (§§ 67a–c AktG in Umsetzung von Art. 3b und 3c Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG i.d.F. der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (EU) 2017/828). Elektronische Aktien können diesen Vorschriften unterfallen, wenn die Gesellschaft Zentralregisteraktien ausgegeben hat, die für eine Wertpapiersammelbank sammeleingetragen sind – nur dann kann eine Börsennotierung bestehen. In diesem Fall ist jedenfalls die Wertpapiersammelbank als Intermediärin vorhanden und die Kommunikationskette im Grundsatz dieselbe wie bei herkömmlichen Aktien.

Der Weg durch die Intermediärschette kann selbst bei Wahrung der gesetzlichen Fristen (Art. 9 Durchführungs-VO (EU) 2018/1212) mehrere Tage in Anspruch nehmen. Die Gesellschaft kann die Kommunikation auch effizienter gestalten und sich unmittelbar an die Aktionäre wenden. Denn § 67a Abs. 1 AktG nimmt Informationen, die die Aktionäre schon auf anderem Wege erhalten haben, von der Weiterleitung durch die Intermediärschette aus. Zulässig ist daher bei verbrieften wie bei elektronischen Aktien eine direkte Kommunikation auch mit den Inhaberaktionären und insbesondere auch auf elektronischem Wege, beispielsweise per E-Mail, unter Nutzung der nach § 67d AktG mitgeteilten Kontaktdaten. Um die Gleichwertigkeit mit der Kommunikation durch die Intermediärschette zu wahren, sind auch bei einer direkten Kommunikation die unionsgesellschaftsrechtlichen Vorgaben einzuhalten, müssen Informationen also durch allgemein verfügbare Instrumente und Fazilitäten und unter Gewährleistung ihrer Sicherheit, Integrität und Authentifizierung (Art. 2 Abs. 4, 10 Durchführungs-VO (EU) 2018/1212) übermittelt werden. Zudem sind bei elektronischen Mitteilungen einer börsennotierten Gesellschaft, sowohl gegenüber den Namens- als auch gegenüber den Inhaberaktionären, die Voraussetzungen des § 49 Abs. 3 Nr. 1 WpHG zu wahren; insbesondere muss sowohl die Hauptversammlung als auch der jeweilige Aktionär einer elektronischen Übermittlung

zugestimmt haben. Sind diese Voraussetzungen gewahrt, ist auch eine Kommunikation über eine Blockchain zulässig,¹⁴⁶ wenngleich bei Zentralregisteraktien – nur diese sind derzeit börsenfähig – nicht unbedingt zweckmäßig. Zudem verlangt § 49 Abs. 1 WpHG für bestimmte Mitteilungen, z.B. über die Ausschüttung und Auszahlung von Dividenden, eine Veröffentlichung im Bundesanzeiger.

Für nicht börsennotierte Gesellschaften gelten die Kommunikationsregeln der §§ 67a-c AktG und des § 49 Abs. 1, 3 WpHG nicht, so dass die allgemeine Kommunikation z.B. mit Aktionären in Einzeleintragung frei gestaltet werden kann.¹⁴⁷ Namensaktionäre nicht börsennotierter Gesellschaften können beispielsweise unter ihrer E-Mail-Adresse angeschrieben werden. Wenn einzeleingetragene Kryptoaktien unter Nutzung der Blockchain-Technologie ausgegeben worden sind, kann die Gesellschaft, sofern der Datenschutz gewährleistet ist,¹⁴⁸ ihre Mitteilungen an die Aktionäre auch über die jeweilige Blockchain, gerichtet an die Kennungen der Aktionäre, vornehmen.¹⁴⁹ Auch hier wird die Gesellschaft indes sicherstellen müssen, dass die Aktionäre solche Mitteilungen lesen können und mit diesem Kommunikationsweg auch zu rechnen haben.¹⁵⁰ Solange eine solche Kommunikation nicht üblich ist, lassen sich daher noch nicht alle Effizienzgewinne, die Kryptoaktien ermöglichen, realisieren. Dies spricht aber nicht aus rechtlicher Sicht gegen eine künftige Zulassung auch von Krypto-Inhaberaktien.

b) Die Einberufung der Hauptversammlung im Besonderen

Auch für nicht börsennotierte Gesellschaften geregelt ist die Einberufung der Hauptversammlung. Die Einberufung ist, für börsennotierte Gesellschaften zwingend (§ 49 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG), im Bundesanzeiger bekannt zu machen (§§ 121 Abs. 4 S. 1, 25 AktG). Sind die (Namens- oder Inhaber-)Aktionäre der Gesellschaft namentlich bekannt, kann die Einberufung in einer nicht börsennotierten Gesellschaft stattdessen per Einschreiben oder in einer anderen statutarisch vorgesehenen Weise, beispielsweise auch per E-Mail¹⁵¹ oder über eine Blockchain, erfolgen, wobei bei Namensaktionären die Mitteilung an den im Aktienregister Eingetragenen ausreicht (§ 121 Abs. 4 S. 2, 3 AktG sowie schon § 67 Abs. 2 AktG). Bei Inhaberaktionären ist dieser Weg aber mit Risiken verbunden, weil Irrtümer über den Kreis der Aktionäre, auch im Falle einer nicht mitgeteilten Aktienübertragung, nach wohl überwiegender Ansicht jedenfalls dann zu Lasten der Gesellschaft gehen und zu einem Einberufungsmangel und

¹⁴⁶ S. allgemein *Beurskens*, NZG 2021, 353; zu datenschutzrechtlichen Anforderungen *Spindler*, ZGR 2020, 707, 723 ff.

¹⁴⁷ Vgl. auch *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2161 f.

¹⁴⁸ S. nochmals die Nachweise soeben (in Fn. 146).

¹⁴⁹ Zur technischen Ausgestaltung und Zweckmäßigkeit näher *Maumel/Fromberger* (Fn. 22), 554.

¹⁵⁰ So. i.E. auch *Maumel/Fromberger* (Fn. 22), 553 f.

¹⁵¹ BeckOGK AktG/*Rieckers*, Stand: 1.7.2023, § 121 Rn. 71.

damit einem Nichtigkeitsgrund i.S.d. § 241 Nr. 1 AktG führen, wenn keine statutarische Meldeobligenheit vorgesehen ist.¹⁵² Zusätzlich zur Einberufung müssen börsennotierte Gesellschaften die wesentlichen Informationen und Unterlagen auf ihrer Internetseite veröffentlichen (§ 124a AktG).

Hinzu kommt die Pflicht, die Einberufung der Hauptversammlung nach § 125 AktG mitzuteilen. Hat die Gesellschaft Namensaktien ausgegeben, richtet sich die Mitteilung an die im Aktienregister Eingetragenen, an die Aktionäre und Intermediäre, die Mitteilung verlangt haben, und an bestimmte Aktionärsvereinigungen (§ 125 Abs. 2 AktG). Die Mitteilung an die Inhaberaktionäre erfordert stets eine Mitteilung an die verwahrenden Intermediäre (§ 125 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG), die sie, sofern der Aktionär sie nicht von anderer Seite erhält (§ 125 Abs. 5 S. 3 AktG), entsprechend §§ 67a f. AktG durch die Kette weiterzuleiten haben. Mitteilungen an die Intermediäre müssen elektronisch erfolgen (§ 125 Abs. 5 S. 1 AktG i.V.m. Art. 2 Abs. 2, 3 Durchführungs-VO (EU) 2018/1212).¹⁵³ Für Mitteilungen unmittelbar an die Namensaktionäre ist keine bestimmte Form vorgesehen. Damit ist hier eine elektronische Mitteilung jedenfalls möglich, sofern der Zugang gewährleistet ist;¹⁵⁴ in börsennotierten Gesellschaften müssen die Hauptversammlung und der jeweilige Aktionär der elektronischen Kommunikation zustimmen (§ 49 Abs. 3 Nr. 1 WpHG).

Bei elektronischen Aktien gelten diese Regeln gleichermaßen. Erforderlich ist somit, neben der Veröffentlichung auf der Internetseite, nach § 121 Abs. 4 AktG die Einberufung der Hauptversammlung über den Bundesanzeiger. Wenn die Aktionäre namentlich bekannt sind, kann die Einberufung bei nicht börsennotierten Gesellschaften (§ 49 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG) stattdessen unmittelbar und bei einer entsprechenden Satzungsregelung auch elektronisch an die einzelnen Aktionäre gerichtet werden. Im Falle von elektronischen Namensaktien ist auch hier das Aktienregister maßgeblich. Dann kann auch die Mitteilung nach § 125 Abs. 2 AktG anhand des Aktienregisters erfolgen, wiederum auch elektronisch, wobei bei börsennotierten Gesellschaften § 49 Abs. 3 Nr. 1 WpHG zu beachten ist. Bei elektronischen Namensaktien lassen sich also mögliche Effizienzvorteile der elektronischen Kommunikation, bei Krypto-Namensaktien auch der Kommunikation über eine Blockchain, aus rechtlicher Sicht in vollem Umfang nutzen.¹⁵⁵

¹⁵² BeckOGK AktG/Rieckers, Stand: 1.7.2023, § 121 Rn. 65, auch zur Gegenauffassung (kein Nichtigkeitsgrund, wenn die Gesellschaft den Mangel, aus welchen Gründen auch immer, nicht zu vertreten hat); MüKoAktG/Kubis, 5. Aufl. 2022, § 121 Rn. 80; strenger – Nichtigkeit auch bei Verletzung statutarischer Meldeobligenheiten – Koch (Fn. 28), § 121 Rn. 11d.

¹⁵³ Näher BeckOGK AktG/Rieckers, Stand: 1.7.2023, § 125 Rn. 37.

¹⁵⁴ Näher BeckOGK AktG/Rieckers, Stand: 1.7.2023, § 125 Rn. 43 f.

¹⁵⁵ Skeptisch dagegen *Beurskens* (Fn. 27), 86 bzgl. der rechtlichen Möglichkeit, „den Aktionären einen eigenen exotischen Kommunikationsweg auf[zuzw]ingen“; aus ökonomischen Gründen – keine Erleichterung gegenüber einer Bekanntmachung im Bundesanzeiger – skeptisch *Guntermann* (Fn. 22), 453 Rn. 19.

Bei elektronischen Inhaberaktien ist dies nicht in gleicher Weise gewährleistet. Sind die Inhaberaktionäre, wie in einem Zentralregister möglich (§ 13 Abs. 2 S. 2 eWpG), unter Klarnamen einzeleingetragen, so kann sich die Gesellschaft bei der Einberufung der Hauptversammlung nach § 121 Abs. 4 S. 2 AktG zwar faktisch auf das Wertpapierregister, das sie nach § 10 Abs. 1 eWpG einsehen kann, stützen. Rechtlich aber entfalten die Registereintragungen keine Publizitätswirkung zugunsten des Emittenten, so dass die Gesellschaft das Risiko falscher Eintragungen trägt. Daraus folgende Einberufungsmängel führen dann wiederum zur Nichtigkeit der Hauptversammlungsbeschlüsse (§ 241 Nr. 1 AktG). Ob die Gesellschaft dieses Risiko statutarisch auf die Aktionäre abwälzen kann, ist unklar.¹⁵⁶ Sind die Inhaberaktionäre unter Pseudonym einzeleingetragen, so sind sie der Gesellschaft ohnehin nicht i.S.d. § 121 Abs. 4 S. 2 AktG namentlich bekannt. Die Regelung müsste, um eine individuelle Mitteilung zu ermöglichen, erst noch dahingehend geändert werden, dass die Kenntnis der Kennung genügt, sofern dadurch die Erreichbarkeit der Aktionäre gewährleistet ist.¹⁵⁷ Bis dahin lässt sich aus § 10 Abs. 3 eWpG ein Anspruch der Gesellschaft gegen die registerführende Stelle auf Mitteilung der Klarnamen und Kontaktdaten der einzeleingetragenen Inhaberaktionäre ableiten, wenn dies die Einberufung der Hauptversammlung nach § 121 Abs. 4 AktG spürbar erleichtert; in diesem Fall ist ein berechtigtes Interesse der Gesellschaft an der Mitteilung gegeben. Bei sammeleingetragenen Inhaberaktien kann eine börsennotierte Gesellschaft die Identität der Aktionäre nach § 67d AktG von den Intermediären erfragen. In allen Fällen bleibt bei Inhaberaktionären aber das Risiko von Register- bzw. Mitteilungsfehlern, solange nicht die Mitteilung an die im Wertpapierregister einzeleingetragenen Inhaberaktionäre in Ergänzung des § 121 Abs. 4 S. 3 AktG für ausreichend erklärt wird. Für eine Gesellschaft, die elektronische Inhaberaktien ausgegeben hat, empfiehlt sich damit weiterhin die Bekanntmachung der Einberufung über den Bundesanzeiger (§ 121 Abs. 4 S. 1 AktG).

Die Mitteilung der Einberufung wiederum ist, wenn die Gesellschaft elektronische Inhaberaktien ausgegeben hat, ebenso wie bei der Ausgabe verbriefter Inhaberaktien nach § 125 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG stets an die verwahrenden, d.h. die im Wertpapierregister eingetragenen, Intermediäre zu richten, die sie durch die Intermediärschleife bis zum Aktionär weiterreichen. Bei einer Sammeleintragung wird der Zweck des § 125 AktG, die Unterrichtung der Aktionäre vor der Hauptversammlung,¹⁵⁸ dadurch verwirklicht. Dies würde bei einer künftigen Zulassung von Krypto-Inhaberaktien gleichermaßen gelten; die Art der Registerführung wirkt sich auch hier nicht aus.

Eine direkte Mitteilung der Gesellschaft gegenüber den Inhaberaktionären ist in § 125 Abs. 1 S. 1 AktG dagegen nicht vorgesehen. Nicht geregelt ist somit, an

¹⁵⁶ S. die Nachw. (Fn. 152).

¹⁵⁷ Dafür *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2161.

¹⁵⁸ *Koch* (Fn. 28), § 125 Rn. 1.

wen die Mitteilung bei nicht durch Intermediäre verwahrten Inhaberaktien zu richten ist. Diese Konstellation ist bei verbrieften Aktien ausgeschlossen (§ 10 Abs. 1 Nr. 1, 2 AktG), liegt bei elektronischen (Zentralregister-)Inhaberaktien in Einzeleintragung aber vor. Damit § 125 AktG seinen Zweck erreicht, kommt in diesem Fall entweder die Mitteilung unmittelbar an die Inhaberaktionäre selbst, namentlich oder unter ihrer im Zentralregister eingetragenen Kennung, oder die Mitteilung an die registerführende Stelle, die sie an die Aktionäre weiterzuleiten hätte, in Betracht. Ersteres steht in Widerspruch zu § 125 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG; Letzteres lässt sich dieser Vorschrift, weil der Registerführer keine Aktien verwahrt (zum DepotG klarstellend § 7 Abs. 4 eWpG), allenfalls in analoger Anwendung entnehmen. Vorzugswürdig wäre eine Ergänzung, die die registerführende Stelle einem verwahrenden Intermediär i.S.d. § 125 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG gleichstellt. Eine Mitteilung direkt an die einzeleingetragenen Inhaberaktionäre würde in jedem Fall eine Gesetzesänderung erfordern. In diesem Fall sollte man, um – wie bei den Namensaktionären – einen Gleichlauf der Einberufung nach § 121 Abs. 4 S. 3 AktG und der Mitteilung nach § 125 Abs. 1 AktG zu ermöglichen und der Gesellschaft das Risiko von Registerfehlern zu nehmen, die Mitteilung an die im Wertpapierregister Eingetragenen – namentlich oder unter Nutzung der Kennung – für ausreichend erklären. Auch in dieser Konstellation würde eine Einführung von Krypto-Inhaberaktien keine zusätzlichen rechtlichen Probleme aufwerfen. Die das Kryptoregister führende Stelle untersteht der Aufsicht der BaFin, so dass die Gesetzeskonformität ihres Handelns gleichermaßen gewährleistet ist wie bei einer ein Zentralregister führenden Stelle.

3. *Stimmrechtsausübung*

Bei der Ausübung der Aktionärsrechte lassen sich die Vorteile einer rein elektronischen Kommunikation schon *de lege lata* umfassend nutzen. Der Mitte 2022 eingeführte § 118a AktG¹⁵⁹ perpetuiert die virtuelle Hauptversammlung, die Hauptversammlung unter reiner Onlineteilnahme der Aktionäre, unter umfassender Wahrung der Aktionärsrechte. Das Teilnahmerecht, Stimmrecht, Auskunftsrecht, Rederecht und Widerspruchsrecht können vollständig im Wege der elektronischen Kommunikation ausgeübt werden (§ 118a Abs. 1 S. 2 Nr. 1–4 und 6–8 AktG). Bei einer Präsenz-Hauptversammlung ist das ebenfalls möglich, wenn die Satzung, oder auf Grundlage einer Satzungsermächtigung der Vorstand, eine solche Rechtsausübung zulässt (§ 118 Abs. 1 S. 2 AktG).

Die Stimmrechtsausübung auf elektronischem Wege ist zum einen über eine elektronische Teilnahme möglich, also bei synchroner Teilnahme an der (in Präsenz oder virtuell abgehaltenen) Hauptversammlung, und zum anderen durch elektronische Briefwahl (§§ 118 Abs. 1, 2, 118a Abs. 1 S. 2 Nr. 2 AktG). Die Möglichkeit der elektronischen Briefwahl ist bei elektronischen Aktien besonders interessant, weil sie jede Art der asynchronen elektronischen Kommunika-

¹⁵⁹ Gesetz v. 20.7.2022, BGBl. I, 1166 ff.

tion vor oder während der Versammlung umfasst, die dem Aktionär eine Stimmabgabe ermöglicht.¹⁶⁰ Das eröffnet beispielsweise auch die Möglichkeit der Stimmabgabe über eine Blockchain,¹⁶¹ was besonders dann naheliegt, wenn die elektronische Aktie selbst auf dieser Blockchain, also als Kryptoaktie, ausgegeben worden ist. Es lässt sich dann dieselbe Technologie für die Ausgabe der Aktie und für die Stimmabgabe durch den Aktionär nutzen, auch zum Beispiel für eine automatisierte Stimmauszählung und Beschlussdokumentation, sofern der Datenschutz gewährleistet ist.¹⁶² Damit lassen sich formelle Beschlussmängel möglicherweise verhindern, wenngleich die Gefahr einer Anfechtung wegen materieller Beschlussmängel bestehen bleibt.¹⁶³

Bei Inhaberaktien allerdings stellt sich hier die Frage nach dem Nachweis der Stimmberechtigung. Bei börsennotierten Inhaberaktien kann der Aktionär gem. § 67c Abs. 3 AktG einen solchen Nachweis von seiner Depotbank verlangen.¹⁶⁴ Für nicht börsennotierte Inhaberaktien, einschließlich der einzelingetragenen Inhaberaktien, ist der Nachweis nicht geregelt. Eine Pflicht des Letztintermediärs oder, bei einzelingetragenen Inhaberaktien, der registerführenden Stelle¹⁶⁵ zur Erstellung eines geeigneten, wohl elektronischen Nachweises dürfte sich als vertragliche Nebenpflicht begründen lassen; vorzugswürdig wäre auch hier eine gesetzliche Regelung. Eine künftige Zulassung auch von Krypto-Inhaberaktien würde auch insoweit keine weiteren rechtlichen Probleme aufwerfen und zudem einen Nachweis der Stimmberechtigung unmittelbar über die Blockchain ermöglichen.

Auch bei einer rein elektronischen Beschlussfassung kann der Beschluss indes nicht in der digitalen Welt, etwa auf einer Blockchain, bleiben, sondern muss in einer Niederschrift des Aufsichtsratsvorsitzenden, bei börsennotierten Gesellschaften oder einem mit Dreiviertelmehrheit zu fassenden Beschluss in einer notariell aufgenommenen Niederschrift,¹⁶⁶ festgehalten werden (§ 130 Abs. 1 AktG). Der Notar muss zudem, ebenso wie der Versammlungsleiter (§ 118a Abs. 2 S. 3 AktG) und grundsätzlich z.B. auch die Vorstandsmitglieder (§ 118a Abs. 2 S. 1 AktG), physisch an der Hauptversammlung teilnehmen, auch wenn sie als virtuelle Hauptversammlung stattfindet (§ 130 Abs. 1a AktG). Eine Versammlung rein im virtuellen Raum sieht das AktG nicht vor.

¹⁶⁰ BeckOGK AktG/Hoffmann, Stand: 1.7.2023, § 118 Rn. 54.

¹⁶¹ Dazu Spindler (Fn. 5), 50.

¹⁶² S. nochmals die Nachweise (Fn. 146).

¹⁶³ Beurskens (Fn. 27), 89; zum Ganzen näher Möslein/Omlor/Urbach (Fn. 4), 2162.

¹⁶⁴ MüKoAktG/Bayer/Illhardt, 5. Aufl. 2021, § 67c Rn. 20; a.A. – für eine Nachweispflicht aus § 67c Abs. 3 AktG unabhängig von der Börsennotierung der Gesellschaft – BeckOGK AktG/Cahn, Stand: 1.7.2023, § 67c Rn. 2.

¹⁶⁵ Hierfür auch Eisenschmidt (Fn. 22), 829, der die Registereinsicht als Alternative vorschlägt; einem Kryptowertpapierregister lassen sich die Aktionäre allerdings nicht namentlich entnehmen.

¹⁶⁶ Wegen der damit verbundenen präventiven Qualitätssicherung zustimmend Möslein/Omlor/Urbach (Fn. 4), 2162.

Im Übrigen ist die virtuelle Beschlussfassung nicht auf bestimmte Beschlussgegenstände beschränkt und beispielsweise auch zu Kapitalmaßnahmen möglich. Für die Ausgabe neuer elektronischer Aktien gelten dann die üblichen Ausgaberegeln.¹⁶⁷

4. Dividendenauskehr

Auf der Grundlage des in der Hauptversammlung zu fassenden Gewinnverwendungsbeschlusses (§ 119 Abs. 1 Nr. 2 AktG) erfolgt die Dividendenauskehr an die Aktionäre. Diese kann, insbesondere bei einer rein elektronischen Beschlussfassung, automatisiert ausgelöst werden.¹⁶⁸ Insoweit gilt für elektronische Aktien nichts anderes als für herkömmlich verbrieft Aktien. Grundsätzlich haben die Aktionäre nach § 58 Abs. 4 AktG dann einen Anspruch auf die Zahlung von Geld.¹⁶⁹ Wenn die Satzung dies zulässt, kann der Gewinnverwendungsbeschluss stattdessen auf eine Sachausschüttung gerichtet sein (§ 58 Abs. 5 AktG), beispielsweise auf eine Ausschüttung in einer Kryptowährung. In diesem Fall kann die Dividendenauskehr an Kryptoaktionäre innerhalb desselben elektronischen Systems, der Blockchain, auf der die Aktien notiert sind, erfolgen.¹⁷⁰ Ließe man die Ausgabe von Krypto-Inhaberaktien künftig zu, so würde die Dividendenauskehr an Krypto-Inhaberaktionäre gegenüber derjenigen an Zentralregister-Inhaberaktionäre keine zusätzlichen rechtlichen Schwierigkeiten bereiten.

VI. Fazit und Thesen

Die Einführung elektronischer Aktien durch das ZuFinG ist aus gesellschaftsrechtlicher Sicht im Großen und Ganzen gelungen. Die neuartigen Wert-„Papiere“ fügen sich in das aktienrechtliche Regelungswerk weitgehend reibungslos ein. Einige kleinere Regelungslücken ergeben sich dadurch, dass Inhaberaktien, die vor der Einführung der elektronischen Aktien nur sammelverwahrt ausgegeben werden konnten (§ 10 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und 2 AktG), nunmehr auch in Einzeleintragung zulässig sind. Dies gilt unabhängig von der Art der Registerführung; besondere rechtliche Probleme, die eine künftige Einführung von Krypto-Inhaberaktien im Vergleich mit den jetzt schon zulässigen Zentralregister-Inhaberaktien mit sich bringen würde, sind nicht ersichtlich, weder aus Sicht des Gesellschaftsrechts noch aus Sicht des Geldwäscherechts. Die Entscheidung des ZuFinG-Gesetzgebers, Krypto-Inhaberaktien erst einmal auszuschließen, ist vor

¹⁶⁷ S. schon o. (bei und in Fn. 128).

¹⁶⁸ *Spindler*, ZGR 2020, 17, 50 f.; *Möslein/Omlor/Urbach* (Fn. 4), 2155; *Guntermann* (Fn. 22), 453 Rn. 17; *Möslein*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.) (Fn. 17), 179, 188 f.; *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 22), 90 Rn. 29.

¹⁶⁹ BeckOGK AktG/*Cahn/v. Spannenberg*, Stand: 1.7.2023, § 58 Rn. 99.

¹⁷⁰ *Beurskens*, NZG 2021, 353, 354.

diesem Hintergrund zu bedauern. Sie widerspricht dem erklärten gesetzgeberischen Willen, gerade die Blockchain-Technologie zu fördern,¹⁷¹ und verhindert, dass der Markt effiziente Lösungen etwa zur Aktionärskommunikation und zur Ausübung der Aktionärsrechte im Zusammenhang mit Krypto-Inhaberaktien entwickelt. Auch die Chance, das Wertpapierrecht aus der sachenrechtlichen Dogmatik, die sich mit der Rechtspraxis nur noch mühsam in Einklang bringen lässt, zu lösen, hat der ZuFinG-Gesetzgeber verstreichen lassen.

Im Einzelnen:

1. Die Zulassung elektronischer Aktien durch das ZuFinG erfolgt konstitutiv. Die nur optionale Einführung überzeugt.

2. Dass sammeleingetragene Namensaktien auch ohne die Möglichkeit eines Blankoindossaments als vertretbare Wertpapiere i.S.d. Depotgesetzes anzusehen und damit börsenfähig sind, sollte im eWpG klargestellt werden.

3. Ebenso wie elektronische Namensaktien sollten auch elektronische Inhaberaktien sowohl als Zentralregister- als auch als Kryptoaktien zugelassen werden. Der Ausschluss von Krypto-Inhaberaktien (§ 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 AktG n.F.) lässt sich weder aus Gründen des Geldwäscherechts noch gesellschaftsrechtlich rechtfertigen.

4. De lege ferenda wäre auch eine Satzungsbeurkundung im Wege der Videokommunikation, d.h. eine Online-Gründung wie im Recht der GmbH, jedenfalls für Gesellschaften, die ausschließlich elektronische Aktien ausgeben, wünschenswert.

5. Die Übertragung von Namens- und von Inhaberaktien folgt bei elektronischen Aktien denselben Regeln. Die Übertragung elektronischer Aktien in Einzeleintragung durch Einigung und Umtragung im elektronischen Register (§ 25 Abs. 1 eWpG) wird den Anforderungen der Praxis gerecht. Die Übertragung elektronischer Aktien in Sammeleintragung erfolgt insbesondere durch die Übertragung des Miteigentumsanteils am elektronischen Wertpapier (§§ 929 S. 1 BGB, 9 Abs. 1 S. 2 eWpG), wobei dieser sachenrechtliche Ansatz nur eine Übergangslösung bis zu einer umfassenden Reform des Wertpapierrechts sein kann.

6. Um in Fällen, in denen sich der Inhalt des im Wertpapierregister eingetragenen Rechts durch gesellschaftsinterne Vorgänge beim Emittenten (z.B. eine Einziehung oder einen Squeeze-out) ändert, eine schnelle Berichtigung der Registereintragung sicherzustellen, ist im eWpG de lege ferenda ein Weisungsrecht des Emittenten gegenüber der registerführenden Stelle auf Eintragung der Rechtsänderung zu verankern.

7. Der ZuFinG-Gesetzgeber hat sich zu Recht gegen eine Verbindung von Wertpapier- und Aktienregister entschieden und in § 30a eWpG n.F. zweckmäßigerweise nur bestätigt, dass die registerführende Stelle, also die Stelle, die das Wertpapierregister führt, auch mit der Führung des Aktienregisters beauftragt werden kann.

¹⁷¹ Nochmals Begr. RegE ZuFinG, BR-Drucks. 362/23, 62.

8. Das für börsennotierte Gesellschaften geltende „Know your shareholder“-Konzept des § 67d AktG ist bei elektronischen Aktien einfacher umzusetzen als bei verbrieften Aktien. Für nicht börsennotierte Gesellschaften reichen die Möglichkeiten der Aktionärsidentifikation bei elektronischen Namensaktien gleich weit und bei elektronischen Inhaberaktien weiter als bei verbrieften Aktien.

9. Auch die Regelungen zur Aktionärskommunikation, insbesondere §§ 67a-c und §§ 121 Abs. 4, 125 AktG, lassen sich auf elektronische Aktien im Wesentlichen gleichermaßen anwenden. Sie ermöglichen, bei börsennotierten Gesellschaften unter den Voraussetzungen des § 49 Abs. 3 WpHG, gegenüber Namensaktionären eine effiziente Kommunikation auf elektronischem Wege, auch unter Auslassung der Intermediärskette und grundsätzlich auch unter Nutzung einer Blockchain. Die Vorteile elektronischer Inhaberaktien in Einzeleintragung ließen sich durch eine Ergänzung der §§ 121 Abs. 4, 125 Abs. 1 AktG, die der Gesellschaft im Vorfeld der Hauptversammlung eine rechtssichere individuelle Kommunikation und Mitteilung unmittelbar an die im Wertpapierregister Eingetragenen, ggf. unter Verwendung ihrer Kennung, ermöglichen würde, noch besser nutzbar machen. In jedem Fall ergänzungsbedürftig ist § 125 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG mit Blick auf eine Mitteilung über die Einberufung der Hauptversammlung an einzeleingetragene Inhaberaktionäre, weil *de lege lata* eine unmittelbare Mitteilung nicht und eine Mitteilung an die registerführende Stelle allenfalls in analoger Anwendung der Vorschrift möglich ist.

10. Das Potenzial elektronischer Aktien, vor allem von Kryptoaktien, lässt sich mit den geltenden Regelungen zur Ausübung von Aktionärsrechten in der Hauptversammlung, insbesondere zur Stimmrechtsausübung, und zur Dividendenauskehr nutzen. Für nicht börsennotierte Inhaberaktien sollte noch eine Verpflichtung des Letztintermediärs und bei einzeleingetragenen Inhaberaktien eine Verpflichtung der registerführenden Stelle, einen Nachweis der Stimmberechtigung auszustellen, ins Gesetz aufgenommen werden.

Elektronische Aktien im Kapitalmarktrecht

Dörte Poelzig

I. Einführung¹

Ziel des Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) ist es, „die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken“.² Um dieses Ziel zu erreichen, kommt der Gesetzgeber einer bereits lange geforderten „Digitalisierung des Kapitalmarktes“ nach und öffnet das deutsche Recht für elektronische Aktien.³ Aus wirtschaftlicher Perspektive ist die Digitalisierung des Kapitalmarktes längst überfällig. In anderen Ländern – wie etwa an der Schweizer SIX Digital Exchange⁴ oder auch an der Tokenise Stock Exchange, die ihren Sitz in Barbados hat, aber in London operiert⁵ – gehört der Handel mit digitalen Wertpapieren am Kapitalmarkt längst zur Realität. Und auch die OECD bescheinigt dem Markt für digitale Wertpapiere das größte Wachstumspotential am Finanzmarkt.⁶

Wie aber stehen aus rechtlicher Sicht die Chancen für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt mit elektronischen Aktien? Nach Inkrafttreten des eWpG wurde vor allem zu den Kryptowertpapieren die Befürchtung geäußert, dass mit dem Gesetz mangels ausreichender Infrastruktur allenfalls der unregulierte graue Kapitalmarkt gefördert werde.⁷ Dies scheint ein Blick auf die bisherige Entwicklung

¹ Alle Internetquellen wurden zuletzt am 05.01.2024 abgerufen.

² Begr RegE ZuFinG, 1.

³ Zu entsprechenden Forderungen nach Inkrafttreten des eWpG *Casper*, AG 2022, 714 Rn. 45; *Casper*, in: Möslein/Omlor (Hrsg.), FinTech-Handbuch, 2. Aufl. 2021, § 28 Rn. 76; *Dubovitskaya*, ZIP 2020, 2551, 2552; *Guntermann*, AG 2021, 449 Rn. 22; *Lehmann*, BKR 2020, 431, 432; *Maumel/Fromberger*, ZHR 185 (2021), 554; *Maumel/Dengal/Fromberger/Kaulartz/Steinhorst*, https://www.bmj.de/SharedDocs/Publikationen/DE/Fachpublikationen/2020_Gutachten_Blockchain-Technologie.pdf?__blob=publicationFile&v=4; *Omlor/Wilkel/Blöcher*, MMR 2022, 1044, 1056; *Reger/Langheld/Haagen*, RD 2021, 83, 87; *Segna*, WM 2020, 2301; *Wieneke/Kunz*, NZG 2021, 316, 317.

⁴ S. *Gajo*, AG 2022, R228.

⁵ S. *Gajo* (Fn. 4), R181, R200.

⁶ <https://www.oecd.org/finance/TheTokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm>.

⁷ [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-bs.pdf?__blob=publicationFile&v=1)

der Kryptowertpapiere seit Inkrafttreten des eWpG zu bestätigen. So registrierte die BaFin im September 2023 auf ihrer Internetseite zwar etwa 50 Kryptowerte,⁸ die auf dem Primärmarkt emittiert wurden, ein echter Handel auf dem (regulierten) Sekundärmarkt – wie in anderen Ländern – ist hierzulande aber bisher nicht erkennbar.⁹ Ein Primärmarkt kann auf Dauer jedoch nur existieren, wenn es einen funktionierenden Sekundärmarkt gibt, der in der Lage ist, Liquidität bereitzustellen und Anlegern den Kauf und Verkauf solcher Vermögenswerte zu ermöglichen.¹⁰ Auch wenn die „Herausbildung von Sekundärmärkten“ – so hieß es etwa in der Börsen-Zeitung – „kein Selbstläufer“ ist,¹¹ und ein entsprechendes rechtliches Umfeld erfordert, befasst sich das Zukunftsfinanzierungsgesetz im Zusammenhang mit den elektronischen Aktien allenfalls am Rande mit kapitalmarktrechtlichen Fragen zum Anlegerschutz und zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes¹² Der Gesetzgeber schafft mit der Öffnung des eWpG zwar die rechtliche Grundlage für eine sichere Übertragung elektronischer Aktien,¹³ aber nicht die für einen funktionsfähigen Sekundärmarkt notwendige aufsichtsrechtliche Infrastruktur.¹⁴ Die Beschränkung des Gesetzgebers auf wertpapier- und aktienrechtliche Fragen der elektronischen Aktien und das weitgehende Schweigen zur kapitalmarktrechtlichen Regulierung verwundert nicht, denn das Kapitalmarktrecht ist zu einem Großteil durch den europäischen Gesetzgeber mindest-

Stellungnahme-blockchain.pdf?__blob=publicationFile&v=1; https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-blocklab.pdf?__blob=publicationFile&v=1; https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-bwf.pdf?__blob=publicationFile&v=1.

⁸ https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Kryptowertpapiere/kryptowerte_node.html.

⁹ So auch *Maume*, BKR 2023, 282, 283.

¹⁰ S. auch die Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen, COM(2020) 594 final, 14, ErwGr 3: “Without a secondary market able to provide liquidity and to enable investors to buy and sell such assets, the primary market for crypto-assets that qualify as financial instruments will never expand in a sustainable way“.

¹¹ *Schmitt*, Börsen-Zeitung v. 20.10.2021, 5.

¹² Zum Gegenstand des Kapitalmarktrechts *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2023, Rn. 26 ff. Zwar finden sich im ZuFinG insbesondere Regelungen, die – wie etwa die Einführung einer Börsenmantelaktiengesellschaft zum Zweck der Börsenzulassung im BörsG (s. hierzu Begr. RegE ZuFinG, 115 ff.) – dem Anlegerschutz und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dienen und damit kapitalmarktrechtlicher Natur sind. Sie sind aber nicht auf elektronische Aktien beschränkt.

¹³ Näher hierzu in diesem Werk: *Möslein*, Elektronische Aktien im Wertpapierrecht, S. 93, 111.

¹⁴ *Maume* (Fn. 9), 283 f.

und häufig sogar vollharmonisiert;¹⁵ der Spielraum des deutschen Gesetzgebers ist insoweit also begrenzt.

Im Folgenden soll zunächst die Regulierung des Primärmarktes, also die Regeln bei der Emission elektronischer Aktien (II.), und anschließend die Regulierung des Sekundärmarktes, also die Regeln zum Handel mit elektronischen Aktien (III.), näher beleuchtet werden. Abschließend stehen dann die kapitalmarktrechtlichen Fragen der notwendigen Infrastruktur im Fokus, die vor allem durch die europäische DLT-PilotVO adressiert werden (IV.).

II. Regulierung des Primärmarktes

Bei der Emission elektronischer Aktien am Primärmarkt ist in erster Linie die Prospektspflicht nach der Prospektverordnung (EU) 2017/1129 (ProspektVO) zu beachten. Demnach ist ein öffentliches Angebot von Wertpapieren nur nach Veröffentlichung eines Prospekts möglich (s. Art. 3 Abs. 1 ProspektVO).

1. Elektronische Aktien als Wertpapiere iSd. Kapitalmarktrechts

Der kapitalmarktrechtliche Begriff des Wertpapiers wird in der MiFID II definiert und gilt für das gesamte Kapitalmarktrecht¹⁶ und damit auch für die ProspektVO (Art. 2 lit. a ProspektVO). Übertragbare Wertpapiere müssen demnach auf dem Kapitalmarkt handelbar und etablierten Wertpapierarten ähnlich ausgestaltet sein (Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. a MiFiD II). Da es auf eine Verbriefung für den aufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriff gerade nicht ankommt, sind sowohl Zentralregisteraktien iSd. § 4 Abs. 2 eWpG, die in einem zentralen Register iSd. § 12 eWpG geführt werden, als auch Kryptoaktien iSd. § 4 Abs. 3 eWpG erfasst, die in einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem iSd. § 16 eWpG, etwa einem DLT-Register, registriert sind.¹⁷ Dass auch Kryptowertpapiere als Security Token zu den aufsichtsrechtlichen Wertpapieren gehören, war zwar bisher nicht völlig abschließend geklärt, aber im Schrifttum überwiegend anerkannt¹⁸ und entsprach zudem der Auffassung der BaFin.¹⁹ Der europäische Gesetzgeber hat dies nun in der MiFID II mit Wirkung seit dem 23.3.2023 ausdrücklich klargestellt, indem er in Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II die „mittels Distributed-Ledger-Technologie emittierten Instrumente“ ergänzt hat. Elektronische Aktien iSd.

¹⁵ Poelzig (Fn. 12), Rn. 48 ff.

¹⁶ Poelzig (Fn. 12), Rn. 74 ff.

¹⁷ Zur erforderlichen Abgrenzung der Begrifflichkeiten im Zusammenhang mit der Kryptoregulierung *Maume/Siadat*, NJW 2023, 1168 ff.

¹⁸ S. *Zickgraf*, AG 2018, 293, 301 f.; *Höhlein/Weiß*, RdF 2019, 116, 198; *Klöhn/Parhofer/Resas*, ZBB 2018, 89, 101 f.; *Kaulartz/Matzke*, NJW 2018, 3278, 3282 f.

¹⁹ https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_I_COs.html.

eWpG fallen also als aufsichtsrechtliche Wertpapiere in den Anwendungsbereich der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften und sind dementsprechend nicht von der als Auffangregelung für sonstige Kryptowerte gedachten MiCAR erfasst.²⁰

2. Prospektpflicht und -haftung

Werden Zentralregisteraktien oder Kryptoaktien am Primärmarkt öffentlich angeboten, ist grundsätzlich ein Prospekt nach den Vorgaben der EU-ProspektVO zu veröffentlichen.²¹ Etwas anderes gilt nur, wenn die Voraussetzungen einer gesetzlich geregelten Ausnahme von der Prospektpflicht vorliegen. So findet die Prospektpflicht nach Art. 1 Abs. 4 ProspektVO beispielsweise keine Anwendung, wenn sich das öffentliche Angebot von elektronischen Aktien ausschließlich an qualifizierte Anleger richtet (lit. a)), weniger als 150 natürliche oder juristische Personen pro Mitgliedstaat (lit. b)) oder nur Mitarbeiter (lit. i)) adressiert. Daneben kann bei sog. Kleinemissionen, deren Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum über einen Zeitraum von zwölf Monaten nicht mehr als 8 Mio. Euro beträgt, anstelle eines vollständigen Wertpapierprospekts ein kurzes Wertpapierinformationsblatt (WIB) mit den wesentlichen Informationen veröffentlicht werden (Art. 3 Abs. 2 UAbs. 1 lit. b) ProspektVO i.V. m. §§ 3 Nr. 2 und 4 WpPG).²² Bei Verstößen gegen die Prospektpflicht, weil kein oder ein fehlerhaftes Prospekt veröffentlicht wurde, droht die Prospekthaftung sowie die Verhängung von Bußgeldern nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG).

III. Regulierung des Sekundärmarktes

Welche kapitalmarktrechtlichen Regeln für den Handel mit elektronischen Aktien gelten, bestimmt sich danach, ob der Handel auf regulierten Handelsplätzen oder *over-the-counter* (OTC) stattfindet.

1. Elektronische Aktien an regulierten Handelsplätzen

a) Marktmissbrauchs- und Publizitätsregeln

Für den Handel an regulierten Handelsplätzen sind vor allem die Marktmissbrauchsverordnung (EU) 596/2014 (MAR) und die Publizitätsvorschriften zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) relevant. Hierdurch sollen der Kapitalmarkt und die Anleger gegen Marktmanipulationen (Art. 15 MAR) und Insiderhandel (Art. 14 MAR) geschützt und über die Ad-hoc-Informationspflicht (Art. 17 MAR) sowie die Regel- und Beteiligungspublizität mit den für die Anlageentscheidung wesentlichen In-

²⁰ Poelzig (Fn. 12), Rn. 1048.

²¹ Näher hierzu Poelzig (Fn. 12), Rn. 235 ff.

²² Hierzu Poelzig, BKR 2018, 357, 358 f.

formationen versorgt werden (§§ 33 ff.; §§ 114 ff. WpHG). Die Marktmissbrauchsverordnung sowie das WpHG (§ 2 Abs. 4 WpHG) knüpfen ihre Anwendbarkeit jeweils an den Begriff des Finanzinstruments iSd. MiFID II an und schließen – wie die ProspektVO (s. II. 1.) – Wertpapiere im aufsichtsrechtlichen Sinne ein. Da die Definition der Wertpapiere bzw. Finanzinstrumente sowohl im nationalen Recht als auch im Unionsrecht technologieneutral formuliert ist (§ 2 Abs. 1 WpHG; Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II), erfasst das WpHG ebenso wie die MAR prinzipiell Zentralregisteraktien iSd. § 4 Abs. 2 eWPG ebenso wie Kryptoaktien iSd. § 4 Abs. 3 eWpG. Da also auch mittels Distributed-Ledger-Technologie emittierte Instrumente vom Anwendungsbereich des WpHG umfasst sind, hält der deutsche Gesetzgeber eine Ergänzung der Definition der Finanzinstrumente (insbesondere auch des § 2 Abs. 4 WpHG) um DLT-Finanzinstrumente – nach dem Vorbild der MiFID II (s. II. 1.) – zurecht für entbehrlich.²³

Die Anwendbarkeit der kapitalmarktrechtlichen Regeln hängt darüber hinaus aber jeweils davon ab, dass die Wertpapiere im Falle der Marktmissbrauchsverordnung auf Handelsplätzen (Art. 2 Abs. 1 MAR) bzw. im Falle der Transparenzrichtlinie an geregelten Märkten gehandelt werden (Art. 1 Abs. 1 Transparenzrichtlinie bzw. §§ 33 Abs. 4; 114 iVm. 2 Abs. 14 WpHG).

b) Zugang von elektronischen Aktien zum Handel an regulierten Handelsplätzen

Zu den unionsrechtlich regulierten Handelsplätzen gehören der geregelte Markt, multilaterale Handelssysteme (MTF) und organisierte Handelssysteme (OTF).²⁴ Während OTF für den Handel mit elektronischen Aktien bereits deshalb ausscheiden, weil dort nur Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate oder Derivate gehandelt werden können (§ 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 9 WpHG; Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II), kommen geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme grundsätzlich für den Handel mit elektronischen Aktien in Betracht. Geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme zeichnen sich jeweils dadurch aus, dass sie als multilaterale Systeme die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Wertpapieren zu einem Vertragsabschluss zusammenführen (§ 2 Abs. 11; Abs. 8 Nr. 8 WpHG; Art. 4 Abs. 1 Nr. 21, 22 MiFID II). Während Börsen als teilrechtsfähige Anstalten öffentlichen Rechts nur mit behördlicher Erlaubnis nach § 4 Abs. 1 BörsG entstehen, sind multilaterale Handelssysteme privatrechtlich organisiert und entstehen unabhängig von einer staatlichen Zulassung.²⁵ Die Betreiber der Handelsplätze sind in Umsetzung der MiFID II durch das BörsG bzw. die §§ 72 ff. WpHG reguliert.

Für den Zugang elektronischer Aktien zu den regulierten Handelsplätzen²⁶ ist zu differenzieren: Während sich für Zentralregisteraktien im Vergleich zu den

²³ Begr. RegE ZuFinG S. 163.

²⁴ Vgl. Art. 4 Abs. 2 Nr. 24 MiFID II.

²⁵ Hierzu *Poelzig* (Fn. 12), Rn. 218.

²⁶ Zum typischen bisherigen Ablauf des Kapitalmarkthandels *Litten*, BKR 2022, 551, 553 f.

herkömmlichen Aktien nicht viel ändert, stoßen demgegenüber Kryptowertpapiere beim Zugang zu den regulierten Handelsplätzen auf regulatorische Hürden.

aa) Pflicht zur Einbuchung in den Effekten giroverkehr

Als größte Hürde für den Zugang von Kryptowertpapieren zu regulierten Handelsplätzen gilt die unionsrechtliche Pflicht zur Einbuchung in den Effekten giroverkehr nach der europäischen Verordnung über Wertpapierzentralverwahrer (EU) 909/2014 (CSDR).²⁷ Die Zulassung zu den europäischen Handelsplätzen iSd. Art. 2 Abs. 1 Nr. 41 CSDR iVm. Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II, einschließlich geregelter Märkte und MTF, setzt gem. Art. 3 Abs. 1 CSDR voraus, dass die Wertpapiere durch Buchungen im Effekten giro bei einem als solchen zugelassenen Zentralverwahrer erfasst werden, indem die Wertpapiere entweder immobilisiert oder von Anfang an in entmaterialisierter Form begeben werden. Im klassischen Wertpapierhandel soll hierdurch nach dem Willen des europäischen Gesetzgebers die Abwicklung erleichtert und die Integrität einer Wertpapieremission gewährleistet werden (ErwGr 11 CSDR). Der Zentralverwahrer bzw. die Wertpapiersammelbank – in Deutschland allein die Clearstream Banking AG – verwahrt als Depotbank für Depotbanken die Globalurkunde bzw. den Sammelbestand und vollzieht die Abwicklung durch Gutschrift und Belastung von Depotkonten. Damit wird eine wirkliche physische oder sonstige Übertragung der Wertpapiere zwischen den einzelnen Depotbanken der Anleger für die Übertragung entbehrlich.

Die Pflicht zur Einbuchung in den Effekten giroverkehr stellt für den Handel mit Zentralregisteraktien iSd. § 4 Abs. 2 eWpG keine größere Hürde dar, denn insoweit wird im Wesentlichen lediglich die bisher erforderliche Einlieferung einer Globalurkunde durch die Registrierung des elektronischen Wertpapiers ersetzt.²⁸ Sind Zentralregisteraktien in Sammeleintragung bei einer Wertpapiersammelbank registriert, werden sie kraft Gesetzes gem. § 12 Abs. 3 eWpG zur Abwicklung im Effekten giro erfasst²⁹ und erfüllen damit die Voraussetzungen für den Zugang zu den regulierten Handelsplätzen gem. Art. 3 Abs. 1 CSDR. An die Stelle der Verwahrung der Globalurkunde bzw. des Sammelbestandes beim Zentralverwahrer tritt dann die Führung des Zentralregisters. Die Eintragung der Wertpapiersammelbank, namentlich der Clearstream Banking AG als Wertpapierinhaberin und die Registerführung durch die Wertpapiersammelbank ist die „digitale Abbildung des institutionellen Effekten giroverkehrs“.³⁰

²⁷ S. bereits *Patz*, BKR 2019, 435, 440 f. Ebenso *Rombal/Oppenheim/Pfaf*, RD 2023, 145, 146 f.

²⁸ Allgemein bereits zu den Zentralregisterwertpapieren *Habersack*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.), *Elektronische Wertpapiere*, 2021, § 4, 99; *Lehmann*, BKR 2020, 431, 438; *Sickinger/Thelen*, AG 2020, 862 Rn. 10; *Wieneke/Kunz*, NZG 2021, 316, 319.

²⁹ *Habersack* (Fn. 27), § 4, 99.

³⁰ Begr. RegE eWpG BT-Drs. 19/26925, 49.

Eine § 12 Abs. 3 eWpG entsprechende Regelung, die die Einbeziehung von Kryptowertpapieren in das Effktengiro bei einem Zentralverwahrer kraft Gesetzes vorsieht, gibt es hingegen nicht. Daher ist nach verbreiteter Auffassung im Schrifttum³¹ und auch der BaFin³² eine Einbeziehung von Kryptowertpapieren und damit wohl künftig auch von Kryptoaktien im Effktengiroverkehr ausgeschlossen. Zwar wäre eine Einbuchung von Kryptowertpapieren bei einem Zentralverwahrer theoretisch durchaus denkbar, indem eine Sammeleintragung auf den Namen einer Wertpapiersammelbank als Inhaberin (s. § 9b DepotG) erfolgt. Damit würden aber die eigentlichen Vorteile der DLT, die bei der Einzeleintragung liegen, verloren gehen.³³ Kryptowertpapiere in Einzeleintragung werden gem. §§ 24 ff. eWpG unmittelbar durch Umtragungen im Kryptowertpapierregister übertragen. Die zusätzliche Einbuchung im Effktengiro des Zentralverwahrers hätte demgegenüber keinen zusätzlichen Mehrwert, sondern im Gegenteil ein erhöhtes Fehlerpotential zur Folge (s. auch ErwGr 30 DLT-PilotVO). Die mit der Einbuchung im Effktengiro im klassischen Wertpapierhandel erzielte Effizienz und Sicherheit würde so in der digitalen Welt zu Ineffizienz und Unsicherheit führen.³⁴

bb) Vermittlungspflicht

Neben der Pflicht zur Einbuchung hemmt darüber hinaus auch die Vermittlungspflicht die Handelbarkeit von Kryptoaktien auf den regulierten Handelsplätzen (ErwGr 26 und 32). Während Privatanleger in der Regel direkten Zugang zu Plattformen für den Handel mit Kryptowerten sowie alternativen Abwicklungsmodellen auf Grundlage der DLT haben, dürfen sowohl Börsen als auch multilaterale Handelssysteme als Mitglieder oder Teilnehmer nur gewerblich tätige Unternehmen, nicht aber Privatanleger zulassen (§ 19 Abs. 2 BörsG; § 72 WpHG). Die Beschränkung des Zugangs zu regulierten Handelsplätzen auf professionelle Teilnehmer basiert auf Art. 53 Abs. 3 (i.V.m. Art. 19 Abs. 2) MiFID II und soll einen reibungslosen Handel sicherstellen.³⁵ Angesichts der u.U. hohen Handelsvolumina sind Schnelligkeit, Genauigkeit und Zuverlässigkeit der Handelsteilnehmer von entscheidender Bedeutung.³⁶

³¹ *Mittwoch*, WM 2021, 375, 382 f.; *Reger/Langheld/Haagen*, RDt 2021, 83, 91.

³² https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2021/fa_bj_21_07_eWpG.html.

³³ *Reiter*, in: *Conreder/Meier*, eWpG, 2022, § 16 Rn. 3.

³⁴ Näher hierzu *Patz*, BKR 2019, 435, 441.

³⁵ BVerwG WM 1986, 965.

³⁶ *Begr. RegE*, BT-Drs. 7/101, 10.

cc) Trennung von Handels- und Nachhandelstätigkeiten

Ein dritter Hemmschuh des geltenden Rechts für den Handel von Kryptoaktien an regulierten Handelsplätzen ist schließlich die zwingend getrennte Erbringung von Handels- und Nachhandelstätigkeiten durch multilaterale Handelssysteme einerseits und Wertpapierliefer- und -abrechnungssysteme andererseits. Die zwingende Trennung und Einschaltung mehrerer Intermediäre dienen der Risikospezialisierung und der Entflechtung, durch die der Wettbewerb gefördert werden soll (ErwGr 14 (EU) DLT-PilotVO 2022/858), und hat zur Konsequenz, dass die Abwicklung von Transaktionen am klassischen Kapitalmarkt bis zu zwei Börsentage in Anspruch nimmt. Demgegenüber wäre es technisch möglich, sämtliche Transaktionen in einem Distributed Ledger ohne Einschaltung von Intermediären (Desintermediation) zu erfassen und nahezu in Echtzeit durchzuführen.³⁷ Rechtlich ist die Zusammenlegung von Handels- und Nachhandelsdienstleistungen und -tätigkeiten derzeit jedoch ausgeschlossen.

2. Elektronische Aktien im OTC-Handel

Während der Handel von Zentralregisteraktien an regulierten Handelsplätzen künftig ohne größere Schwierigkeiten möglich sein wird, stehen dem Handel von Kryptoaktien an Börsen und multilateralen Handelssystemen also derzeit noch regulatorische Hindernisse im Weg. Damit gibt es derzeit tatsächlich einen erheblichen Anreiz, Kryptowertpapiere und damit auch Kryptoaktien außerhalb regulierter Handelsplätze auf Plattformen *over-the-counter* (OTC) zu handeln.

a) Kryptoplattformen als Finanz- und Wertpapierdienstleistungen

Der OTC-Handel über Kryptoplattformen ist freilich nicht gänzlich unreguliert. Da mit elektronischen Aktien Wertpapiere iSd. MiFID II gehandelt werden, sind die Plattformen jeweils als Finanzdienstleistungen iSd. § 1 Abs. 1 a KWG bzw. Wertpapierhandelsdienstleistungen iSd. § 2 Abs. 8 WpHG einzuordnen. Denkbar ist der Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowertpapiere als eine Form des Eigenhandels durch systematische Internalisierung (§ 1 Abs. 1a S. 1 Nr. 4 lit. b) KWG; § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 2 lit. b) WpHG), als Finanzkommissionsgeschäft (§ 1 S. 1 Nr. 4 KWG; § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 1 WpHG) oder als Anlage- oder Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a S. 1 Nr. 1 und 2 KWG; § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 3 und 4 WpHG).³⁸ Für solche Bankgeschäfte bzw. Finanzdienstleistungen ist jeweils eine Erlaubnis nach § 32 KWG bzw. § 15 WpIG erforderlich und der Betreiber hat bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen Verhaltens- und Organisationspflichten gem. §§ 63 ff.; 80 ff. WpHG zu beachten.

³⁷ S. auch *Litten*, BKR 2022, 551, 552.

³⁸ Ausführlich zur Einordnung von Kryptoplattformen als Finanz- und Wertpapierdienstleistungen Patz, BKR 2019, 435, 437 ff.

b) Keine Regulierung durch MAR und Transparenzrichtlinie

Im Übrigen gelten für den OTC-Handel mit elektronischen Aktien weder die Marktmissbrauchsverordnung noch die Vorschriften zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie. Anleger sind hier daher weder vor Marktmanipulationen durch Art. 15 MAR noch vor Insiderhandel durch Art. 14 MAR geschützt. Zudem gelten keine besonderen kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten, weder die Ad-hoc-Informationspflicht gem. Art. 17 MAR noch die Beteiligungs- und Regelpublizität (§§ 33 ff.; §§ 114 ff. WpHG).

3. Zwischenergebnis

Welche kapitalmarktrechtlichen Vorschriften für den Handel mit elektronischen Aktien gelten, hängt also davon ab, ob sie auf regulierten Handelsplätzen oder – wie nach Inkrafttreten des eWpG vielfach befürchtet – nur außerhalb dieser, also *over-the-counter*, gehandelt werden können. Während Zentralregisteraktien künftig ohne Weiteres auf regulierten Handelsplätzen handelbar sein werden, stehen dem Handel von Kryptoaktien an regulierten Handelsplätzen (noch) erhebliche Hindernisse im Weg. Die Herausbildung eines liquiden Sekundärmarktes für Kryptoaktien liegt damit weniger in den Händen des deutschen Gesetzgebers, der mit der Öffnung des eWpG für elektronische Aktien alle seinerseits möglichen Schritte getan hat. Die maßgeblichen Hürden auf dem Weg zu einem funktionierenden Kapitalmarkt für Kryptowertpapiere können nur und müssen vor allem durch den europäischen Gesetzgeber aus dem Weg geräumt werden. Zurecht ließ daher bereits kurz nach Inkrafttreten des eWpG der Ruf nach einem Tätigwerden des europäischen Gesetzgebers nicht lange auf sich warten, „eine geeignete rechtliche Infrastruktur auch für digitale Aktien zur Verfügung zu stellen“.³⁹

IV. Handel von Kryptoaktien nach der DLT-Pilotverordnung

Der europäische Gesetzgeber ist der Aufforderung, die rechtlichen Voraussetzungen für einen Handel mit digitalen Wertpapieren zu schaffen, inzwischen nachgekommen und hat am 30. Mai 2022 die europäische DLT-Pilotverordnung (EU) 2022/858 (DLT-PilotVO)⁴⁰ verabschiedet, die seit dem 23. März 2023 gilt.

³⁹ *Mittwoch*, WM 2021, 375, 383.

⁴⁰ Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014 sowie der Richtlinie 2014/65/EU.

1. Gegenstand und Anwendungsbereich

a) Sandkasten-Lösung

Mit der Verordnung wurde erstmals auf europäischer Ebene eine sog. Sandbox- oder Sandkasten-Lösung gewählt,⁴¹ um die Entwicklung von DLT-basierten Infrastrukturen für Kapitalmärkte zu erproben und zu erleichtern.⁴² In der Vergangenheit wurde eine solche „regulatory sandbox“, wie sie in einzelnen Rechtsordnungen bereits existiert,⁴³ im Schrifttum zwar vielfach gefordert, bislang aber sowohl auf deutscher⁴⁴ als auch auf europäischer Ebene⁴⁵ (noch) abgelehnt.⁴⁶ Innerhalb einer „regulatory sandbox“ gelten für eine gewisse Testphase und unter bestimmten Bedingungen reduzierte regulatorischen Vorgaben, die den Adressaten Spielraum für innovative Tätigkeiten bieten.⁴⁷ Ziel ist es, „die Entwicklung von als Finanzinstrumenten geltenden Kryptowerten und Distributed-Ledger-Technologie zu ermöglichen und gleichzeitig ein hohes Maß an Anlegerschutz, Marktintegrität, Finanzstabilität und Transparenz zu wahren und Aufsichtsarbitrage und Schlupflöcher zu vermeiden“ (ErwGr 6 S. 1 DLT-PilotVO). Bei der Anwendung der Verordnung ist vor allem auch zu beachten, dass nach dem Grundsatz der Technologieneutralität gleiche Dienstleistungen unabhängig von der zugrundeliegenden Technologie gleich behandelt werden⁴⁸ und der Grundsatz „gleiche Tätigkeit, gleiche Risiken, gleiche Regeln“ gilt (ErwGr 10 DLT-PilotVO).

b) Sachlicher und zeitlicher Anwendungsbereich

Die Verordnung gilt für sog. DLT-Marktinfrastrukturen, also Handels- und Abwicklungssysteme für Finanzinstrumente, die mittels der Distributed-Ledger-Technologie emittiert, verbucht, übertragen und gespeichert werden (Art. 2 Nr. DLT-PilotVO). Darunter fallen auch Kryptowertpapiere iSd. §§4 Abs. 3 iVm. Abs. 1 Nr. 2; 16 eWpG. Denn die DLT-PilotVO definiert DLT als eine Techno-

⁴¹ <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/11/dlt-pilot-regime-eu-sandbox-last>.

⁴² Zu den Vor- und Nachteilen *Rombal/Oppenheim/Pfaf* (Fn. 29), 150 ff.

⁴³ <https://eba.europa.eu/esas-publish-joint-report-on-regulatory-sandboxes-and-innovative-hubs>, 18; <https://www.fca.org.uk/publications/research/impact-and-effectiveness-innovative>.

⁴⁴ https://www.bundestag.de/webarchiv/presse/hib/2020_06/701374-701374.

⁴⁵ <https://eba.europa.eu/esas-publish-joint-report-on-regulatory-sandboxes-and-innovative-hubs>.

⁴⁶ So etwa BT-Drs. 19/15103, 3; <https://www.bundestag.de/resource/blob/563344/4b26c44d1637d05e537aef6c7ae6874b/wd-4-095-18-pdf-data.pdf>.

⁴⁷ Vgl. dazu: Kommission, FinTech-Aktionsplan v. 8.3.2018, COM/2018/0109 final, 10; *Krimphove/Rohwetter*, BKR 2018, 494, 495.

⁴⁸ Siehe Mitteilung der Kommission, FinTech-Aktionsplan, COM(2018) 109 final, 11 („Technologieneutralität gehört zu den Leitgrundsätzen der Kommissionspolitik“); dazu näher: *Möslein/Omlor*, BKR 2018, 236, 238.

logie, die den Betrieb und die Nutzung eines Informationsspeichers ermöglicht, der Aufzeichnungen über Transaktionen enthält und der unter Verwendung eines Konsensmechanismus auf eine Reihe von DLT-Netzwerkknoten verteilt und zwischen diesen synchronisiert wird (Art. 2 Nr. 1, 2 DLT-PilotVO).

Das Pilot-Regime gilt (zunächst) nur für einen Erprobungszeitraum von drei Jahren, der nach Überprüfung und Berichterstattung (Art. 14 DLT-PilotVO) um bis zu drei weitere Jahre verlängert werden kann (s. auch ErwGr 48 DLT-PilotVO). Der Erprobungscharakter der DLT-PilotVO als Sandbox-Regelung kommt auch darin zum Ausdruck, dass der Zugang auf bestimmte Finanzinstrumente und Höchstbeträge beschränkt ist. So werden Aktien gem. Art. 3 Abs. 1 DLT-PilotVO nur zugelassen, wenn der Emittent zum Zeitpunkt der Zulassung eine Marktkapitalisierung von weniger als 500 Mio. EUR aufweist. Außerdem darf der Gesamtmarktwert aller DLT-Finanzinstrumente auf einer DLT-Marktinfrastuktur 6 Mrd. EUR nicht überschreiten.

2. Erleichterungen für DLT-Marktinfrastrukturen

In der DLT-PilotVO werden vor allem die drei zuvor identifizierten hauptsächlichen regulatorischen Hindernisse für die Herausbildung von Sekundärmärkten für Kryptowertpapiere (s. III. 1. b)) adressiert. Zur Überwindung dieser Hindernisse können die nationalen Aufsichtsbehörden DLT-Marktinfrastrukturen, also Handels- und Abwicklungssystemen für DLT-Finanzinstrumente auf Antrag besondere Genehmigungen erteilen (Art. 8 bis 10 DLT-PilotVO) und hierdurch von bestimmten aufsichtsrechtlichen Vorgaben befreien, die dem Handel und der Abwicklung von Transaktionen mit als Finanzinstrumente geltenden Kryptowerten momentan entgegenstehen (ErwGr 6 DLT-PilotVO). Es gelten die Anforderungen und Ausnahmen nach Art. 4 bis 7 DLT-PilotVO. In § 53r KWG; § 78a WpIG wird in Umsetzung des Art. 12 DLT-PilotVO die BaFin als zuständige Behörde iSd. DLT-PilotVO bestimmt).

a) DLT-SS

Das zentrale Hindernis für die Handelbarkeit von Kryptoaktien besteht derzeit – wie gesehen (s. III. 1. b)) – in dem Erfordernis zur Einbuchung in den Effekten giroverkehr bei einem Zentralverwahrer gem. Art. 3 Abs. 1 CSDR. Daher kann die zuständige Behörde einen Zentralverwahrer, der ein DLT-Abwicklungssystem oder kurz DLT-SS betreibt, auf dessen Antrag von Art. 3 CSDR befreien, sofern der Zentralverwahrer nachweist, dass die Einbuchung im Effekten giro nicht mit der verwendeten Distributed-Ledger-Technologie vereinbar ist (Art. 5 Abs. 2 DLT-PilotVO). Im Rahmen des Pilotsystems könnte also erprobt werden, ob und inwieweit „ein Distributed Ledger [...] als dezentrale Version eines Zentralverwahrers verwendet werden“⁴⁹ und die DLT selbst als Ersatz des tradierten

⁴⁹ ErwGr 9 des Vorschlags für eine Verordnung über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen, COM/2020/594 final.

Effektengiroverkehrs dienen kann.⁵⁰ Im Übrigen unterliegen Zentralverwahrer, die ein DLT-SS betreiben, den Vorgaben der CSDR (Art. 5 Abs. 1 UAbs. 1 DLT-PilotVO sowie § 53t KWG-E).⁵¹

b) DLT-MTF

Da in der Praxis Privatanleger regelmäßig unmittelbaren Zugang zu Krypto-plattformen haben sollen (s. III. 1. b) bb)), sieht Art. 4 Abs. 2 DLT-PilotVO zudem eine Befreiung von der Vermittlungspflicht vor. Demnach kann die zuständige Behörde auf Antrag eines Betreibers eines multilaterales DLT-Handelssystems oder kurz DLT-MTF erlauben, zusätzlich zu den in Art. 53 Abs. 3 MiFID II (§ 19 Abs. 2 BörsG) bezeichneten professionellen Marktteilnehmern unter bestimmten Voraussetzungen auch andere Personen, insbesondere Privatanleger iSd. § 67 Abs. 3 WpHG, direkt zum Handel für eigene Rechnung als Mitglied oder Teilnehmer zuzulassen. Privatanleger sind gem. § 67 Abs. 3 WpHG alle anderen als professionelle Anleger, die abschließend in § 67 Abs. 2 WpHG aufgezählt sind. Voraussetzung für die Zulassung ist u.a., dass die betreffende Person über ein ausreichendes Maß an Kenntnissen zur DLT verfügen, in Kenntnis der Sachlage dem Handel in dem DLT-MTF als Teilnehmer zugestimmt haben und über die potenziellen Risiken beim Handel mit Krypto-Aktien informiert wurden (Art. 4 Abs. 2 DLT-PilotVO).

Nach § 53s Abs. 2 KWG-E benötigen Privatkunden iSd. § 67 Abs. 3 WpHG, die auf Grund einer solchen Ausnahmeerlaubnis als Mitglied oder Teilnehmer eines multilateralen DLT-Handelssystems oder DLT-Handels- und Abwicklungssystems Eigengeschäfte iSd. § 1 Abs. 1a S. 3 KWG betreiben, also Finanzinstrumente für eigene Rechnung anschaffen und veräußern, hierfür keine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1a S. 2 KWG. Hierdurch wird Erwägungsgrund 26 DLT-PilotVO Rechnung getragen.⁵²

c) DLT-TSS

Und schließlich wird mit der DLT-PilotVO erstmals die Erbringung von Dienstleistungen eines multilateralen Handelssystems und eines Wertpapierabwicklungssystems in einer Hand ermöglicht. Auf den regulierten Handelsplätzen können Marktteilnehmer bisher entweder nur als MTF oder nur als Zentralverwahrer (CSD) tätig werden, was eine technisch mögliche Durchführung der Transaktionen in Echtzeit ausschließt (III. 1. b) cc)). Die DLT-PilotVO führt nun das sog. DLT-Handels- und Abwicklungssystem oder kurz DLT-TSS ein. Hierbei handelt es sich um ein DLT-MTF oder ein DLT-SS, das die von einem DLT-MTF und einem DLT-SS erbrachten Dienstleistungen kombiniert (Art. 2 Nr. 10 DLT-Pi-

⁵⁰ Hierzu *Kell*, in: Müller/Pieper, eWpG, 2021, § 16 Rn. 67 ff.

⁵¹ Begr RegE ZuFinG, 164.

⁵² Begr RegE ZuFinG, 164.

lotVO). Damit wird die Abwicklung von Transaktionen über die DLT in Echtzeit nun auch rechtlich ermöglicht.

3. Anlegerschutz

Mit dem Verzicht auf aufsichtsrechtliche Vorgaben beim Handel und Nachhandel mit DLT-Finanzinstrumenten im Rahmen des Pilotregimes gehen Einschränkungen beim Anlegerschutz einher, die durch zusätzliche Anforderungen gem. Art. 7 EU-PilotVO ausgeglichen werden sollen. Denn nur bei einem ausreichend hohen Niveau an Anlegerschutz ist die Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten gesichert.⁵³

a) Zusätzliche Anforderungen an DLT-Marktinfrastrukturen

So sind die Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen etwa verpflichtet, einen detaillierten Geschäftsplan zu erstellen, in dem die Dienstleistungen und Tätigkeiten genau beschrieben werden.⁵⁴ Sie sind außerdem verpflichtet, eine aktuelle, klare und detaillierte schriftliche Dokumentation zu veröffentlichen, in der die Regeln festgelegt sind, nach denen die DLT-Marktinfrastrukturen betrieben werden. Und nicht zuletzt gelten strenge Organisationspflichten, um die IT- und Cybersicherheit zu gewährleisten. DLT-Marktinfrastrukturen, die Gelder, Sicherheiten und DLT-Finanzinstrumente von Mitgliedern, Teilnehmern, Emittenten oder Kunden verwahren bzw. die Mittel für den Zugang zu solchen Vermögenswerten bereitstellen, müssen diese von ihren eigenen Vermögenswerten oder den Vermögenswerten anderer Kunden trennen.

Indem Art. 11 der DLT-PilotVO eine enge Zusammenarbeit zwischen den Betreibern von DLT-Marktinfrastrukturen und den Aufsichtsbehörden etwa durch Informations- und regelmäßige Berichtspflichten der Betreiber sowie behördliche Befugnisse zu Abhilfemaßnahmen vorsieht, ist zudem eine intensive Aufsicht während der Pilotphase sichergestellt.

b) Regeln für den Handel am Sekundärmarkt

Zudem gilt für den Handel mit Finanzinstrumenten auf DLT-MTF gem. Art. 3 Abs. 7 der DLT-PilotVO – wie auf klassischen Handelsplätzen – die Marktmissbrauchsverordnung. Damit gilt das Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbot gem. Art. 14, 15 MAR. Außerdem müssen Gesellschaften, die ihre Anteile als Kryptoaktien zum Handel auf DLT-MTF emittieren, vor allem die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. Art. 17 MAR beachten. Volle Transparenz wie bei börsennotierten Gesellschaften herrscht an den DLT-Handelssystemen allerdings

⁵³ Zum Zusammenspiel von Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit als „zwei Seiten derselben Medaille“ grundlegend *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 159.

⁵⁴ Im Detail zu den organisatorischen Anforderungen *Rombal/Oppenheim/Pfaf* (Fn. 29), 149.

nicht, denn für auf DLT-MTF gehandelte Aktien findet die Beteiligungs- und Regelpublizität gem. §§ 33, 114 ff. WpHG auf Grundlage der Transparenzrichtlinie – wie auch im Falle der klassischen MTF (III.) – keine Anwendung.

4. Rolle der ESMA

Auch wenn nach der DLT-PilotVO die nationalen Aufsichtsbehörden die konkreten Ansprechpartner für Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen sind, spielt darüber hinaus auch die Europäische Kapitalmarktaufsichtsbehörde (ESMA) eine zentrale Rolle im Rahmen des Pilotregimes.

a) Leitlinien

So hat die ESMA zum einen Leitlinien zur Konkretisierung der Regelungen in der DLT-PilotVO zu erstellen (Art. 8 Abs. 5 und 8; 9 Abs. 5 und 8; 10 Abs. 6 DLT-PilotVO). Die Leitlinien zu bestimmten technischen Elementen und Empfehlungen – insbesondere zur Festlegung von Standardformularen, -formaten und Mustertexten zur Übermittlung dieser Informationen durch die Marktteilnehmer an die zuständigen Behörden – hat sie bereits veröffentlicht.⁵⁵ Am 19. April 2023 hat die BaFin bekanntgegeben, dass sie die ESMA-Leitlinien anwenden wird.⁵⁶ Bei Leitlinien handelt es sich um eigenständige Handlungsformen der europäischen Kommission, die diese in Form der administrativen Selbstbindung binden.⁵⁷ Sie entfalten zwar keine rechtlich verbindliche Wirkung iSd. Art. 288 AEUV.⁵⁸ Im Interesse einer einheitlichen Auslegung des europäischen Unionsrechts sind die nationalen Gerichte und Behörden aber dazu verpflichtet, die Leitlinien bei der Anwendung des europäischen Unionsrechts als Auslegungsmittel weitestgehend zu berücksichtigen.⁵⁹ Leitlinien entfalten insoweit jedenfalls eine faktische Bindungswirkung.

b) Stellungnahmen

Darüber hinaus ist die ESMA in die konkreten Genehmigungsverfahren eingebunden. Die nationalen Aufsichtsbehörden, bei denen der jeweilige Antrag auf Erteilung der besonderen Genehmigung zu stellen ist, leiten diesen in Kopie samt der erforderlichen Unterlagen – sobald diese vollständig vorliegen – an die ESMA weiter (Art. 8 Abs. 6 UAbs. 2; 9 Abs. 6 UAbs. 2 lit. a); Art. 10 Abs. 7 UAbs. 2 lit. a) DLT-PilotVO). Wenn dies zur Förderung der Kohärenz und Ver-

⁵⁵ <https://beck-link.de/y8pys>.

⁵⁶ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2023/meldung_2023_04_19_ESMA_Leitlinien_DLT_Marktinfrastrukturen.html.

⁵⁷ Von *Danwitz*, in: Dausen/Ludwigs (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Stand: 58. EL April 2023, B. II. Rn. 59, 63.

⁵⁸ *Frenz*, HdB Europarecht Bd. 5, 2010, 411 Rn. 1391. S. zur Bankenmitteilung EuGH, Urt. v. 19.7.2016 – Rs. C-526/14 (Kotnik ua) – Rn. 45.

⁵⁹ EuGH, Urt. v. 3.12.2009 – Rs. C-424/07 (Kommission/Deutschland) – Rn. 75–79.

hältnismäßigkeit der Ausnahmen oder zur Gewährleistung des Anlegerschutzes, der Marktintegrität und der Finanzstabilität erforderlich ist, übermittelt die ESMA der zuständigen Behörde innerhalb von 30 Kalendertagen nach Eingang einer Kopie dieses Antrags und Konsultation der anderen mitgliedstaatlichen Behörden eine unverbindliche Stellungnahme zu den beantragten Ausnahmen oder zur Angemessenheit der für die Zwecke dieser Verordnung verwendeten Art der Distributed-Ledger-Technologie (Art. 8 Abs. 7; 9 Abs. 7; Art. 10 Abs. 8 DLT-PilotVO). Die Einbindung der ESMA dient dazu, möglichst „gleiche Wettbewerbsbedingungen und einen fairen Wettbewerb im gesamten Binnenmarkt zu gewährleisten“ (ErwGr 44 DLT-PilotVO).

Auch wenn die DLT-PilotVO ausdrücklich bestimmt, dass die Stellungnahmen der ESMA rechtlich unverbindlich sind, stellt sie im gleichen Atemzug klar, dass die nationalen Aufsichtsbehörden verpflichtet sind, die Stellungnahme der ESMA bei ihrer Entscheidung gebührend zu berücksichtigen und der ESMA auf deren Ersuchen eine Erklärung zu etwaigen erheblichen Abweichungen von dieser Stellungnahme zu übermitteln (Art. 8 Abs. 7 UAbs. 3; 9 Abs. 7 UAbs. 3; Art. 10 Abs. 7 UAbs. 3 DLT-PilotVO). Da abweichende Entscheidungen jedenfalls besonders begründungsbedürftig sind, hat dieser „comply-or-explain“-Mechanismus – wie die Leitlinie der ESMA – jedenfalls eine faktische Bindungswirkung für die nationalen Aufsichtsbehörden zur Folge.

5. Verhältnis zum nationalen Recht

Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen, denen eine besondere Genehmigung als DLT-MTF, DLT-SS oder DLT-TSS nach Art. 8 bis 10 DLT-PilotVO erteilt wurde, benötigen keine weitere Erlaubnis nach § 32 KWG bzw. 15 WpIG, soweit die erbrachte Finanzdienstleistung oder das betriebene Bankgeschäft bzw. die erbrachte Wertpapierdienstleistung von der besonderen Genehmigung umfasst ist (§ 53s KWG; § 78b WpIG). Im Übrigen adressiert die EU-PilotVO nur diejenigen Hindernisse, die der Entstehung von Sekundärmärkten für Kryptowertpapiere auf europäischer Ebene im Weg stehen (s. III. 1.). Hürden, die das mitgliedstaatliche Recht autonom aufstellt, überwindet die europäische Verordnung nicht. So wird in ErwGr 45 der PilotVO ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die Betreiber von DLT-Marktinfrastrukturen alle geltenden Vorschriften einzuhalten haben, einschließlich der nicht harmonisierten nationalen gesellschafts- oder wertpapierrechtlichen Regelungen, die auf die „Verbuchung von Wertpapieren, die Führung von Depotkonten und die Verwaltung von Abrechnungssystemen sind Tätigkeiten“ Anwendung finden.

So kann sich beispielsweise die Tätigkeit eines DLT-Abwicklungssystems (DLT-SS oder DLT-TSS) mit der Kryptowertpapierregisterführung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG überschneiden, wenn die Abwicklung des Wertpapiers als Teil einer Transaktion mit DLT-Finanzinstrumenten über ein DLT-SS bzw. DLT-TSS zugleich eine Verfügung über ein Kryptowertpapier in Einzeleintragung im Sinne des § 24 eWpG in einem vom DLT-SS bzw. DLT-TSS geführten Krypto-

wertpapierregister darstellt.⁶⁰ In einem solchen Fall befreit die Erteilung einer besonderen Genehmigung gem. Art. 9 oder 10 EU-PilotVO zwar von der formalen Erlaubnispflicht nach § 32 KWG (§ 53s KWG), die für die Kryptowertpapierregisterführung als Finanzdienstleistung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG grundsätzlich gilt.⁶¹ Der Betreiber der DLT-Marktinfrastuktur hat aber die materiell-rechtlichen Anforderungen des eWpG an die Kryptowertpapierregisterführung gleichwohl zu beachten. Dazu gehören insbesondere die Pflichten bei der Registerführung nach § 7 eWpG. Danach muss das Register unter Berücksichtigung des jeweiligen Standes der Technik so geführt werden, dass die Vertraulichkeit, Integrität, Verfügbarkeit und Authentizität der Daten gewährleistet werden (vgl. § 7 Abs. 1 eWpG, § 5 S. 1 eWpRV).⁶² Darüber hinaus ist sicherzustellen, dass die bestehende Rechtslage zu jedem Zeitpunkt zutreffend wiedergegeben (vgl. § 7 Abs. 2 S. 1 eWpG) und Datenverlust und unbefugte Datenveränderungen möglichst verhindert werden (§ 7 Abs. 3 S. 1 eWpG). Insoweit ist vor allem auch die verschuldensunabhängige⁶³ Garantiehaftung nach § 7 Abs. 3 S. 2 eWpG bei Nichtvornahme der erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen zur Vermeidung von Datenverlust bzw. -änderung zu beachten.

V. Fazit und Ausblick

1. Der deutsche Gesetzgeber geht mit der Ausweitung des eWpG auf Aktien durch das ZuFinG einen weiteren wichtigen Schritt, um den regulierten Handel mit elektronischen Aktien am Kapitalmarkt zu erleichtern. Kapitalmarktrechtliche Regelungen zum Handel mit elektronischen Aktien finden sich im ZuFinG aber kaum, da dies im Wesentlichen Gegenstand des europäischen Unionsrechts ist.

2. Angesichts der technologieneutralen Formulierung des aufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriffs, der maßgeblich über die Anwendbarkeit kapitalmarktrechtlicher Vorschriften entscheidet, unterliegen elektronische Aktien – Zentralregisteraktien iSd. § 4 Abs. 2 eWpG ebenso wie Kryptoaktien iSd. § 4 Abs. 3 eWpG – künftig grundsätzlich den geltenden kapitalmarktrechtlichen Anforderungen. Daher sind bei dem öffentlichen Angebot von elektronischen Aktien

⁶⁰ Hierzu die Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Fraktion der CDU/CSU – Drucksache 20/4570 –, BT Drucks. 20/4837, 8.

⁶¹ *Poelzig/von Zehmen*, RDt 2023, 333, 338.

⁶² Näher hierzu *Poelzig/von Zehmen* (Fn. 61), 338.

⁶³ So der Wortlaut und die Regierungsbegründung Begr. RegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, 48. S. auch die überwiegende Auffassung im Schrifttum *Conreder/Diedrichsen/Okonska*, DStR 2021, 2594, 2597; *Dubovitskaya*, ZIP 2020, 2551, 2561; *Einsele* (Fn. 27), § 2 Rn., 40; *Gaumert*, in: *Conreder/Meier* (Fn. 33), § 7 Rn. 22; *Pieper* (Fn. 50), § 7 Rn. 18; *Lieder* (Fn. 27), § 5 Rn. 124; a.A. *Habersack* (Fn. 27), § 4 Rn. 88 („Exkulpationsmöglichkeit analog zur Anwendung“); *Lehmann*, NJW 2021, 2318, 2323.

grundsätzlich die Regeln zur Prospektpflicht nach der ProspektVO und zur Prospekthaftung nach dem WpPG zu beachten.

3. Während der Handel mit Zentralregisteraktien an Handelsplätzen, die – wie Börsen und multilaterale Handelssysteme – insbesondere durch Marktmissbrauchs- und Publizitätsregeln reguliert sind, künftig keine Probleme bereiten wird, stehen dem Zugang von Kryptoaktien zum Handel an regulierten Handelsplätzen (noch) regulatorische Hindernisse im Weg: Dazu gehören vor allem das zwingende Erfordernis zur Einbuchung in den Effekten giroverkehr, die Beschränkung des Handels an regulierten Handelsplätzen auf professionelle Marktteilnehmer aufgrund der Vermittlungspflicht und die zwingende Trennung von Handels- und Nachhandelsdienstleistungen.

4. Um zu verhindern, dass der Handel mit Kryptowertpapieren vor allem *over-the-counter* und damit auf dem grauen Kapitalmarkt betrieben wird, hat der europäische Gesetzgeber mit der Ende März in Kraft getretenen DLT-PilotVO (EU) 2022/858 reagiert und Erleichterungen für DLT-Marktinfrastrukturen geschaffen. Die DLT-PilotVO bietet als *regulatory sandbox* die Chance, in den nächsten Jahren in einem gemeinsamen Lernprozess von Aufsichtsbehörden und Unternehmen einen funktionsfähigen regulierten Sekundärmarkt u.a. auch für Kryptoaktien unter Beachtung eines ausreichenden Anlegerschutzes zu entwickeln.

5. Damit haben der deutsche Gesetzgeber mit der Öffnung des eWpG für elektronische Aktien durch das ZuFinG und der europäische Gesetzgeber mit der EU-PilotVO die notwendigen theoretischen Grundlagen geschaffen, damit ein funktionsfähiger Sekundärmarkt für elektronische Aktien und insbesondere für Kryptoaktien entstehen kann. Ob dies in der Praxis tatsächlich gelingt, liegt nun vor allem in den Händen der Betreiber von Marktinfrastrukturen und der Aufsichtsbehörden. Abzuwarten bleibt zum einen, ob sich die Betreiber der Marktinfrastrukturen auf das Pilotregime einlassen und sich insbesondere auch nicht von den weiterhin geltenden wertpapierrechtlichen Anforderungen, insbesondere an die Kryptowertpapierregisterführung, abschrecken lassen. Zum anderen sind die nach der DLT-PilotVO zuständigen Aufsichtsbehörden, also die BaFin und im Hintergrund vor allem aber auch die ESMA, bei der Erteilung von Genehmigungen und der Aufsicht gefordert, die richtige Balance zwischen Innovation einerseits und Anlegerschutz andererseits zu finden.⁶⁴

⁶⁴ S. auch *Litten*, BKR 2022, 551, 556.

Elektronische Aktien im Wertpapierrecht¹

Florian Möslein

I. Einführung

Ein Kernanliegen des sog. Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG), das am 14. Dezember 2023 im Bundesgesetzblatt verkündet worden ist,² besteht darin, den Kapitalmarkt auch durch Digitalisierung zu modernisieren. Bereits das Eckpunktepapier vom 29. Juni 2022 hatte die Parole ausgegeben, die Digitalisierung des Kapitalmarktes solle vorangetrieben werden, indem Unternehmen ermöglicht wird, Aktien auf Grundlage der Blockchain-Technologie zu emittieren.³ Um die Möglichkeit der Emission elektronischer Wertpapiere auf Aktien auszuweiten, sahen bereits der Referentenentwurf (RefE) und sodann auch der Regierungsentwurf (RegE) des ZuFinG vor, das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) künftig für Aktien zu öffnen, und zwar einerseits für elektronische Namensaktien, die in ein zentrales Register oder in ein Kryptowertpapierregister eingetragen sind, sowie andererseits für elektronische Inhaberaktien, die in ein zentrales Register eingetragen sind.⁴ Ebendiese Öffnung ist mit dem Inkrafttreten des ZuFinG, das in Bezug auf elektronische Aktien am Tag nach Verkündung erfolgt ist (vgl. Art. 35 Abs. 1 ZuFinG), Gesetz geworden. Zusätzlich hatte sich die Koalition im Eckpunktepapier zum Ziel gesetzt, „gemeinsam [zu] prüfen, wie wir die Übertragbarkeit von Kryptowerten national und in Europa weiter verbessern können“.⁵ Weil die Übertragbarkeit von Kryptowerten außerhalb des

¹ Überarbeitete Fassung des Vortrags auf der Tagung „Elektronische Aktien“ des Instituts für das Recht der Digitalisierung der Philipps-Universität Marburg in der Hessischen Landesvertretung in Berlin am 15.05.2023.

² BGBl. I 2023, Nr. 354.

³ Abrufbar unter: https://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/Themen/Nav_Themen/220629_Eckpunkte_ZukunftsfinanzierungsG.html, im Folgenden: Eckpunkte (alle Links in diesem Beitrag wurden zuletzt am 30.10.2023 abgerufen), dort 2 f.

⁴ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) vom 16.8.2023, im Folgenden: ZuFinG-RegE, dort 1; gemeinsam mit dem Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) vom 12.4.2023, im Folgenden: ZuFinG-RefE, sowie den daraufhin eingegangenen Stellungnahmen abrufbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/0-Gesetz.html.

⁵ Eckpunkte (Fn. 2), 2.

eWpG im deutschen Recht nur eingeschränkt gewährleistet sei, sei zu überlegen, „inwieweit der gesetzliche Rahmen auch für den Erwerb von anderen Kryptowerten weiter verbessert und deren rechtssichere Übertragung noch besser abgesichert“ werden könne.⁶ Diese zweite Zielsetzung hat der Reformgesetzgeber indessen verfehlt, weil das ZuFinG einen Regelungsansatz verfolgt, der sich auf das Wertpapierrecht beschränkt.

Dieser wertpapierrechtliche Zuschnitt kann freilich nicht kaschieren, dass (elektronische) Aktien den Regelungsgegenstand einer rechtlichen Querschnittsmaterie bilden, weil sie unterschiedliche Funktionen erfüllen, die entsprechend vielschichtige Rechtsfragen aufwerfen. Im Gegensatz zu (elektronischen) Schuldverschreibungen, auf die sich das eWpG bislang im Wesentlichen beschränkte, vermitteln Aktien erstens ein Bündel mitgliedschaftsrechtlicher Rechte und Pflichten in der körperschaftlich verfassten Aktiengesellschaft; zugleich bezeichnen Aktien Bruchteile des Grundkapitals der Aktiengesellschaft (vgl. § 1 Abs 2 AktG).⁷ Aktien sind daher Gegenstand des Gesellschaftsrechts, namentlich des im Aktiengesetz kodifizierten Aktienrechts. Zweitens führt die Emission von Aktien zur Börsennotierung von Aktiengesellschaften und zum Handel von deren Aktien am Kapitalmarkt. In ihrer Eigenschaft als Investoren werden gegenwärtige sowie potentielle künftige Aktionäre durch das Kapitalmarktrecht geschützt, das insbesondere durch eine Vielzahl von Publizitätspflichten eine informierte Investitionsentscheidung ermöglichen soll.⁸ Aktien sind daher – neben anderen kapitalmarktfähigen Instrumenten – Gegenstand des Kapitalmarktrechts. Drittens schließlich bezeichnet der Begriff der Aktie auch die Aktienurkunde, in der die Mitgliedschaftsrechte in der Form verbrieft werden können, dass deren Ausübung den Besitz der Urkunde voraussetzt und die Mitgliedschaft durch Übertragung der Urkunde – und somit nach wertpapierrechtlichen Grundsätzen – übertragen werden kann.⁹ Die Urkunden können auf den Namen oder – unter bestimmten Bedingungen – auf den Inhaber lauten und werden daher als Namens- oder als Inhaberaktien bezeichnet (vgl. § 10 Abs. 1 AktG). Während Inhaberaktien durch Übereignung der Urkunde nach den Regeln für die Übereignung beweglicher Sachen einschließlich des gutgläubigen Erwerbs vom Nichtberechtigten (§§ 929 ff. BGB) übertragen werden, sind Namensaktien geborene Orderpapiere, die gem. § 68 Abs. 1 S. 1 AktG durch Einigung und Übergabe der mit Indossament versehenen Urkunde übertragen werden können. Die Satzung der Aktiengesellschaft muss bestimmen, auf welche Art die Aktien ausgestellt werden (§ 23 Abs. 3 Nr. 5 AktG); sie kann den Anspruch auf Verbriefung jedoch auch einschränken oder ausschließen (§ 10 Abs. 5 AktG). Ohne Verbriefung ist die Übertragung der Mitgliedschaftsrechte nur durch formlose Zession möglich, die allerdings die mit der Abtretung verbundene Ungewissheiten (§§ 398

⁶ S. nochmals Eckpunkte (Fn. 2), 3.

⁷ Vgl. statt aller *Windbichler/Bachmann*, Gesellschaftsrecht, 25. Aufl. 2024, S. 387–389.

⁸ Vgl. etwa *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2022, 309.

⁹ Näher, auch zum Folgenden: *Windbichler/Bachmann* (Fn. 6), S. 505 f.

BGB) mit sich bringt und insbesondere die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs ausschließt.¹⁰ Der notwendige Zusammenhang von Forderung und Urkunde wird in diesem Fall durch § 952 Abs. 2 BGB hergestellt.¹¹ Die Verbriefung erleichtert jedoch die Übertragbarkeit der Aktien,¹² auch wenn die Publizitätsfunktion des Besitzes heute im Einklang mit den Regelungen des Depotrechts, das die Einzelheiten der stückelosen Übertragung regelt, weitgehend von Buchungsvorgängen übernommen wird.¹³ Die Verbriefung macht die Aktie somit zum Gegenstand des – depotrechtlich überformten – Wertpapierrechts, das den Schwerpunkt des vorliegenden Beitrags bildet. Zugleich bildet dessen Ergänzung um Überlegungen zu den gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Aspekten elektronischer Aktien (vgl. die Beiträge von *Lübke* und *Poelzig* in diesem Band) den skizzierten rechtlichen Querschnitt ab, innerhalb dessen sich elektronische Aktien bewegen. Ob die wertpapierrechtliche Einbettung zu dem vom Gesetzgeber angestrebten und durch Digitalisierung ermöglichten Abschied vom Papier passt, steht indessen in Frage und wird im nächsten Abschnitt ausführlich diskutiert (unter II.), bevor anschließend die wertpapierrechtlichen Besonderheiten des Regelungsansatzes des ZuFinG in den Fokus rücken (unter III.).

II. Warum Wertpapierrecht?

Besteht die Zielvorgabe nachweislich der Gesetzesmaterialien darin, Papier(-urkunden) entbehrlich zu machen, wirft die wertpapierrechtliche Einbettung des Reformvorhabens in das Gesetz über elektronische Wertpapiere unweigerlich die Frage auf: Warum Wertpapierrecht? Ein Wertpapier ohne Papier¹⁴ ermöglichen zu wollen, erscheint zumindest auf den ersten Blick als widersprüchliche Zielsetzung. Bei funktionaler Betrachtung geht es freilich darum, die Traditionsfunktion der Papierurkunde auf alternative, digitale Medien zu übersetzen. Nach der gesetzgeberischen Konzeption soll sich das elektronische Wertpapier nur durch die Begebungsform von einem mittels Papierurkunde begebenen Wertpapier unterscheiden.¹⁵ Gleichwohl weckt die wertpapierrechtliche Einbettung besonders

¹⁰ BGH NZG 2019, 624, Rn. 93; BGH NZG 2013, 903; vgl. dazu BeckOGK/*Vogel*, Stand: 1.10.2023, § 793, Rn. 155; MüKoBGB/*Habersack*, 8. Aufl. 2020, § 793, Rn. 36; *Meier*, RDt 2021, 1, 3; *Möslein/Omlor/Urbach*, ZIP 2020, 2149, 2159; *Reger/Langheld/Haagen*, RDt 2021, 83, 86.

¹¹ BGH NZG 2013, 903, Rn. 21; MüKoBGB/*Habersack*, 8. Aufl. 2020, § 793, Rn. 37.

¹² Hierzu noch ausführlich unter II.1.a).

¹³ IdS *Windbichler/Bachmann* (Fn. 6), S. 505; *Langenbucher* (Fn. 7), 35 f.; vgl. im Einzelnen noch unter II.1.b).

¹⁴ So die pointierte Überschrift von *Omlor*, NJW-Editorial Heft 34/2020 v. 20.8.2020; vgl. ferner ders., RDt 2021, 371, 371; *Bartlitz*, NJW 2022, 1981, 1983; BeckOGK/*Mössner*, Stand: 01.05.2023, BGB § 90 Rn. 114.

¹⁵ Vgl. bereits BT-Drs. 19/26925, 40; *Einsele*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.), *Elektronische Wertpapiere* (2021), 33, 34 (jeweils zur ursprünglichen Fassung des eWpG).

aufgrund der jeweils nur schrittweisen Ermöglichung der digitalen Verbriefung erhebliche Bedenken, weil sie eine Fragmentierung innerhalb des Wertpapierrechts und eine Ungleichbehandlung funktional vergleichbarer Kryptowerte zur Folge hat. Die Reform des eWpG vertieft somit eine Pfadabhängigkeit, die fehlende Systemstimmigkeit befürchten lässt und international einen Sonderweg bedeutet.

1. Verbriefung

Die Einbettung elektronischer Aktien in das eWpG knüpft an die lange, bis ins Mittelalter zurückreichende Tradition des Wertpapierrechts an,¹⁶ hängt aber zugleich auch mit der Traditionsfunktion von Wertpapieren zusammen: Die Verbriefung dient der Umlauffähigkeit, indem sie eine Übertragung nach den Regelungen des Sachenrechts ermöglicht. Bei den handelsrechtlichen Wertpapieren (Orderlagerschein, Ladeschein, Konnossement) ersetzt die Übergabe des Wertpapiers die Übergabe der eingelagerten bzw. beförderten Ware.¹⁷ Die Verbriefung von Forderungen und privaten Rechten kompensiert deren mangelnde Verkörperung und macht sie erst dadurch zum potenziellen Gegenstand sachenrechtlicher Verfügungen.¹⁸ Jedoch erscheint das Papiererfordernis, das mit der Verbriefung und der daraus resultierenden Versachlichung von Rechten einhergeht, in Zeiten der digitalen Transformation anachronistisch, weil Digitalisierung umgekehrt Entmaterialisierung ermöglicht und gerade dadurch Effizienzvorteile verspricht.

a) Versachlichung von Rechten

Indem die Verbriefung die mangelnde Verkörperung von Rechten kompensiert, erfüllt sie eine Mobilisierungsfunktion. Die klassische Formulierung von Eugen Ulmer lautet, das verbrieftete Recht solle mit dem Papier „von Hand zu Hand wandern können“.¹⁹ Die durch Verbriefung erreichte Versachlichung der Rechte erhöht deren Verkehrsfähigkeit, weil sie statt der Übertragung im Wege der Abtretung gem. §§ 398 ff. BGB eine sachenrechtliche Übertragung der eigentlich unkörperlichen Rechte gem. §§ 929 ff. BGB ermöglicht: „Der Vorzug von Wertpapieren liegt in der Versachlichung und der dadurch gesteigerten Umlauffähigkeit des verbrieften Rechts“.²⁰ Zugleich hat die Verbriefung einen Ausschluss der Einwendungen der §§ 404 ff. BGB zur Folge (§§ 793 f., 796 f., 929 ff. BGB): Wäh-

¹⁶ S. dazu etwa *Gursky*, Wertpapierrecht, 3. Aufl. 2007, 28 f.; vgl. außerdem *Lahusen*, RD 2021, 161, 164.

¹⁷ Ausführlich *Müller-Christmann/Schnauder*, Wertpapierrecht, 1992, 149 ff. (Rn. 270 ff.).

¹⁸ *Habersack*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 83; vgl. ferner Begr. FRUG-RegE, BT-Drs. 16/4028, 54 („Verkörperung in einer Art und Weise, die eine Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb möglich macht“).

¹⁹ *Ulmer*, Das Recht der Wertpapiere, 1938, 20; vgl. ferner m.w.N. *Lahusen* (Fn. 15), 164.

²⁰ *Casper*, BKR 2019, 209, 210.

rend dem Schuldner nach der allgemeinen abtretungsrechtlichen Norm des § 404 BGB bei Abtretung eines Rechts grundsätzlich alle Einwendungen erhalten bleiben, weicht das Wertpapierrecht aus Gründen des Verkehrsschutzes teilweise von diesem Grundsatz ab. Der wertpapierrechtliche Einwendungsausschluss regelt im Einzelnen, ob und unter welchen Voraussetzungen Einwendungen, die dem Wertpapierschuldner gegen die Wertpapierforderung zustehen, bei Übertragung des verbrieften Rechts erhalten bleiben und umgekehrt, wann der Erwerber sich diese Einwendungen entgegenhalten lassen muss.²¹ Nach dem Willen des Gesetzgebers greift § 28 Abs. 2 eWpG diese bestehenden Einwendungsregeln tradierter Wertpapiere auf und schreibt sie fort, anstatt eine eigene Einwendungslehre zu entwickeln.²² Auch insoweit knüpft das Recht der elektronischen Wertpapiere eng an die Traditionen des Wertpapierrechts an. Neben der Mobilisierungsfunktion ermöglicht die Verbriefung auch die Legitimationsfunktion der Urkunde, deren Besitz nämlich gem. § 793 Abs. 1 S. 2 BGB eine Vermutung der materiellen Berechtigung begründet. Der Wertpapierinhaber braucht somit nicht seine materielle Berechtigung nachzuweisen.²³ Umgekehrt ist der Emittent nur bei Vorlage der Urkunde zur Leistung verpflichtet; er kann in diesem Fall schuldbefreiend an den Besitzer der Urkunde leisten. Die Verbriefung verleiht der Urkunde somit eine Präsentations- und Liberationsfunktion.²⁴

b) Entmaterialisierung von Wertpapieren

Zivilrechtlich setzen Wertpapiere somit urkundenmäßige Verbriefung voraus (vgl. § 793 BGB). Sie unterliegen einem Papiererfordernis, weil und soweit die Versachlichung von Rechten, die Verfügungen nach den sachenrechtlichen Grundsätzen der §§ 929 ff. BGB und den hierdurch eröffneten Gutgläubenschutz ermöglicht, Verbriefung voraussetzt. Gegenläufig zu dieser rechtlichen Verkörperung deuten praktischer Bedarf und technologische Entwicklung indes in Richtung Entmaterialisierung.²⁵ Wertpapiere entwickeln sich in der Praxis zunehmend zu Wertrechten, zu Wertpapieren ohne Papier.²⁶ Das aus der Verbriefung resultierende Papiererfordernis bietet rechtlich zwar den Vorteil der Versachlichung von Rechten, erscheint aus Praxissicht aber zunehmend als Hemmschuh, weil es unnötigen Aufwand verursacht, der durch Entmaterialisierung vermeidbar wäre.

²¹ Überblicksweise *Bialluch*, Jura 2016, 459.

²² Hierzu ausführlich *Linardatos*, BKR 2022, 486, 489 ff.

²³ *Zöllner*, Wertpapierrecht, 14. Aufl. 1987, 9 f. (§ 2 II 1a); *MüKoHGB/Ekkenga*, Effektingeschäft, 4. Aufl. 2019, Rn. 31.

²⁴ *Baumbach/Hefermehl/Casper*, Recht des Zahlungsverkehrs, 24. Aufl. 2020, A. Rn. 4 f.; *Omlor/Wilke/Blöcher*, MMR 2022, 1046; *Meier*, RDt 2021, 1, 3.

²⁵ Ausführlich, auch zum Folgenden: *Möslein*, in: Schwintowski (Hrsg.), Bankrecht, 6. Aufl. 2022, 691, 694–696.

²⁶ So pointiert *Omlor*, NJW-Editorial Heft 36/2020, 3; monographisch außerdem *Lehmann*, Finanzinstrumente, 2009 (Untertitel: „Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände“); *Segna*, Bucheffekten, 2018.

In der Bankpraxis werden Wertpapiere heute längst ohne körperliche Bewegung von Urkunden übertragen. Stattdessen erfolgt bloße Verbuchung auf einem Girosammeldepot. Dabei existiert aber zumindest eine Sammelurkunde gem. § 9a DepotG, die in einem Sammeldepot hinterlegt ist und als Globalurkunde alle Rechte einer Gattung verkörpert, wenngleich die Rechte der einzelnen Inhaber nicht mehr jeweils separat in Wertpapieren verbrieft sind. Die Globalurkunde markiert „eine kunstvolle Übergangsform“ zum stückelosen Effektenverkehr,²⁷ ist aber weiterhin als Wertpapier i.S.v. § 1 Abs. 1 DepotG zu qualifizieren.²⁸ Die mit der Depotrechtsnovelle 1972 eingefügte Vorschrift des § 9a DepotG kodifiziert eine bereits zuvor verbreitete Praxis, deren Wurzeln bis ins Jahr 1882 zurückreichen,²⁹ und die eine kosteneffiziente, rein elektronische Buchung der einzelnen Rechte ermöglicht. „Angesichts der massenhaft anfallenden Geschäftsvorgänge“, so erkennt auch die höchstrichterliche Rechtsprechung an, wäre ansonsten „ein geordnetes Effektenwesen nicht mehr denkbar“.³⁰ Für Wertpapiere, die zu geregelten Märkten zugelassen sind, schreiben Art. 3 und 4 der Zentralverwahrer-Verordnung die elektronische Buchung heute sogar verpflichtend vor,³¹ so dass Verbuchung im zentralen Kernbereich des Massengeschäfts die einzig zulässige Verwahr- und Übertragungsform von Wertpapieren darstellt.³² Die Übertragung der verbrieften Forderungen erfolgt nicht mehr durch Übergabe eines Papiers, sondern durch den Buchungsvorgang der Umschreibung im Depot- oder Verwahrbuch (§ 24 DepotG). Rechtlich soll diese Umschreibung nach überwiegender Ansicht als Übertragung von Miteigentumsanteilen einzuordnen sein.³³ So bleibt nach h.M. gutgläubiger Erwerb vom Nichtberechtigten möglich,³⁴ obwohl das wertpapierrechtliche Vorlegungserfordernis entfällt und der Rechtsschein alleine aus dem Buchungsvorgang resultiert. Sofern das Veräuße-

²⁷ *Baumbach/Hopt/Kumpan*, 42. Aufl. 2023, § 1 DepotG, Rn. 2.

²⁸ *Grundmann/ders.*, Bankvertragsrecht, Achter Teil, Rn. 334; *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder*, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 38. Kapitel Rn. 10; *Scherer/Martin*, DepotG, 2012, § 9a, Rn. 19 f.

²⁹ Seinerzeit hatte die Bank des Berliner Kassenvereins erstmalig die Funktion einer Wertpapiersammelbank übernommen; zur historischen Entwicklung: *Hagenmüller/Jacob*, Der Bankbetrieb – Bd. I, 5. Aufl. 1987, 149.

³⁰ BGHZ 161, 189, 191 = NJW 2005, 1275.

³¹ Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ABl. EU Nr. L 257 v. 28.8.2014, 1.

³² Näher zu dieser Anordnung *Grundmann/ders.* Bankvertragsrecht, Achter Teil, Rn. 334; *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder* (Fn. 27), 38. Kapitel Rn. 10; *Scherer/Martin* (Fn. 27), § 9a, Rn. 16.

³³ *MüKoBGB/Kieninger*, 9. Aufl. 2022, § 398, Rn. 37; *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder* (Fn. 27), 38. Kapitel Rn. 29; monographisch S. *Schwarz*, Globaler Effektenhandel, 2016.

³⁴ *MüKoHGB/Ekkenga* (Fn. 22), Rn. 39; *Than*, in: FS Schimansky, 1999, 821, 832 f.; *Zöllner*, in: FS Ludwig Raiser, 1974, 249, 261 ff.

rungsgeschäft unter Bezeichnung von Wertpapiergattung, Verwahrungsart und Nennbetrag der veräußerten Girosammelanteile abgeschlossen werde, sei der sachenrechtliche Bestimmtheitsgrundsatz gleichwohl eingehalten.³⁵ So formuliert der BGH, die nach den Vorschriften der §§ 929 ff. BGB neben der dinglichen Einigung nötigen Übergabe des Papiers werde „bei globalverbrieften oder [...] sammelverwahrten Wertpapieren durch die Begründung des anteilmäßigen Bruchteileigentums ersetzt [...], was regelmäßig durch eine depotmäßige Umbuchung geschieht“.³⁶ Die Verbuchung von Briefeffekten ist somit zulässig, erfordert aber weiterhin zumindest ein Papier, nämlich die Globalurkunde als „gedankliche Krücke“.³⁷

Einer vollständigen Entmaterialisierung steht das geltende deutsche Wertpapierrecht jedoch entgegen, weil es grundsätzlich keine Bucheffekten erlaubt.³⁸ Reine Wertrechte, die *Opitz* bereits in den 1940er Jahren als quasidingliche Rechte vollumfänglich unter das DepotG sowie unter §§ 929 ff. BGB subsumieren wollte, ohne dass es zumindest eines Übergabesurrogats bedarf,³⁹ gelten wegen des sachenrechtlichen Erfordernisses der Körperlichkeit als unzulässig. Im aktienrechtlichen Zusammenhang des § 10 Abs. 5 AktG betonen die Gesetzesmaterialien explizit, dass mit der Einräumung der Möglichkeit, die Verbriefung auszuschließen oder zu beschränken, „nicht der Schritt zum Wertrecht unter Abkehr vom Wertpapier vollzogen“ werde.⁴⁰ Ausnahmen vom Papiererfordernis sind – außerhalb des eWpG – nur in eng begrenzten Konstellationen möglich, namentlich bei öffentlichen Anleihen, die gem. § 5 BSchuWG in das Bundes-schuldbuch eingetragen werden (beispielsweise Bundesanleihen) sowie bei im elektronischen Schuldbuch der Europäischen Zentralbank geführten EZB-Schuldtiteln.⁴¹ Die Sammelschuldbuchforderungen des Bundesschuldbuchs sind aufgrund der gesetzlichen Fiktion des § 6 Abs. 2 S. 1 BSchuWG dem depotrechtlichen Wertpapiersammelbestand gleichgestellt; die Gläubiger der Sammelschuldbuchforderung gelten ebenfalls als Miteigentümer nach Bruchteilen.⁴² Eintragungen in die betreffenden Schuldbücher sind mit öffentlichem Glauben ausgestattet, so dass auch insoweit die Möglichkeit des Erwerbs vom Nichtberechtigten besteht (§ 8 Abs. 2 BSchuWG).⁴³ Zudem sieht § 7 BSchuWG Einzelschuld-

³⁵ *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder* (Fn. 27), 38. Kapitel Rn. 29.

³⁶ BGH NZG 2019, 624, Rn. 93; BGH NZG 2013, 903; vgl. dazu BeckOGKBGB/*Vogel*, Stand: 1.1.2023, § 793 Rn. 155; MüKoBGB/*Habersack* (Fn. 10), § 793 Rn. 36; *Meier*, RD 2021, 1, 3; *Möslein/Omlor/Urbach* ZIP 2020, 2149, 2159; *Reger/Langheld/Haagen*, RD 2021, 83, 86.

³⁷ *Zöllner*, in: FS Ludwig Raiser, 1974, 249, 255; vgl. auch *Casper*, BKR 2019, 209, 210 f.

³⁸ MüKoHGB/*Ekkenga* (Fn. 22), Rn. 39 f.

³⁹ *Opitz*, Bank-Archiv 1941, 36.

⁴⁰ Vgl. Beschlussempfehlung Rechtsausschuss, BT-Drs. 13/10038, 25; so auch *Seibert*, DB 1999, 269; MüKoBGB/*Habersack* (Fn. 10), Vor § 793 Rn. 35.

⁴¹ MüKoHGB/*Ekkenga* (Fn. 22), Rn. 40; *Einsele*, WM 2001, 7, 8 ff.; *Roth*, ÖBA 2011, 607; *Zahn/Kock*, WM 1999, 1955.

⁴² MüKoBGB/*Habersack* (Fn. 10), Vor § 793 Rn. 35.

⁴³ MüKoHGB/*Einsele*, 4. Aufl. 2019, Depotgeschäft, Rn. 7; *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Binder* (Fn. 27), 38. Kapitel Rn. 64.

buchforderungen vor, die zwar durch Abtretung übertragen werden, aber gem. § 8 Abs. 2 und 3 BSchuWG gleichwohl gutgläubig erworben werden können, und zwar auf Grundlage des öffentlichen Glaubens des Bundesschuldbuchs und nicht unter Rückgriff auf §§ 932 ff. BGB.⁴⁴ In der Praxis wird diese ungewöhnliche, von sachenrechtlichen Denkmustern losgelöste Rechtskonstruktion jedoch selten genutzt, auch weil Einzelschuldbuchforderungen nicht am Effekten giro teilnehmen.⁴⁵

2. Fragmentierung

In diesem Spannungsfeld zwischen der wertpapierrechtlich begründeten Versachlichung von Rechten einerseits und der praxisgetriebenen Entmaterialisierung von Wertpapieren andererseits hat sich ein fragmentiertes, teils widersprüchliches Regelungsumfeld für unterschiedliche Arten von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten entwickelt. Es kann hier nur überblicksweise skizziert werden, bildet für die Einordnung der Regelungsstrategie der Reformgesetzgebung aber dennoch eine wichtige Grundlage.⁴⁶

a) Entmaterialisierte Wertpapiere außerhalb des eWpG

Zunächst finden sich auch außerhalb des eWpG Rechtsvorschriften, die eine Entmaterialisierung von bestimmten, jeweils eng begrenzten Wertpapierarten erlauben. Hierzu zählen einerseits die bereits skizzierten Vorschriften des Bundesschuldenwesengesetzes (BSchuWG), die ausschließlich für die Begebung öffentlicher Anleihen das Modell der Inhaberschuldverschreibungen um Schuldbuchforderungen ergänzen und somit die Verbriefung durch Registereinträge ersetzen.⁴⁷ Ähnliche Möglichkeiten ergeben sich nach den vergleichbaren Regelungen auf Landesebene.⁴⁸ Die Wurzeln dieser Entmaterialisierung reichen bis ins Jahr 1910 zurück, als Reichsanleihen erstmals als Buchschulden begeben werden konnten.⁴⁹ Nach den Regelungen des seit 2006 geltenden BSchuWG können Forderungen gegen den Bund und dessen Sondervermögen in ein Bundesschuldbuch eingetragen werden. Gegenstand dieser Forderungen können gem. § 4 BSchuWG Schuldverschreibungen, Darlehen, Wechselverbindlichkeiten, Bankkredite, sons-

⁴⁴ Vgl. etwa Staudinger/*Marburger*, §§ 779–811 BGB, 2009, vor § 793 ff., Rn. 35; näher *Enchelmaier*, Übertragung und Belastung unkörperlicher Gegenstände, 2014, 514 f.; *Habersack*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 83, 86; *Scherer*, Blockchain im Wertpapierbereich, 2020, 160.

⁴⁵ IdS *Born*, Europäisches Kollisionsrecht des Effekten giros, 2014, 26 f.

⁴⁶ Ausführlich *Lehmann*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 60–72.

⁴⁷ *Habersack*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 83, 85.

⁴⁸ S. etwa Gesetz über das Staatsschuldbuch des Freistaats Bayern (Staatsschuldbuchgesetz) i.d.F. der Bekanntmachung v. 30.3.2003, BayGVBl. 2003, 302 (gem. Art. 3 entsprechende Anwendbarkeit von §§ 6–8 BSchuWG).

⁴⁹ Näher *Lehmann* (Fn. 25), 37 f.; *ders.* in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 70.

tige an den Finanzmärkten übliche Finanzierungsinstrumente sowie, soweit haushaltsrechtlich zulässig, an den Finanzmärkten eingeführte derivative Finanzierungsinstrumente sein. Schuldbuchforderungen können gem. § 5 Abs. 3 BSchuWG als Sammel- oder Einzelschuldbuchforderungen in die jeweils einschlägige Abteilung eingetragen werden. Während bei Sammelschuldbuchforderungen die Gläubiger infolge der bereits erwähnten Fiktion des § 6 Abs. 2 BSchuWG als Miteigentümer nach Bruchteilen gelten und die nach Zessionsrecht übertragbare Forderung „verdinglicht“ wird, so dass nach sachenrechtlichen Grundsätzen über sie verfügt werden kann, eröffnet § 8 Abs. 2, 3 BSchuWG die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs der Forderung alleine auf Grundlage der Eintragung.⁵⁰

Während die Entmaterialisierung nach BSchuWG öffentlichen Schuldnern vorbehalten ist, eröffnet das Handelsgesetzbuch (HGB) seit seiner Änderung durch das Gesetz zur Reform des Seehandelsrechts im Jahr 2013⁵¹ auch für den privaten Rechtsverkehr die Möglichkeit der Begebung elektronischer Wertpapiere, allerdings beschränkt auf bestimmte Wertpapiere des Transportrechts. Die einschlägigen Vorschriften stellen die elektronische Aufzeichnung als funktionales Äquivalent dem papiergebundenen Frachtbrief, Ladeschein, Lagerschein, Konnossement und Seefrachtbrief gleich (vgl. §§ 408 Abs. 3 S. 1, 443 Abs. 3 S. 1, 475c Abs. 4 S. 1, 516 Abs. 2, 526 Abs. 4 S. 1 HGB).⁵² Einzelheiten müssen durch eine Rechtsverordnung des Bundesministeriums für Justiz festgelegt werden, die allerdings bislang noch fehlt.⁵³ Für andere Wertpapiere, etwa für Güterversicherungsscheine und allgemein für die kaufmännischen Orderpapiere gem. §§ 363 ff. HGB, fehlen vergleichbare handelsrechtliche Öffnungsklauseln hingegen.⁵⁴ Von den finanzmarktrechtlichen Wertpapieren unterscheiden sich die Wertpapiere des Transportrechts grundlegend, weil sie als individuelle Stücke ausgestellt und nicht in großer Zahl begeben werden, und weil keine Intermediäre in deren Verwahrung eingeschaltet sind, so dass kein Bedarf für eine Sammelverwahrung besteht.⁵⁵

b) Entmaterialisierte Wertpapiere im eWpG

Der Erlass des eWpG im Jahr 2021 bedeutete insofern einen wichtigen Schritt der Entmaterialisierung, als das Gesetz erstmals (bestimmte) finanzmarktrechtliche Wertpapiere auch im Privatrechtsverkehr erfasste.⁵⁶ Der Zuschnitt des Gesetzes

⁵⁰ *Habersack*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 83, 85 f.

⁵¹ BGBl. 2013 I, 831.

⁵² *Ramming*, RdTW 2022, 2; vgl. außerdem *Saive*, TranspR 2018, 234 und monographisch *Saive*, Das elektronische Konnossement, 2020.

⁵³ *Lehmann*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 72.

⁵⁴ Näher *Ramming*, RdTW 2022, 193.

⁵⁵ Näher *Lehmann*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 72.

⁵⁶ Ausführlich, auch zum Folgenden: *Möslein*, in: Schwintowski (Hrsg.) (Fn. 24), 691, 714 f.

ist allerdings von der Eigenheit geprägt, dass es im Gegensatz zu ausländischen Regelungsvorbildern⁵⁷ weder Krypto-Token umfassend einbezieht noch sich auf solche Produkte begrenzt. Der Anwendungsbereich erstreckt sich trotz terminologischer Parallelen (vgl. § 4 Abs. 3 eWpG: „Kryptowertpapier“) keineswegs auf alle in § 1 Abs. 11 S. 4, 5 KWG definierten Kryptowerte. Das Gesetz beschränkt sich stattdessen in seiner bisherigen Fassung auf Schuldverschreibungen auf den Inhaber (§ 1 eWpG) und findet gem. § 95 KAGB zudem teilweise auf elektronische Anteilsscheine Anwendung. Andererseits erfasst es nicht nur Kryptowerte, sondern auch solche elektronischen Wertpapiere, die im herkömmlichen Effekten giroverkehr in zentralen, von Wertpapiersammelbanken oder Verwahrern geführten Registern verbucht sind. Zudem besteht kein Zwang zur Entmaterialisierung, weil das Gesetz Emittenten die Wahl zwischen verbrieften und elektronischen Wertpapieren lässt: Beide Formen bleiben nebeneinander bestehen, weil Wertpapiere gem. § 2 Abs. 1 S. 1 eWpG als elektronisches Wertpapier begeben werden können, aber nicht müssen.⁵⁸ Gem. § 6 Abs. 2 bis 4 eWpG ist zudem ein Wechsel der Begebungsform möglich.

§ 1 eWpG statuiert die Anwendbarkeit des Gesetzes auf Schuldverschreibungen auf den Inhaber. Die Vorgabe knüpft begrifflich an § 793 Abs. 1 S. 1 BGB und bedeutet eine doppelte Eingrenzung. Erfasst sind einerseits ausschließlich Inhaberpapiere, also weder Order- noch Rekta- bzw. Namenspapiere.⁵⁹ Bei den transportrechtlichen Wertpapieren bestand angesichts der Sondervorschriften des HGB kein Bedarf, bei Schecks und Wechseln angesichts internationaler Übereinkommen dagegen kein Spielraum für deren Einbeziehung.⁶⁰ Andererseits beschränkt sich der Anwendungsbereich auf Schuldverschreibungen und damit auf verbrieft Darlehensforderungen, während umgekehrt Eigenkapitaltitel bislang nicht erfasst sind. Ebenfalls nicht erfasst sind die praktisch bedeutsamen Schuldscheindarlehen, weil sie trotz Ausstellung eines Schuldscheins gem. § 371 BGB nicht wertpapierrechtlich verbrieft sind.⁶¹ Zur Begründung stützte sich der Gesetzgeber seinerzeit auf ein besonders „großes praktisches Bedürfnis des Fi-

⁵⁷ Zum Liechtensteiner Token- und VT-Dienstleister-Gesetz (TVT-G) etwa *Damjanovic/Pfurtscheller/Raschauer*, ZEuP 2021, 397; *Deuber/Khorrami Jahromi*, MMR 2020, 576; *Teichmann/Falker*, InTer 2020, 62; zum Schweizer Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklung der Technik verteilter elektronischer Register etwa *Weber*, RD 2021, 186 sowie die Beiträge in *Weber/Kuhn* (Hrsg.) *Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht*, 2021.

⁵⁸ Ähnlich *Linardatos*, ZBB 2020, 329, 331; vgl. auch *Segna*, WM 2020, 2301, 2302.

⁵⁹ Vgl. dazu *Wienke/Kunz*, NZG 2021, 316, 317.

⁶⁰ Bundesregierung, Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (2020), 41 (zu § 1), im Folgenden: eWpG-RegE, abrufbar unter: http://www.bmfv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Einfuehrung_elektr_Wertpapiere.html; hierzu jedoch kritisch *Saive*, ZRP 2020, 219, 220.

⁶¹ Der Forderungsübergang erfolgt vielmehr gem. § 952 Abs. 1 BGB dergestalt, dass das Eigentum am Schuldschein der Inhaberschaft der Forderung folgt: *Lehmann*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 61.

nanzmarkts nach dieser Finanzierungsform“.⁶² Selbst innerhalb dieses relativ engen Anwendungsbereichs besteht jedoch Gestaltungsspielraum, weil Inhaberschuldverschreibungen durch Anleihebedingungen unterschiedlich gestaltet werden und neben Zins- und Rückzahlungsanspruch auch andere Rechte verbürgen können. Dem Anwendungsbereich unterfallen daher neben klassischen Anleihen insbesondere Genuss-⁶³ und Optionsscheine,⁶⁴ aber auch Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen iSv § 221 AktG.⁶⁵ Darüber hinaus ist noch eine Reihe weiterer Instrumente erfasst, beispielsweise commercial papers, Zertifikate, oder collateralized debt obligations (CDOs). Die von Pfandbriefbanken begebenen gedeckten Schuldverschreibungen fallen aufgrund der Änderung von §§ 4 Abs. 5 und 8 Abs. 3 PfandBG (vgl. Art. 11 eWpGEG) ebenfalls in den Anwendungsbereich des eWpG.⁶⁶

Die durch Art. 10 eWp-EG bewirkte Änderung von § 95 KAGB eröffnet zudem auch für Anteilsscheine die Möglichkeit der elektronischen Begebung. Die Begebungsform ist allerdings gem. § 95 Abs. 1 S. 2 Hs. 1 KAGB auf Anteilsscheine „auf den Inhaber“ beschränkt. Die Verweise in das eWpG beschränken sich zudem auf Regelungen zu Zentralregisterwertpapieren. In § 95 Abs. 5 KAGB findet sich jedoch eine Verordnungsermächtigung, auf deren Grundlage das Bundesministerium der Finanzen und das Bundesministerium der Justiz im Juni 2022 die Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) erlassen und ermöglicht haben, dass Anteilsscheine an Sondervermögen ebenfalls als Kryptowertpapiere ausgegeben werden dürfen.⁶⁷ Allerdings bleibt diese Möglichkeit auf Anteile an Sondervermögen und damit auf inländische offene Investmentvermögen in Vertragsform (vgl. § 1 Abs. 10 KAGB) beschränkt.⁶⁸

c) (Bislang) verbliebene Verbriefungserfordernisse

Die größte Lücke der Entmaterialisierung ergab sich bislang aus der vielfach kritisierten Nichteinbeziehung von Aktien in das geltende eWpG.⁶⁹ Der Reformgesetzgeber hat diese Lücke jetzt gefüllt, indem er in Art. 16 ZuFinG die Aus-

⁶² eWpG-RegE, 41 (zu § 1).

⁶³ So ausdrücklich eWpG-RegE, 41 (zu § 1); vgl. ferner *Dubovitskaya*, ZIP 2020, 2551, 2552; *Wienekel/Kunz*, NZG 2021, 316, 318.

⁶⁴ BGH ZIP 1994, 1924, 1925 (Qualifikation als Inhaberschuldverschreibung).

⁶⁵ Nach der bisherigen Fassung des eWpG können Wandelschuldverschreibungen allerdings lediglich in papierverbriefte Aktien umgewandelt werden; näher *Lehmann*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 62; s. auch *Wienekel/Kunz*, NZG 2021, 316, 317.

⁶⁶ Vgl. Art. 11 eWpG-E, der lediglich zwei Folgeänderungen im Pfandbriefgesetz vorsieht, nämlich die Einfügung von § 4 Abs. 5 S. 2 und § 8 Abs. 3 S. 2 PfandBG.

⁶⁷ BGBl. I, 868; dazu ausführlich *Seeger/Kreutzmann*, RDf 2022, 425; *Kaulartz/Voigt/Winkler*, RdF 2022, 24.

⁶⁸ S. hierzu auch *Eckhold*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.) (Fn. 14), 207, 216 f.; *Lehmann*, in: *Omlor/Möslein/Grundmann* (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 63 f.

⁶⁹ Bereits im Vorfeld des eWpG hatten zahlreiche Stimmen in der Literatur das praktische Bedürfnis (auch) an elektronischen Aktien angemahnt: *Lehmann*, BKR 2020, 431, 432; *Se-*

dehnung des Anwendungsbereichs des eWpG auf (bestimmte) Aktien vorsieht. Eine rechtspolitische Kehrtwende bedeutet dieser Vorschlag jedoch nicht, weil die Bundesregierung bereits in der Blockchain-Strategie vom September 2019 die Prüfung der „Anwendung der Blockchain-Technologie im Gesellschaftsrecht“ angekündigt⁷⁰ und daraufhin das (damals noch) Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) ein externes Gutachten in Auftrag gegeben hat, um Regelungsvorschläge „insbesondere zu Blockchain-Aktien [und] Blockchain-Geschäftsanteilen“ einzuholen.⁷¹ Mit ähnlicher Stoßrichtung stellte der Regierungsentwurf des eWpG die „Regulierung von elektronischen Aktien“ bereits in Aussicht.⁷² Er betonte zudem, die Regelungen des eWpG seien so gefasst, „dass eine spätere Öffnung für elektronische Aktien rechtsetzungstechnisch problemlos erfolgen“ könne.⁷³ Seinerzeit sah der Gesetzgeber gleichwohl von einer sofortigen Einbeziehung von Aktien ab, weil er „erhebliche gesellschaftsrechtliche Auswirkungen“ befürchtete; diese Sorge vor gesellschaftsrechtlicher Komplexität stand freilich in offensichtlichem Widerspruch zu der Erwartung, die Öffnung für elektronische Aktien sei „rechtssetzungstechnisch problemlos“.⁷⁴

Nach der Reformgesetzgebung des Art. 16 ZuFinG erstreckt sich der Anwendungsbereich des eWpG auch künftig nicht auf alle Aktien. Stattdessen sieht die Regelung eine gestufte Ausweitung vor, indem sie Namensaktien umfassend dem eWpG unterstellt, Inhaberaktien dagegen nur bei Eintragung in ein Zentralregister erfasst (vgl. § 1 Nrn. 2 und 3 eWpG n.F.). Auf diesen Regelungsansatz ist noch im Einzelnen einzugehen.⁷⁵ Er schließt jedenfalls auch bestimmte Aktien von Investmentaktiengesellschaften ein.⁷⁶ Fraglich (und ebenfalls noch im Einzelnen zu diskutieren)⁷⁷ ist zudem die Erfassung von aktienähnlichen Instrumenten, insbesondere Zwischenscheinen, Dividenden Scheinen und Bezugsscheinen.

In jedem Fall gibt es auch nach der Reform eine ganze Reihe von Wertpapieren, deren Entmaterialisierung nicht möglich ist. Nicht erfasst sind vor allem Rektapapiere, also Papiere, die nicht durch Übergabe, sondern durch Abtretung übertragen werden.⁷⁸ Im finanzmarktrechtlichen Bereich zählen hierzu insbeson-

gna, WM 2020, 2301; Döding/Wentz, WM 2020, 2312; ausführlich Möslein, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 179.

⁷⁰ BT-Drs. 19/13433, 14.

⁷¹ Als Gutachter wurden Prof. Dr. Philipp Maume, Prof. Dr. Sebastian Steinorst, Mathias Fromberger (alle Technische Universität München), Dr. Michael Denga (Humboldt-Universität zu Berlin) sowie Dr. Markus Kaulartz (CMS München) beauftragt; der Schlussbericht ist abrufbar unter https://www.bmj.de/SharedDocs/Publikationen/DE/Fachpublikationen/2020_Gutachten_Blockchain-Technologie.pdf?__blob=publicationFile&v=4.

⁷² eWpG-RegE, 41 (zu § 1).

⁷³ S. wiederum eWpG-RegE, 41 (zu § 1).

⁷⁴ Vgl. nochmals eWpG-RegE, 41 (zu § 1); s. auch Lehmann, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 61 f.; Sickinger/Thelen, AG 2020, 862, 863.

⁷⁵ Näher unten, III.1.a).

⁷⁶ S. dazu III.1.c).

⁷⁷ Ausf. unter III.1.b).

⁷⁸ IdS etwa MüKoBGB/Habersack (Fn. 10), vor § 793, Rn. 18.

dere Namensschuldverschreibungen, etwa Kommunalobligationen, Sparbriefe und Sparkassenbriefe, die auf bestimmte Berechtigte lauten.⁷⁹ Während solche Papiere nicht dem Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 WpHG unterfallen und auch die zivilrechtliche Einordnung als Wertpapier nicht zweifelsfrei ist, kann durchaus ein praktisches Bedürfnis der Entmaterialisierung bestehen, um beispielsweise die Übertragung von Sparbriefen per Blockchain zu ermöglichen.⁸⁰

3. Selbstbeschränkung

a) Reichweite der Tokenisierung

Der wertpapierrechtliche Ansatz, den der Reformgesetzgeber mit der Ergänzung des eWpG um bestimmte Aktienarten vertieft, ist somit defizitär, weil Entmaterialisierung selbst innerhalb des Wertpapierrechts Stückwerk bleibt. Auch wenn der Anwendungsbereich des eWpG mit der Reform eine wichtige Erweiterung erfährt und dadurch ein großer Kritikpunkt entfällt, fehlt es auch weiterhin an einem privatrechtlichen Regelungsansatz der Entmaterialisierung, der zumindest wertpapierrechtlich konsistent wäre.⁸¹ Zum einen sind die Grundlagen des Rechts der elektronischen Wertpapiere weiterhin über verschiedene Gesetzestexte verstreut und inhaltlich unterschiedlich geregelt, so dass es „formell und materiell zersplittert“ bleibt.⁸² Zum anderen verbleiben Lücken, weil es auch nach der Reform Wertpapiere geben wird, die nicht in elektronischer Form begeben werden können, insbesondere Rektapapiere.

Selbst ein wertpapierrechtlich flächendeckender, einheitlicher Regelungsansatz griffe indessen zu kurz. Ein solcher Ansatz reduziert sich nämlich zwangsläufig auf Wertpapiere, während zentrale und besonders vielversprechende Anwendungsfelder der Tokenisierung weit über den tradierten Bereich der Wertpapiere hinausreichen.⁸³ „Die Beschränkung [...] auf Wertpapiere geht daher fehl“, heißt es zu Recht.⁸⁴ Ironischerweise verdeutlicht gerade die nachträgliche Erweiterung um elektronische Aktien dieses Manko, weil sie zwar der unterschiedlichen Behandlung von Schuldverschreibungen und Aktien entgegenwirkt, aber zugleich neue Verwerfungen zwischen Aktien und anderen, nicht als Wertpapier verbrieften Unternehmensbeteiligungen verursacht. Besonders Geschäftsanteile an Gesellschaften mit beschränkter Haftung und Genossenschaften sowie Beteiligungen an Personengesellschaften haben im eWpG keine Grundlage. Wegen des wertpapierrechtlichen Zuschnitts dieses Gesetzes können sie dort

⁷⁹ NK-BGB/Schödel, 4. Aufl. 2021, BGB § 793 Rn. 4.

⁸⁰ Lehmann, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 68.

⁸¹ Ähnlich Maume, BKR 2023, 282, 286; Omlor/Winkel/Blöcher, MMR 2022, 1044, 1046 f.

⁸² So zur Erstfassung Lehmann, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 72.

⁸³ Überblicksweise etwa Kaulartz/Matzke, NJW 2018, 3278; Kaulartz/Hirzle/Ferri, RD 2023, 104; Omlor/Möslein, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., 6. Aufl. 2022, § 34 Rn. 39 f.

⁸⁴ Lehmann, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 75.

von vorneherein keine Berücksichtigung finden. Insoweit fehlt es in Deutschland auch weiterhin an den privatrechtlichen Grundlagen einer rechtssicheren Tokenisierung, obwohl sowohl die Blockchain-Strategie als auch das in Auftrag gegebene Gutachten jeweils breitflächig die „Anwendung der Blockchain-Technologie im Gesellschaftsrecht“ und damit auch Geschäftsanteile von GmbHs und Genossenschaften in den Blick genommen hatten.⁸⁵

Tokenisierung greift selbst über solche wertpapierrechtlich nicht verbrieften Unternehmensbeteiligungen noch weit hinaus, weil sie allgemeiner die Repräsentation von Eigentum und eigentumsähnlichen Rechten ermöglicht. So können nicht nur Grundstückstransaktionen auf der Blockchain abgebildet werden, sondern sind auch Herkunfts- und Eigentumsnachweise für Wertobjekte aller Art (beispielsweise für Kunstwerke, Oldtimer oder ähnliche Raritäten) kryptographisch darstellbar; Immaterialgüter lassen sich ebenfalls tokenisieren.⁸⁶ Auch Eigentumsbruchteile können durch tokenbasierte Repräsentation und Dokumentation erworben und gehandelt werden.⁸⁷ Die Tokenisierung erstreckt sich zudem auf Benutzungs- und Zutrittsrechte (utility token).⁸⁸ Neben Token, die Rechte oder Forderungen verkörpern, gibt es zudem Token ohne jede Verknüpfung mit einem Vermögenswert außerhalb der betroffenen Blockchain, die lediglich über einen intrinsischen Wert verfügen, etwa Zahlungs-Token (Bitocin) oder Beteiligungen an sog. Decentralized Autonomous Organisations (DAOs).⁸⁹ Die Welt der Kryptowerte ist mithin unendlich viel größer als die Welt der Wertpapiere.

Der Befund des Eckpunkteapiers, die Übertragbarkeit von Kryptowerten außerhalb des eWpG sei im deutschen Recht nur eingeschränkt gewährleistet, trifft daher auch nach der Reform noch vollumfänglich zu. Die Zielsetzung, „gemeinsam [zu] prüfen, wie wir die Übertragbarkeit von Kryptowerten national und in Europa weiter verbessern können“,⁹⁰ wird durch den wertpapierrechtlichen Ansatz des eWpG größtenteils verfehlt. Wegen dieses Regelungsansatzes bleibt die Überlegung, „inwieweit der gesetzliche Rahmen auch für den Erwerb von anderen Kryptowerten weiter verbessert und deren rechtssichere Übertragung noch besser abgesichert“ werden kann,⁹¹ nach wie vor Zukunftsaufgabe.

⁸⁵ S. Nachw. (Fn. 68 f.); Das BMJV hatte seinen Gutachtenauftrag in einem Schreiben vom 24.4.2020 dahingehend konkretisiert, dass sich zur GmbH ähnliche Fragen stellten wie zur Aktiengesellschaft, „insbesondere zu Blockchain-Geschäftsanteilen und der Gründung, die auch für die Genossenschaft vertieft werden sollen“.

⁸⁶ Vgl. statt aller *Richter*, NJW 2022, 3469, 3471–3474.

⁸⁷ Dazu im Einzelnen *Kaulartz/Hirzle/Ferri*, RDt 2023, 104.

⁸⁸ von *Buttlar/Omlor*, ZRP 2021, 169, 172; *Hacker/Thomale*, ECFR 2018, 645, 652.

⁸⁹ *Omlor/Möslein*, in: *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.) (Fn. 82), § 34 Rn. 38.

⁹⁰ Eckpunkte (Fn. 2), 2.

⁹¹ S. nochmals Eckpunkte (Fn. 2), 3.

b) Wertpapierrecht als Sonderweg

Der selbstbeschränkende, wertpapierrechtliche Ansatz des eWpG markiert in mehrfacher Hinsicht einen Sonderweg des deutschen Privatrechts. Zunächst erweist sich dieser Ansatz im Rechtsvergleich als Unikat. Die Entmaterialisierung von Finanzinstrumenten ist in Nachbarrechtsordnungen, etwa in Frankreich, seit langem viel weiter fortgeschritten als in Deutschland.⁹² Auch die neuere, blockchain-spezifische Gesetzgebung in Nachbarländern wie der Schweiz, Liechtenstein und auch Polen erfasst Token jeweils deutlich breiter.⁹³ Im italienischen Privatrecht erweist sich bereits der tradierte Sachbegriff im Vergleich zur deutschen, an das Kriterium der Körperlichkeit anknüpfenden Sachdefinition des § 90 BGB als entwicklungsöffener, so dass die eigentumsrechtliche Erfassung von Krypto-Token ungleich weniger problematisch erscheint.⁹⁴ Auch im anglo-amerikanischen Rechtskreis ist der Eigentumsbegriff flexibler, obwohl zumindest im englischen Sachenrecht ebenfalls ein *numerus-clausus-Prinzip* gilt.⁹⁵ Token erfüllen jedoch die Anforderungen der Rechtsprechung an eigentumsfähige Rechtspositionen („definable, identifiable by third parties, capable in its nature of assumption by third parties, and have some degree of permanence or stability“),⁹⁶ weil die auf verteilten Netzwerken gespeicherten Datensätze für alle Teilnehmer erkennbar technisch abgegrenzt sind und sich übertragen lassen; Dezentralität und kryptographische Absicherung sorgen zudem für die geforderte Stabilität.⁹⁷ Auch wenn sich die Anforderungen im Einzelnen unterscheiden, qualifiziert auch das US-amerikanische Recht Token typischerweise als eigentumsfähige Rechtspositionen, die einen korrespondierenden absolut-dinglichen Schutz erfahren. So gilt beispielsweise eine kalifornische Leitentscheidung die Anforderung eines „legitimate claim to exclusivity“, die bei Token angesichts ihrer Abgrenzbarkeit erfüllt ist.⁹⁸ Im Gegensatz zu § 2 Abs. 3 eWpG bedarf es daher in keiner dieser Rechtsordnungen einer Sachfiktion. Ein wertpapierrechtliche Verbriefungserfordernis besteht von vorneherein nicht.

⁹² Vgl. dazu bereits die rechtsvergleichenden Beiträge in: Kreutzer (Hrsg.), *Abschied vom Wertpapier?*, 1988; außerdem *Lehmann*, BKR 2020, 431, 432 m.w.N.

⁹³ Zum Liechtensteiner Token- und VT-Dienstleister-Gesetz (TVTGD) etwa *Damjanovic/Pfurtscheller/Raschauer*, ZEuP 2021, 397; *Deuber/Khorrami Jahromi*, MMR 2020, 576; *Teichmann/Falker*, InTer 2020, 62; zum Schweizer Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklung der Technik verteilter elektronischer Register etwa *Weber*, RD i 2021, 186 sowie die Beiträge in *Weber/Kuhn* (Hrsg.) (Fn. 56); zur polnischen e-Aktie *Weber-Elżanowski/Dybiński*, BKR 2021, 292.

⁹⁴ Näher v. *Hülst*, *Absoluter Schutz von Blockchain-Token: Normativer Sachbegriff im deutsch-italienischen Rechtsvergleich*, 2024.

⁹⁵ IdS *Omlor*, RD i 2021, 236, 239.

⁹⁶ *National Provincial Bank v Ainsworth* (1965) 2 All ER 472, 494.

⁹⁷ Ausf. *Omlor*, ZVglRWiss 119 (2020), 41 (46f.).

⁹⁸ *Kremen v. Cohen* 337 F.3d 1024, 1030 (9th Cir. 2003); dazu näher *Omlor*, in: Nordtveit (Hrsg.), *The Changing Role of Property Law*, 2023, 130, 136 f.

Nicht nur im Rechtsvergleich, sondern auch in Gegenüberstellung zum deutschen und europäischen Aufsichtsrecht erweist sich das Verbriefungserfordernis als Sonderweg. So gelten Kryptowerte gem. § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 10 KWG als Finanzinstrument, ohne dass für deren Definition Verbriefung bzw. Wertpapier-eigenschaft eine Rolle spielen würden.⁹⁹ Gem. § 1 Abs. 11 S. 4 KWG zählen als Kryptowerte vielmehr sämtliche

„digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder Anlagezwecken dient und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann“.

Die Vorschrift des § 1 Abs. 11 S. 5 KWG schließt lediglich negativ aus, dass bestimmte Vermögenswerte nicht als Kryptowerte gelten, namentlich E-Geld iSd § 1 Abs. 2 S. 3 ZAG sowie monetäre Werte, die den Anforderungen von § 2 Abs. 1 Nr. 10 ZAG genügen oder nur für Zahlungsvorgänge gem. § 2 Abs. 1 Nr. 11 ZAG eingesetzt werden.¹⁰⁰ Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum zählen dagegen als Kryptowerte; sie sind von diesem Ausnahmetatbestand grundsätzlich nicht erfasst, weil (und soweit) sie keine Forderung gegen den Emittenten verkörpern.¹⁰¹ Der deutsche Gesetzgeber wollte, ebenso wie bereits die europäische Vorgabe der vierten Geldwäscherichtlinie, virtuelle Währungen gesamthaft erfasst wissen.¹⁰² Ein ähnlich umfassender Ansatz liegt der europäischen Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) zu Grunde, die zahlreiche Schutzinstrumente des Finanzmarktrechts auf Kryptowerte überträgt.¹⁰³ Den Begriff des Kryptowerts definiert Art. 3 I Nr. 5 MiCAR ebenfalls in einem breiten Sinne, nämlich als „digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts, der bzw. das unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden kann“.¹⁰⁴ Dass Art. 2 Abs. 4 lit. a MiCAR Finanzinstrumente iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anh. I Abschn. C MiFID II ausnimmt, ist lediglich dem subsidiären Auffangcharakter des Rechtsakts geschuldet,¹⁰⁵ ändert jedoch nichts an dem viel umfas-

⁹⁹ Zur Neuregelung *Behrens/Schadtle*, WM 2020, 2099; *Blassl/Sandner*, WM 2020, 1188; *Fromberger/Haffke/Zimmermann*, BKR 2019, 377; *Rennig*, BKR 2020, 23; *Resas/Ulrich/Gest*, ZBB 2020, 22.

¹⁰⁰ BT-Drs. 19/13827, 110.

¹⁰¹ *Fromberger/Haffke/Zimmermann*, BKR 2019, 377, 384; *Rennig*, BKR 2020, 23, 24 u. 26.

¹⁰² *Wettlaufer/Patz*, in: Maume/Maute/Fromberger (Hrsg.), *Rechtshdb. Kryptowerte*, 2021, § 13 Rn. 44 f.

¹⁰³ VO (EU) 2023/1114, ABl. EU Nr. L 150 v. 9.6.2023, 40.

¹⁰⁴ Näher etwa *Maume*, RD 2022, 461, 464; *Maume/Siadat*, NJW 2023, 1168, 1169 f.

¹⁰⁵ Vgl. nochmals *Maume* (Fn. 103), 463; ferner *Buck-Heeb*, BKR 2023, 689, 696; *Michell Schmitt*, CCZ 2023, 261, 261 f.

senderen Verständnis von Kryptowerten im europäischen Aufsichtsrecht. Umgekehrt steht nämlich spätestens mit der kürzlich eingefügten Ergänzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II („einschließlich mittels Distributed-Ledger-Technologie emittierter Instrumente“) zweifelsfrei fest, dass das europäische Verständnis von Wertpapieren nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II als wichtigster Unterfall von Finanzinstrumenten keine Verkörperung voraussetzt, so dass auch Kryptotoken erfasst sein können.¹⁰⁶ Dies gilt auch, aber nicht nur für übertragbare elektronische Wertpapiere iSv § 2 Abs. 1 S. 1 eWpG. Finanzinstrumente, die mittels Distributed-Ledger-Technologie emittiert, verbucht, übertragen und gespeichert werden, unterliegen überdies dem Regime der Verordnung über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen (DLT-Pilotregime, vgl. Art. 2 Nr. 11).¹⁰⁷ Der steuerrechtliche Richtlinienentwurf zur Zusammenarbeit der Verwaltungsbehörden im Bereich der Besteuerung knüpft ebenfalls an dieses breite, auf europäischer Ebene zunehmend etablierte Begriffsverständnis von Kryptowerten an.¹⁰⁸

c) Pfadabhängigkeit vs. Systemstimmigkeit

Mit der nunmehr erfolgten Ergänzung des eWpG um elektronische Aktien verfolgt der Gesetzgeber einen „minimalinvasiven Regelungsansatz, der sich auf punktuelle Änderungen des Aktiengesetzes (AktG) und des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG) beschränkt“.¹⁰⁹ Dieser Ansatz ermöglichte eine schnelle, politisch wenig kontroverse Einführung elektronischer Aktien. Ein zentraler Kritikpunkt, der bei Erlass des eWpG vielfach vorgebracht worden ist,¹¹⁰ hat sich auf diese Weise ausräumen lassen. Die seinerzeit vom Gesetzgeber selbst in Aussicht gestellte Erweiterung¹¹¹ konnte vergleichsweise geräuschlos nachgeholt werden, bewegt sie sich schließlich in den durch dieses Gesetz vorgezeichneten Bahnen. Der Gesetzgeber wählte somit einen vergleichsweise mühelosen Weg, wohingegen ein Umschwenken auf einen grundlegenden, systematisch aber überzeugenderen Ansatz zweifelsohne deutlich größeren gesetzgeberischen Aufwand und mutmaßlich auch mehr zeitlichen Vorlauf bedeutet hätte.

Die inkrementelle Erweiterung des eWpG birgt indessen die typischen Gefahren der Pfadabhängigkeit,¹¹² indem sie einen Ansatz bestätigt, der hinter den im Eckpunktepapier verankerten, selbstgesteckten Zielen des Gesetzgebers zurückbleibt,¹¹³ die formelle und materielle Zersplitterung innerhalb des Wertpapier-

¹⁰⁶ IdS *Maume/Siadat* (Fn. 103), 1168.

¹⁰⁷ VO (EU) 2022/858, ABl. EU Nr. L 151 v. 2.6.2023, 1; ausf. *Rombal/Oppenheim/Pfaf, RD* 2023, 145, 147.

¹⁰⁸ COM(2022) 707 final; vgl. *Geberth/Bartelt, DStR-Aktuell* 2023, 106.

¹⁰⁹ *Poelzig/von Zehmen, RD* 2023, 333, 333.

¹¹⁰ Nachw. (Fn. 67).

¹¹¹ Vgl. (Fn. 70 f.); s. ferner *Maume* (Fn. 80), 283.

¹¹² Ähnlich *Maume* (Fn. 80), 283.

¹¹³ (Fn. 89 f.).

rechts¹¹⁴ vertieft und nicht nur rechtsvergleichend, sondern auch gegenüber dem aufsichtsrechtlichen Verständnis von Kryptowerten einen eigenwilligen Sonderweg des deutschen Privatrechts darstellt.¹¹⁵ Pfadabhängige Prozesse sind bekanntlich nicht selbstkorrigierend, sondern verfestigen bestehende Fehler.¹¹⁶ Diese Gefahren birgt auch die Reform des eWpG, weil sie eine systemstimmige Lösung, die den gesetzlichen Rahmen auch für den Erwerb von anderen Kryptowerten weiter verbessert und deren rechtssichere Übertragung besser absichert oder sogar ermöglicht, in noch weitere Ferne rückt. Die von weiten Teilen der Literatur gewünschte grundlegende Reform des Wertpapier- und Depotrechts bleibt aus.¹¹⁷ Nicht nur rechtspolitisch, sondern auch rechtssystematisch und womöglich sogar verfassungsrechtlich bedenklich ist die fehlende Systemstimmigkeit namentlich im Hinblick auf die Diskrepanz zwischen der breiten aufsichtsrechtlichen Erfassung von Kryptowerten und dem engen wertpapierrechtlichen Ansatz im Privatrecht: Wenn Aufsichtsrecht mehr reguliert, als Privatrecht auf rechtssichere Weise ermöglicht, droht eine nicht nur systematisch bedenkliche, in sich widersprüchliche Unwucht zwischen beiden Rechtsgebieten. Wenn das Privatrecht in Form des eWpG die rechtssichere Übertragung von Kryptowerten eng begrenzt, während das Aufsichtsrecht diese ungleich breiter in den Blick nimmt, verkehrt sich nämlich das Verhältnis zwischen der Ermöglichungs- und der Regulierungsfunktion des Rechts in ihr Gegenteil.¹¹⁸ Das Privatrecht verfehlt dann zumindest teilweise seine Funktion, „die Gestaltung der wirtschaftlichen und persönlichen Verhältnisse [zu] ermöglichen und [zu] erleichtern, d.h. eine Infrastruktur [zu] bieten, die zur Verfügung steht wie Energieversorgung und Straßennetz“.¹¹⁹ Wird das Recht seiner Infrastrukturverantwortung nicht gerecht,¹²⁰ erscheint dies gerade im Zusammenhang mit DLT-Netzwerken bedenklich, weil diese als konkurrierendes, technisches System entsprechend sicherere und damit vertrauenswürdigere Lösungen anbieten können als das Recht

¹¹⁴ Näher oben, unter II.2.; vgl. außerdem zur Erstfassung *Lehmann*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 72.

¹¹⁵ Vgl. soeben unter II.3.b).

¹¹⁶ Allgemein zu Pfadabhängigkeiten im Recht: *Hartmann*, in: E. Wagner u.a. (Hrsg.), *Pfadabhängigkeit hoheitlicher Ordnungsmodelle*, 2016, 71; *Münkler*, DÖV 2016, 839; zur Anwendung im Gesellschaftsrecht vgl. etwa *Bebchuk/Roe*, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999); *Kahan/Klausner*, 74 Wash. U.L.Q. 347 (1996).

¹¹⁷ Vgl. etwa *Casper*, AG 2022, 714, 719 f.; *Casper*, ZHR 187 (2023), 5, 45; *Guntermann*, AG 2021, 449, 454 ff.; *Omlor/Wikel/Blöcher*, MMR 2022, 1044, 1046 f.; *Omlor*, WM 2022, 2153, 2153; *Bialluch-von Allwörden*, RD 2021, 13, 13 ff.; *Segna*, WM 2020, 2301, 2311.

¹¹⁸ Zu beiden Funktionen etwa *Hellgardt*, *Regulierung und Privatrecht*, 2016, 47 ff., bes. 58 f.; vgl. außerdem *Möslein*, *Dispositives Recht*, 2011, 31 ff.; *Hacker*, *Datenprivatrecht*, 8 f.; überblicksweise *Grundmann*, in: ders./Micklitz/Renner (Hrsg.), *Privatrechtstheorie*, Bd. 1, 2015, 875, 877 ff.

¹¹⁹ *Windbichler*, AcP 198 (1998), 261, 271.

¹²⁰ Zur staatlichen Infrastrukturverantwortung im Bereich des (dispositiven) Privatrechts vgl. *Möslein* (Fn. 117), 377–381.

selbst.¹²¹ Im Wettbewerb von rechts- und technikbasierten Lösungen, aber auch im Wettbewerb der Rechtsordnungen drohen erhebliche kompetitive Nachteile gegenüber systemstimmigeren Regelungsangeboten, die sich für Adressaten in aller Regel als deutlich attraktivere Lösung erweisen.

III. Regelungselemente

1. Anwendungsbereich

Die entscheidende Neuerung besteht in der Ausweitung des Anwendungsbereichs des eWpG auf elektronische Aktien. Nach der Regelung in Art. 16 Nr. 1 ZuFinG wird diese Ausweitung durch Ergänzung von § 1 eWpG um zwei weitere Ziffern bewerkstelligt.

a) Zweistufige Erweiterung auf Aktien

Wie bereits im ZuFinG-RefE (dort Art. 15 Nr. 1) vorgeschlagen erstreckt § 1 Nr. 2 eWpG n.F. die Anwendbarkeit des Gesetzes auf „Aktien, die auf den Namen lauten“; in § 1 Nr. 3 eWpG-E wird zudem eine Ausweitung auf „Aktien, die auf den Inhaber lauten“ vorgesehen, die allerdings unter dem Vorbehalt steht, dass diese Inhaberaktien „in einem zentralen Register eingetragen sind“. Die Ausweitung des Anwendungsbereichs des eWpG auf elektronische Aktien erfolgt somit zweistufig, indem zwar Namensaktien umfassend dem eWpG unterstellt werden, Inhaberaktien aber nur bei Eintragung in ein Zentralregister. Diese wertpapierrechtliche Abstufung findet ihr aktienrechtliches Pendant in Art. 13 Nr. 1 ZuFinG, der eine entsprechende Änderung der Vorgaben des § 10 AktG vorsieht (Einfügung Abs. 1 Nr. 3 bzgl. Inhaber- bzw. Abs. 6 bzgl. Namensaktien).¹²²

Als Begründung für die Unterscheidung führt der Gesetzgeber geldwäscherechtliche Fragen an, die der Einführung von Krypto-Inhaberaktien entgegenstünden. Insbesondere habe die Financial Action Task Force (FATF) als internationaler Standardsetzer im Bereich der Verbeugung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung Inhaberaktien „als tendenziell risikobehaftetes Instrument“ eingestuft, bei dem es entscheidend darauf ankomme, „Übertragungsvorgänge nachvollziehbar zu machen und Möglichkeiten zur Verschleierung von Vermögenswerten zu verhindern“.¹²³ Im Gegensatz zum ZuFinG-RefE, der zusätzlich auf „komplexe gesellschaftsrechtliche Fragen“ abgestellt hatte, die Krypto-Inhaberaktien mit sich brächten, ohne bislang in der Praxis hinreichend erprobt zu sein,¹²⁴ verweist die Begründung des ZuFinG-RegE ausschließlich auf

¹²¹ Näher zum Wettstreit von technik- und rechtsbasierten Regeln: *Möslein*, in: Hacker u.a. (Hrsg.), *Regulating Blockchain*, 2019, 275 („Conflicts of Laws and Codes“).

¹²² Hierzu näher *Maume* (Fn. 80), 284.

¹²³ ZuFinG-RegE, 67.

¹²⁴ ZuFinG-RefE, 92; dazu ausführlich *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825, 829 f.

die „derzeitigen Verhandlungen über eine EU-Geldwäscheverordnung“, der wegen deren Regelungsvorschlags zu Inhaberaktien nicht vorgegriffen werden dürfe.¹²⁵ Tatsächlich findet sich in Art. 58 Abs. 3 des aktuellen Entwurfs dieser Verordnung ein Verbot von Inhaberaktien, soweit diese nicht in intermediarisierter Form begeben werden.¹²⁶

Während die Begründung des Referentenentwurfs auf breite Kritik gestoßen war, insbesondere weil sie in gesellschaftsrechtlicher Hinsicht nicht überzeugte,¹²⁷ erscheint der Gleichlauf mit der zu erwartenden geldwäscherechtlichen, höher-rangigen Verbotsvorschrift zumindest auf den ersten Blick systemstimmig. Jedoch würden Krypto-Inhaberaktien nach den Vorgaben des eWpG zumindest im Fall einer Sammeleintragung infolge der Einbeziehung von Kryptoverwahrern durchaus intermediärsbasiert übertragen. Sie wären daher mit den künftigen Vorgaben des Geldwäscherechts vereinbar.¹²⁸ Insbesondere existiert eine „Ermittlungs- bzw. Papierspur“, die eine Nachverfolgung der berechtigten Aktionäre und Depotkette ermöglicht.¹²⁹ Im Fall der Einzeleintragung wären Übertragungen immerhin im Kryptowertpapierregister ersichtlich; zudem sind Registerführer, weil sie zwingend der Beaufsichtigung durch die BaFin (Erlaubnispflicht gem. § 32 Abs. 1 S. 1 iVm § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 8 KWG) unterliegen, ähnlich verlässlich wie Intermediäre.¹³⁰ Selbst gegenüber intermediärslosen Krypto-Inhaberaktien vermag die geldwäscherechtliche Skepsis in der Sache nicht zu überzeugen. Angesichts der Fälschungssicherheit kryptographischer Transaktionen und den technischen Möglichkeiten digitaler Identitäten sind DLT-Netzwerke nicht notwendig pseudonym, sondern können bei entsprechender Ausgestaltung sogar höhere Transparenz und Vertrauenswürdigkeit verbürgen als Intermediäre.¹³¹ Nicht von ungefähr werden Krypto-Aktien im US-amerikanischen

¹²⁵ Vgl. nochmals ZuFinG-RegE, 67; skeptisch *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825, 830 f.

¹²⁶ Council of the European Union, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing

– Mandate for negotiations with the European Parliament, v. 5.12.2022, 2021/0239(COD).

¹²⁷ Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum vor allem *Casper* ZHR 187 (2023), 5, 37–41; *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825, 829–831; vgl. ferner zahlreiche Stellungnahmen zum Entwurf, u.a. von Bitkom (dort 7: „nicht nachvollziehbar“), vom Blockchain Bundesverband e.V. (dort 7 f., als Erfordernis der Technologieneutralität), sowie von der Börse Stuttgart Group (dort 1 f.: Begründung „trägt nur bedingt“), alle abrufbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/0-Gesetz.html.

¹²⁸ Ähnlich *Casper*, ZHR 187 (2023), 5, 39 f.; *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825, 830 f.

¹²⁹ *Casper*, ZRP 2023, 105, 106.

¹³⁰ IdS *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825, 830 („ausreichende Gewähr“); vgl. außerdem *Casper*, ZHR 187 (2023), 5, 40; zum Erlaubnisverfahren näher: *Izzo-Wagner/Weisser*, RDt 2022, 417.

¹³¹ *Möslein/Omlor/Urbach*, ZIP 2020, 2149, 2154 f.; ausführlich außerdem *Trautmann/Müller*, RDt 2022, 160.

Schrifttum als „traceable shares“ bezeichnet.¹³² Umgekehrt lassen sich dem Aktienregister auch im Fall von Namensaktien die wirtschaftlich Berechtigten nicht immer zutreffend entnehmen. Zudem ähnelt das Kryptowertpapierregister in seiner Aussagekraft dem Aktienregister. Krypto-Aktien, die auf den Inhaber lauten, versprechen überdies bei Aktionärskommunikation, Ausübung von Aktionärsrechten und Dividendenauskehr besonders große Effizienzvorteile.¹³³ Alle diese Überlegungen sind nicht nur bei den weiteren Verhandlungen zur Geldwäscheverordnung im Blick zu behalten, sondern sprechen auch unabhängig davon für eine Ausweitung des eWpG auf Krypto-Inhaberaktien. Letztlich fehlt es nämlich an überzeugenden Sachgründen für die Abstufung, die Art. 16 Nr. 1 ZuFinG für § 1 Nr. 2 und 3 eWpG n.F. vorsieht.

b) Aktienähnliche Instrumente (Nebenzapere)

Im Aktiengesetz finden sich mit Aktien vergleichbare Instrumente wie Zwischen-, Dividenden- und Bezugsscheine, die ebenfalls zumindest einzelne Mitgliedschaftsrechte verbrieften oder stellvertretend für Aktien begeben werden (sog. Nebenzapere). Trotz dieser aktienrechtlichen Ähnlichkeit liegt die Erfassung dieser Instrumente durch § 1 eWpG n.F. infolge teils divergierender wertpapierrechtlicher Einordnung keineswegs auf der Hand.

Relativ eindeutig ist die Situation, erstens, bei sog. Zwischenscheinen, früher: Interimsscheinen, die gem. § 8 Abs. 6 AktG vor Ausgabe der Aktien erteilt werden, um Aktionären im Zeitraum zwischen Eintragung der Gesellschaft und Ausgabe der Aktienurkunden bereits in vorläufiger Weise die Mitgliedschaft zu verbrieften.¹³⁴ Zwischenscheine spielen besonders vor der vollständigen Leistung der auf eine Aktie zu erbringende Einlage eine Rolle, weil Inhaberaktien gem. § 10 Abs. 2 S. 1 AktG erst nach vollständiger Leistung dieser Einlage ausgegeben werden dürfen.¹³⁵ Auch wenn das Aktiengesetz die Rechtsnatur von Zwischenscheinen nicht umfassend regelt, sieht § 8 Abs. 6 AktG immerhin vor, dass die Regelungen der Absätze 1 bis 5 auch für Zwischenscheine gelten. Sind Zwischenscheine daher auch formal mit Aktien vergleichbar,¹³⁶ spricht viel dafür, dass auch ihnen die Möglichkeiten des eWpG offenstehen, so dass von Anfang an auf eine papiergebundene Verbrieftung der Aktionärsrechte verzichtet werden kann. Da Zwischenscheine gem. § 10 Abs. 3 AktG zwingend auf den Namen lauten, sich also wie die Namensaktie wertpapierrechtlich als Orderpapier qualifizieren lassen, sind auf Grundlage des § 1 Nr. 2 eWpG n.F. auch „Krypto-Zwischenscheine“ denkbar. Ein Medienbruch droht insoweit also nicht.

¹³² Geis, 113 Nw. U. L. Rev. 227 (2018) (unter dem Titel “Traceable Shares and Corporate Law”).

¹³³ Ähnlich *Reger/Langheld/Haagen*, RD 2021, 83, 90–92; vgl. auch *Guntermann*, AG 2021, 449, 453.

¹³⁴ S. etwa MünchHdb AG/*Sailer-Coceani*, 5. Aufl. 2020, § 12 Rn. 24.

¹³⁵ Näher *BeckOGK/Vatter*, Stand: 01.07.2023, AktG § 10 Rn. 90.

¹³⁶ Vgl. *MüKoAktG/Heider* (Fn. 24), § 10 Rn. 48.

Schwerer zu beurteilen ist, zweitens, die Behandlung von Gewinnanteils- bzw. Dividendenscheinen, die das Recht auf den konkreten Dividendenbezug wertpapiermäßig verbiefen. Das Aktiengesetz erwähnt solche Papiere lediglich in § 72 Abs. 2 und § 75 AktG und verpflichtet Gesellschaften nicht ausdrücklich zur Ausstellung von Gewinnanteilscheinen. Aufgrund ihrer weiten Verbreitung soll Aktionären jedoch nach ganz hM ein gewohnheitsrechtlicher Anspruch auf Verbriefung zustehen, sofern die Verbriefung nicht in der Satzung ausdrücklich ausgeschlossen ist.¹³⁷ Dividendenscheine ersparen es den Aktionären, bei Bezug der Dividende zur Legitimation die Aktienurkunde selbst vorlegen zu müssen, vor allem aber erleichtern sie die getrennte Verfügung über den Gewinnanspruch.¹³⁸ Man qualifiziert Dividendenscheine als echte Wertpapiere, so dass die Regelungen der §§ 793 ff. BGB grundsätzlich Anwendung finden und sich die Übertragung nach §§ 929 ff. BGB richtet.¹³⁹ Gleichwohl ist fraglich, ob Dividendenscheine als elektronische Wertpapiere und insbesondere als Kryptowertpapiere begeben werden können, weil ihre Einordnung in die Fallgruppen des § 1 eWpG n.F. nicht eindeutig ist. Gewinnanteilsscheine lauten regelmäßig auf den Inhaber, auch wenn die Aktie selbst auf den Namen lautet.¹⁴⁰ Voraussetzung einer Begebung von Krypto-Gewinnanteilsscheinen wäre deshalb ihre eWpG-rechtliche Einordnung als Schuldverschreibung, nicht als (Inhaber-)Aktie. Die Anwendbarkeit der §§ 793 ff. BGB und die Verbriefung der Leistung konkreter Dividendenzahlungen scheint zwar für eine Einordnung als Schuldverschreibung und die daraus resultierende Zulässigkeit von Krypto-Gewinnanteilsscheinen zu sprechen. Auch wenn im Gegensatz zu § 8 Abs. 6 AktG eine gesetzliche Gleichstellung mit Aktien fehlt, heißt es aber, bezüglich der Form und Ausstattung von Dividendenscheinen gälten „dieselben Regelungen wie für Inhaberaktien“.¹⁴¹ Eine Gleichbehandlung mit Inhaberaktien hat freilich zur Folge, dass aufgrund der Beschränkung des § 1 Nr. 3 eWpG n.F. eine Ausgestaltung als Krypto-Gewinnanteilsschein ausgeschlossen ist. Somit droht die Gefahr eines Medienbruchs, sofern die Namensaktie selbst als Kryptoaktie begeben ist. Die geldwäscherechtlichen Bedenken, die vom Gesetzgeber zur Begründung dieser Beschränkung geltend gemacht werden,¹⁴² sprechen trotz der daraus resultierenden praktischen Schwierigkeiten für diese Einordnung, weil jene Erwägungen ja gerade die Vermögensrechte von Aktionären betreffen.

¹³⁷ IdS etwa MüKoAktG/Bayer, 5. Aufl. 2019, AktG § 58 Rn. 118; Koch, 17. Aufl. 2023, AktG § 58 Rn. 29; aA jedoch KK-AktG/Drygala, § 58 Rn. 149.

¹³⁸ MünchHdb AG/Sailer-Coceani, 5. Aufl. 2020, § 12 Rn. 27.

¹³⁹ MüKoAktG/Bayer, 5. Aufl. 2019, AktG § 58 Rn. 120; KK-AktG/Drygala, § 58 Rn. 146; Koch, 17. Aufl. 2023, AktG § 58 Rn. 29.

¹⁴⁰ S. nochmals MüKoAktG/Bayer, 5. Aufl. 2019, AktG § 58 Rn. 119; KK-AktG/Drygala, § 58 Rn. 146; Koch, 17. Aufl. 2023, AktG § 58 Rn. 29.

¹⁴¹ So etwa MAH AktienR/Sudmeyer § 10 Rn. 104.

¹⁴² ZuFinG-RegE, 67.

Ähnlich unklar ist schließlich, drittens, ob sich der aus dem Bezugsrecht gem. § 186 AktG resultierende, konkrete Bezugsanspruch als elektronisches Wertpapier verbriefen lässt. Da dieser Bezugsanspruch übertragbar und börsenfähig ist,¹⁴³ verspräche eine solche Verbriefung durchaus Vorteile in der Praxis des Bezugsrechtshandels,¹⁴⁴ zumal sich auf diese Weise Krypto-Bezugsscheine ohne Medienbruch in Krypto-Aktien überführen ließen. Allerdings ist der Anspruch als einfaches Gläubigerrecht grundsätzlich nur durch schlichte Abtretung gem. § 398 BGB übertragbar.¹⁴⁵ Er untersteht also gerade nicht dem Regime des Wertpapierrechts. Etwas anderes gilt allerdings, wenn die Gesellschaft Gewinnanteilscheine ausgegeben hat, die sie für die Verbriefung von Bezugsansprüchen verwendet.¹⁴⁶ In diesem Fall ist nämlich eine Übertragung des Bezugsanspruchs durch Übereignung dieser Inhaberpapiere möglich und somit eine Verbriefung als elektronisches Wertpapier denkbar. Ebenso wie auch sonst bei Gewinnanteilscheinen steht jedoch die Zulässigkeit von Krypto-Bezugsscheinen in Frage. Die geldwäscherechtlichen Bedenken wiegen weniger schwer, weil es nicht um Zahlungsansprüche geht, sondern ein unmittelbarer Zusammenhang zu denjenigen Krypto-Aktien besteht, auf deren Bezug sich der zu Grunde liegende Anspruch richtet. Gleichwohl wäre ein systematischer Bruch, Gewinnanteilscheine je nach konkreter Verwendung unterschiedlich zu qualifizieren.

c) Aktien nach KAGB

Während die durch Art. 10 eWp-EG bewirkte Änderung von § 95 KAGB auch für inländische Investmentvermögen die Möglichkeit der elektronischen Begebung geöffnet hatte, sofern diese ein Sondervermögen iSv § 1 Abs. 10 KAGB bilden und ihre Anteilsscheine gem. § 95 Abs. 1 S. 2 Hs. 1 KAGB auf den Inhaber lauten,¹⁴⁷ blieb die gleiche Möglichkeit Investmentvermögen in der Form einer Investmentgesellschaft iSv § 1 Abs. 11 KAGB bislang verschlossen. Mit der Ausweitung des eWpG auf elektronische Aktien wird diese Beschränkung künftig entfallen, allerdings nur teilweise: § 1 eWpG n.F. eröffnet für Investmentaktiengesellschaften künftig die Möglichkeit einer elektronischen Begebung, nicht jedoch für Investmentkommanditgesellschaften.¹⁴⁸ Der wertpapierrechtliche Zu-

¹⁴³ Koch, 17. Aufl. 2023, AktG § 186 Rn. 7; ausf. MüKoAktG/Schürnbrand/Verse, 5. Aufl. 2021, AktG § 186 Rn. 31 f.

¹⁴⁴ Zur technischen Abwicklung näher Wieneke, GWR 2017, 239, 240 f.; vgl. außerdem Hölters/Weber/Apfelbacher/Metzner, 4. Aufl. 2022, AktG § 186 Rn. 31–35; ausführliche ökonomische Betrachtung bei Terstege, Bezugsrechte bei Kapitalerhöhungen, 2001.

¹⁴⁵ MüKoAktG/Schürnbrand/Verse, 5. Aufl. 2021, AktG § 186 Rn. 27; KK-AktG/Ekenga, § 186 Rn. 20; Koch, 17. Aufl. 2023, AktG § 186 Rn. 7; a.A. Kallmeyer AG 1993, 249, 249 f. (unübertragbar).

¹⁴⁶ MüKoAktG/Schürnbrand/Verse, 5. Aufl. 2021, AktG § 186 Rn. 27; vgl. auch MünchHdb AG/Sailer-Coceani, 5. Auflage 2020, § 12 Rn. 27.

¹⁴⁷ Näher bereits oben, I.2.b. (Fn. 65 f.).

¹⁴⁸ Ausf. zu dieser Rechtsform: Freitag, NZG 2013, 329; allgemein zum Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuchs außerdem Zetzsche, AG 2013, 613.

schnitts des eWpG lässt keinen gesetzgeberischen Spielraum, Anteile an (Investment-)Personengesellschaften einzubeziehen.¹⁴⁹ Überdies können selbst Investmentaktiengesellschaften typischerweise nur Unternehmensaktien als Kryptoaktien begeben, während dies bei Anlageaktien nicht zwingend der Fall ist: Unternehmensaktien müssen nämlich gem. § 109 Abs. 2 S. 3 KAGB auf Namen lauten, während Anlageaktien auch als Namensaktien begeben werden können.¹⁵⁰ Weil insoweit jedoch die allgemeinen Kautelen des § 1 Nr. 3 eWpG n.F. gelten, kommt im Fall einer solchen Ausgestaltung eine Begebung als Krypto-Anlageaktie nicht in Betracht.

Ein erheblicher Kritikpunkt am bisherigen eWpG, der besonders in Gegenüberstellung zur Rechtslage im konkurrierenden Fondsstandort Luxemburg, wo die elektronische Begebung der Globalurkunde zulässig ist, ins Gewicht fiel,¹⁵¹ wird durch die Öffnung für elektronische Aktien zumindest teilweise ausgeräumt. Dass infolge des künftigen § 1 Nr. 3 eWpG n.F. allerdings just die breit gestreuten Anlageaktien regelmäßig nicht als Kryptowertpapier begeben werden können, weil sie in der Praxis typischerweise auf den Inhaber lauten,¹⁵² bedeutet jedoch auch weiterhin ein erhebliches Manko. Das Gleiche gilt für den Ausschluss von Anteilen an Investmentkommanditgesellschaften, der seinen Grund unmittelbar in der wertpapierrechtlichen Ausgestaltung des eWpG hat.

2. Wechsel der Begebungsform

Im Vergleich zu der Grundsatzentscheidung, Aktien in gestufter Form in das eWpG zu integrieren, ist deren Einpassung im Übrigen „vergleichsweise unspektakulär und eher rechtstechnischer Natur“.¹⁵³ Gewissen Anpassungsbedarf sieht der Reformgesetzgeber insbesondere bei den Vorschriften zum Wechsel der Begebungsform, weil anstelle der bei Schuldverschreibungen maßgeblichen Emissionsbedingungen bei Aktien (vor allem) die Satzung der Aktiengesellschaft die für die Ausgestaltung entscheidenden Regelungen enthält. Gewisse terminologische Unschärfen ergeben sich bei elektronischen Aktien von Investmentaktiengesellschaften, weil § 111 KAGB zusätzlich zur Satzung zwingend die Erstellung von „Anlagebedingungen“ vorschreibt. Diese Konstellation ist jedoch vergleichbar mit Aktiengesellschaften, die ergänzend zur Satzung zusätzlich Emissionsbedingungen erstellen.¹⁵⁴

¹⁴⁹ S. dazu allgemein oben, I.3.a.

¹⁵⁰ Vgl. *Herrmann/Krönke*, in: Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, 4. Aufl. 2020, § 109 KAGB, Rn. 5, 12 und 20; knapp außerdem *Friedrich/Fischer*, ZBB 2013, 153, 158.

¹⁵¹ Kritisch seinerzeit *Lehmann*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 59, 67; *Preußel/Wöckener/Gillenkirsch*, BKR 2020, 551, 552.

¹⁵² von *Schweinitz/Schneider-Deters*, in: Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, 4. Aufl. 2019, § 95 KAGB Rn. 9.

¹⁵³ *Maume* (Fn. 80), 285.

¹⁵⁴ Ergänzend kann es jedoch Emissionsbedingungen geben: ZuFinG-RegE, 145.

Im Gegensatz zu Emissionsbedingungen bedarf die Satzung keiner Niederlegung, weil sie für jedermann aus dem Handelsregister abrufbar ist.¹⁵⁵ § 181 Abs. 1 S. 2 AktG sorgt nämlich ohnehin dafür, dass der neueste Stand der Satzung stets aus einem einzigen, im elektronischen Handelsregister gespeicherten Dokument ersichtlich ist und sich jedermann durch Einsichtnahme in das Handelsregister per Online-Abruf (§ 9 Abs. 1 HGB) über die aktuelle Fassung der Satzung unterrichten kann.¹⁵⁶ Entsprechend stellt Art. 16 Nr. 2 ZuFinG, anders als ursprünglich der Referentenentwurf, durch Einfügung eines neuen § 5 Abs. 5 eWpG n.F. klar, dass die Satzung nicht niedergelegt zu werden braucht. Die Vorgabe des § 5 Abs. 4 S. 1 eWpG beschränkt sich freilich ohnehin auf Emissionsbedingungen.

Die Vorschriften zum Wechsel der Begebungsform werden auf ähnliche Weise durch Bezugnahmen auf die Satzung der Aktiengesellschaft ergänzt (vgl. etwa § 6 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 S. 1 Nr. 2 und Abs. 3 S. 1 Nr. 3 eWpG n.F.). Diese Vorschriften ermöglichen den nachträglichen Wechsel von papiergebundenen in elektronische Aktien und umgekehrt, knüpfen ihn jedoch an eine entsprechende Satzungsvorgabe, während die vergleichbaren Vorgaben bei Schuldverschreibungen in den Emissionsbedingungen verankert werden müssen.¹⁵⁷ § 6 Abs. 1 eWpG n.F., der den Ausschluss des Anspruchs auf Ausreichung einzelner Wertpapierurkunden vorsieht, soweit keine gegenteilige Satzungsvorgabe gilt, knüpft dabei an die aktienrechtliche Vorgabe in § 10 Abs. 5 AktG an, die überhaupt erst zulässt, dass der Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung seines Anteils in der Satzung ausgeschlossen oder eingeschränkt wird. Umgekehrt regelt § 6 Abs. 2 eWpG n.F. die Befugnis des Emittenten, elektronische Aktien durch urkundengebundene Wertpapiere zu ersetzen.¹⁵⁸ Eine solche Ersetzung erfordert, sofern der Berechtigte nicht zustimmt, einer Satzungsklausel, die eine Ersetzung ohne Zustimmung des Berechtigten ausdrücklich zulässt. Zusätzlich ist gem. § 6 Abs. 5 S. 1 eWpG n.F. – unabhängig von der Zustimmung des Berechtigten – wiederum anknüpfend an § 10 Abs. 5 AktG in jedem Fall erforderlich, dass die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung nicht ausschließt; gegebenenfalls bedarf es also eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses.¹⁵⁹ Ähnliche Erfordernisse gelten für die Ersetzung von Sammelurkunden und Einzelurkunden in Sammelverwahrung durch inhaltsgleiche Zentralregisterwertpapier (vgl. § 6 Abs. 3 eWpG n.F.). Nach der Formulierung des § 6 Abs. 5 S. 2 eWpG n.F. und dessen Begründung kann die Satzung insoweit jedoch auch einen „Mischbestand“ mit teils verbrieften, teil registereingetragenen Wertpapieren vorsehen, indem sie die Verbriefung nur teilweise ausschließt.¹⁶⁰

¹⁵⁵ ZuFinG-RegE, 145.

¹⁵⁶ MüKoAktG/Stein, 5. Aufl. 2021, AktG § 181 Rn. 23; KK-AktG/Zetzsche, § 181 Rn. 62.

¹⁵⁷ Ähnlich, allerdings unscharf (weil nicht nur Kryptoaktien betroffen sind): *Maume* (Fn. 80), 285.

¹⁵⁸ Zur geltenden Fassung *Lieder*, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.) (Fn. 14), 103, 134.

¹⁵⁹ ZuFinG-RegE, 146.

¹⁶⁰ So ausdrücklich ZuFinG-RegE, 146.

3. Registerangaben

Auch bei den Regelungen zu den erforderlichen Registerangaben in § 13 und § 17 eWpG n.F., die einerseits Zentralregisterpapiere und andererseits Kryptowertpapiere betreffen, bedarf es nur überschaubarer Änderungen, um der Öffnung des eWpG für elektronische Aktien Rechnung zu tragen. Beide Vorschriften laufen dabei weitestgehend gleich. Die zusätzlich eintragungspflichtigen Einzelangaben betreffen im Fall von Stückaktien die Angabe zu deren Zahl (vgl. jeweils Nr. 3), ansonsten Informationen zu Namens- bzw. Inhaberaktien, zur Höhe etwaiger Teilleistungen, zu Nennbetrags- bzw. Stückaktien, zur Gattung der Aktien im Falle unterschiedlicher Gattungen, zu ggf. abweichenden Stimmgewichten sowie zu etwaigen Vinkulierungen (vgl. jeweils Nr. 8, lit a bis g).¹⁶¹ Der einzige nennenswerte Unterschied zwischen den Regelungen in § 13 und § 17 eWpG n.F. betrifft die Angabe zu Inhaberaktien, die konsequenterweise nur im Falle von Zentralregisterpapieren gefordert wird. Fraglich ist dagegen, ob der Katalog der geforderten Registerangaben im Falle der Begebung elektronischer Aktien von Investmentaktiengesellschaften ausreicht, insbesondere im Falle veränderlichen Kapitals. Auch für Fälle der Begebung aktienähnlicher Instrumente in elektronischer Form sind viele der geforderten Angaben nicht hinreichend passgenau (etwa zum Stimmgewicht). Stattdessen wären andere Angaben erforderlich (beim Dividendschein etwa zur Höhe des Gewinnanspruchs), wenn man die Maßgabe des Gesetzgebers ernst nimmt, dass sich „aus dem Register [...] auf einen Blick alle für den Rechtsverkehr wesentlichen Kennzeichen des Wertpapiers ergeben“ sollen.¹⁶²

4. Übereignung

Die Änderungen in § 25 eWpG n.F. betreffen sachenrechtliche Aspekte der Übereignung elektronischer Aktien. Grundstürzende Abweichungen von der Übertragung des Eigentums an sonstigen elektronischen Wertpapieren sind jedoch nicht vorgesehen.

Abgrenzungsbedarf sah der Gesetzgeber offenbar zwischen elektronischem Wertpapierregister und Aktienregister. Nach der Vorgabe des § 25 Abs. 2 S. 2 eWpG n.F. soll die Regelung des § 67 Abs. 2 S. 1 AktG unberührt bleiben, die vorsieht, dass Rechte und Pflichten aus Aktien um Verhältnis zur Gesellschaft nur für und gegen den im Aktienregister Eingetragenen bestehen. Der Gesetzgeber wollte klarstellen, dass für die Geltendmachung der im Verhältnis zur Gesellschaft bestehenden Rechte und Pflichten aus Namensaktien die Eintragung im elektronischen Wertpapierregister nicht ausreicht, sondern zusätzlich einer Ein-

¹⁶¹ Dazu auch *Maume* (Fn. 80), 285. Die Verpflichtung zur Angabe von Mehrstimmrechten in § 13 Abs. 1 Nr. 8 lit. e) eWpG spiegelt bereits die in Art. 13 ZuFinG-RegE geplante Einführung von Mehrstimmrechtsaktien wider, vgl. ZuFinG-RegE, 147.

¹⁶² ZuFinG-RegE, 146.

tragung im Aktienregister erfolgen muss. Die Bezeichnung der aktienrechtlichen Vorgabe in der Gesetzesbegründung als „lex specialis“¹⁶³ geht allerdings fehl, weil die beiden Vorschriften ohnehin ganz unterschiedliche Zielrichtungen haben: Während das Aktienregister die Möglichkeit der Rechtsausübung im Innenverhältnis betrifft, ist das Wertpapierregister für die rechtswirksame Übertragung elektronischer Wertpapiere im Außenverhältnis relevant.¹⁶⁴ Dass beide Register nach dem Regelungskonzept des § 30a eWpG n.F. von ein- und derselben, nämlich der registerführenden Stelle geführt werden können, ist für die unterschiedliche Stoßrichtung beider Register ohne Bedeutung. Der entsprechenden Änderung hätte es daher von vorneherein nicht bedurft.

Der Einführung eines neuen § 25 Abs. 3 eWpG n.F. betrifft einerseits in S. 1 vinkulierte Aktien und knüpft daher an die Möglichkeit gem. § 68 Abs. 2 S. 1 AktG an, die Übertragung von Aktien an die Zustimmung der Gesellschaft zu binden. Für diesen Fall sieht der Gesetzgeber einen Vinkulierungsvorbehalt vor, nach dem die Umtragung von der registerführenden Stelle erst nach dieser Zustimmung erfolgen darf. Um diesem Erfordernis bei der Abwicklung der Übertragung gerecht zu werden, müssen entsprechende Dienstleister ihre technischen Systeme anpassen.¹⁶⁵ Nicht ausdrücklich geregelt ist die Rechtsfolge im Falle einer Pflichtverletzung der registerführenden Stelle. Die Zustimmung der Gesellschaft dürfte aber Wirksamkeitsvoraussetzung der Übereignung sein, so dass die Übertragung trotz (fehlerhaftem) Registereintrag nichtig ist, wenn diese Zustimmung tatsächlich fehlt. Auch ein gutgläubiger Erwerb kommt in diesem Fall nicht in Betracht, weil weder der gute Glaube an das Fehlen einer Vinkulierung noch an das Vorliegen einer Zustimmung rechtlich geschützt ist.¹⁶⁶ Ein Verstoß gegen § 25 Abs. 3 S. 1 eWpG n.F. dürfte außerdem eine Schadensersatzpflicht der registerführenden Stelle zu Folge haben. Andererseits schließt § 25 Abs. 3 S. 2 eWpG n.F. die Übertragung elektronischer Namensaktien durch Indossament aus. Der Gesetzgeber begründet die Abweichung von § 68 I 1 AktG, der diese Form der Übertragung bei herkömmlichen Aktien vorsieht, mit dem Argument, dass eine solche Übertragung „in einer elektronischen Form nicht möglich“ wäre.¹⁶⁷ Das mag man bezweifeln, weil die fortführende Speicherung auf der Blockchain einer Indossantenkette zumindest ähnelt.¹⁶⁸ Unklar bleibt zudem, ob die Übereignung im Übrigen nach depotrechtlichen Grundsätzen erfolgen kann (vgl. etwa §§ 18 Abs. 3, 24 Abs. 2 DepotG). Gleiches gilt für die Zulässigkeit eines Blanko-Indossaments, wie es bei Giro-Sammelverwahrung üblich ist (vgl. Nr. IX Abs. 1 S. 4 AGB-Clearstream Banking AG).¹⁶⁹

¹⁶³ ZuFinG-RegE, 149.

¹⁶⁴ Ähnlich *Maume* (Fn. 80), 286.

¹⁶⁵ *Maume* (Fn. 80), 286.

¹⁶⁶ So auch *Poelzig/von Zehmen*, RDt 2023, 333, 337 f.

¹⁶⁷ ZuFinG-RegE, 149.

¹⁶⁸ *Maume* (Fn. 80), 286.

¹⁶⁹ Vgl. dazu *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825, 827; *Scherer/Rögner* (Fn. 27), § 5 Rn. 9.

5. Sondervorschriften

Schließlich erhält das eWpG noch einen neuen, sechsten Abschnitt, der mit „Sondervorschriften für elektronische Aktien“ betitelt ist. Er ergänzt den fünften Abschnitt, der vergleichbar Sondervorschriften nur für elektronische Schuldverschreibungen enthält. Der materielle Regelungsgehalt des Abschnitts ist jedoch überschaubar; er enthält lediglich zwei Vorschriften.

§ 30a S. 1 eWpG n.F. besagt, dass der Emittent die registerführende Stelle auch mit der Führung des Aktienregisters (§ 67 Abs. 1 S. 1 AktG) beauftragen kann, so dass die Führung beider Register in einer Hand liegt.¹⁷⁰ Weil ohnehin keine Rechtsgründe ersichtlich sind, die gegen eine solche Doppelbeauftragung sprechen würden, hat die Vorschrift lediglich klarstellende Funktion.¹⁷¹ Gleiches gilt für die – erst mit dem ZuFinG-RegE eingefügte – Regelung des § 30a S. 2 eWpG n.F., der klarstellt, dass der Vertrag aus wichtigem Grund fristlos gekündigt werden kann, wenn der Emittent (auf Grundlage von § 22 eWpG oder auch auf Weisung der Aufsichtsbehörde gem. § 21 Abs. 2 S. 2 eWpG) eingetragene Wertpapiere auf ein anderes Register überträgt. Laut Gesetzesbegründung dient auch diese Klarstellung dem Zweck, ein Auseinanderfallen zwischen der Führung des Wertpapierregisters und der Führung des Aktienregisters zu vermeiden.¹⁷²

Die Vorschrift des § 30b eWpG n.F. statuiert eine Sonderregelung für den Fall des Ausschlusses säumiger Aktionäre gem. § 64 Abs. 3 AktG: Abweichend vom Grundsatz, dass die Übertragung eine Einigung beider Parteien voraussetzt (vgl. § 25 eWpG), bekommt der Emittent das Recht eingeräumt, den säumigen Aktionär austragen und stattdessen denjenigen Vormann eintragen zu lassen, der gem. § 65 Abs. 1 AktG den rückständigen Betrag gezahlt hat.¹⁷³ Der Emittent muss der registerführenden Stelle den Ausschluss des Aktionärs durch Bekanntmachung in den Gesellschaftsblättern gem. § 64 Abs. 3 S. 1 AktG nachweisen. Weil mangels Verkörperung keine Aktienurkunde eingezogen werden kann, findet § 64 Abs. 4 S. 1 AktG folgerichtig keine Anwendung.¹⁷⁴

6. Sonstige Änderungen

Der Reformgesetzgeber nutzt die Gelegenheit der Gesetzesänderung schließlich für einzelne wertpapierrechtliche Änderungen, die für die Einführung elektronischer Aktien zwar nicht erforderlich sind, aber punktuellen Defiziten des bisherigen eWpG begegnen. Nachdem entsprechende Anpassungen in der Diskussion zum Referentenentwurf angemahnt worden waren,¹⁷⁵ hatte der Gesetzgeber

¹⁷⁰ Poelzig/von Zehmen, RDt 2023, 333, 338.

¹⁷¹ Maume (Fn. 80), 286; ebenso ZuFinG-RegE, 149.

¹⁷² ZuFinG-RegE, 149.

¹⁷³ ZuFinG-RegE, 149 f.; s. auch Maume (Fn. 80), 286.

¹⁷⁴ Maume (Fn. 80), 286.

¹⁷⁵ Vgl. namentlich: Institut für das Recht der Digitalisierung (IRDt), Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes, abrufbar unter <https://www.irdt.institute/forschung>.

die Regelungsvorschläge im Regierungsentwurf aufgegriffen und nunmehr in Gesetzesform gegossen.

Eine solche Änderung betrifft das Verhältnis von Einzel- und Sammeleintragung bei Kryptowertpapieren (§ 8 eWpG).¹⁷⁶ Das Gesetz sieht beide Eintragungsmöglichkeiten für elektronische Wertpapiere nach Wahl des Emittenten vor. Für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung gibt § 9b Abs. 2 Hs. 2 DepotG die Möglichkeit, eine verpflichtende Überführung in Einzeleintragung in den Emissionsbedingungen auszuschließen. Umgekehrt war der Ausschluss einer Umwandlung elektronischer Wertpapiere in Einzeleintragung hin zur Sammeleintragung nach bisheriger Rechtslage nicht möglich. Sachgründe für diese Asymmetrie waren nicht ersichtlich. Durch eine Ergänzung in § 8 Abs. 2 eWpG n.F. („sofern dies nicht in den Emissionsbedingungen, bei Aktien in der Satzung der Aktiengesellschaft ausgeschlossen ist“) hilft der Reformgesetzgeber diesem Manko ab. Diese Anpassung ist erforderlich, um zusätzliche Lizenzpflichten der registerführenden Stelle rechtssicher ausschließen zu können. § 7 Abs. 4 eWpG bestimmt zwar, dass die reine Registerführung keine Verwahrung im depotrechtlichen Sinne darstellt. In der Praxis bestehen teils jedoch fließende Übergänge, so dass die registerführende Stelle faktisch gezwungen war, beide Formen der Eintragung technisch vorzuhalten – obwohl § 6 eWpRV rechtlich genau das Gegenteil besagt.¹⁷⁷ Dieser Wahlfreiheit wird durch die Gesetzesänderung zur Durchsetzung verholfen.

Eine weitere Änderung betrifft das Verhältnis zwischen der Pflichtenstellung des Emittenten gem. § 21 Abs. 1 eWpG und der Haftung des Registerführers gem. § 7 Abs. 2 S. 2 eWpG.¹⁷⁸ Durch eine Ergänzung in § 21 Abs. 1 eWpG n.F. regelt der Reformgesetzgeber nunmehr, dass der Emittent für einen durch die registerführende Stelle verursachten Schaden nur dann haftet, wenn er bei der Auswahl dieser Stelle die im Verkehr erforderliche Sorgfalt nicht angewendet hat, es sei denn, der Schaden würde auch bei Anwendung dieser Sorgfalt entstanden sein. Damit wird klargestellt, dass es keine Haftung des Emittenten für das Verschulden der registerführenden Stelle bei der Registerführung zusätzlich zu deren Haftung nach § 7 Abs. 2 S. 2 eWpG gibt.¹⁷⁹ Vielmehr haftet der Emittent nur für Auswahlverschulden. Bislang war die Reichweite der Pflichtbindung von Emittenten – zwischen reinem Auswahlverschulden und vollständiger Haftung für Erfüllungsgehilfen – und damit auch deren Haftungsrisiken unklar.¹⁸⁰ Bereits die ursprüngliche Gesetzesbegründung hatte eine Klarstellung im Verordnungswege angemahnt,¹⁸¹ die jedoch ausgeblieben war. Dieser Rechtsunsicherheit wird durch die Gesetzesänderung nunmehr abgeholfen.

¹⁷⁶ Hierzu näher Institut für das Recht der Digitalisierung (IRDi) (Fn. 174), 3 f.

¹⁷⁷ Zu den praktischen Bedürfnissen auch ZuFinG-RegE, 146.

¹⁷⁸ S. dazu Institut für das Recht der Digitalisierung (IRDi) (Fn. 174), 1 f.; ferner *Kuthel Reiff*, AG 2023, R 308, R 309.

¹⁷⁹ ZuFinG-RegE, 148.

¹⁸⁰ Dazu etwa *Blassl*, AG 2022, 725, 729; andererseits *Gleskel/Klingenbrunn*, in: *Hopt/Seibt*, Schuldverschreibungsrecht, 2. Aufl. 2023, § 21 eWpG, Rn. 3 ff. („Garantenstellung“).

¹⁸¹ BT-Drs. 19/26925, 65.

IV. Zusammenfassung

1. Mit der Öffnung des eWpG für elektronische Aktien schließt der Gesetzgeber eine viel kritisierte Lücke. Mit der Reform verfolgt er dabei einen minimalinvasiven Regelungsansatz, der den Vorzug kurzfristiger Umsetzbarkeit bietet.

2. Die Gesetzesreform liefert aber gerade wegen ihres wertpapierrechtlichen Zuschnitts nur Stückwerk. Sie bleibt hinter den Zielen zurück, die sich der Gesetzgeber im Eckpunktepapier selbst gesetzt hatte. Die in Aussicht gestellte Verbesserung der „Übertragbarkeit von Kryptowerten national und in Europa“ bleibt überwiegend aus.

3. Die inkrementelle Erweiterung des eWpG birgt die typischen Gefahren der Pfadabhängigkeit. Sie vertieft die formelle und materielle Zersplitterung innerhalb des Wertpapierrechts. Zudem bedeutet sie nicht nur rechtsvergleichend, sondern auch gegenüber der aufsichtsrechtlichen Erfassung von Kryptowerten einen eigenwilligen Sonderweg des deutschen Privatrechts.

4. Die Ausweitung des Anwendungsbereichs des eWpG auf elektronische Aktien erfolgt zweistufig, indem Namensaktien umfassend dem Gesetz unterstellt werden, Inhaberaktien hingegen nur bei Eintragung in ein Zentralregister. Die geldwäscherechtliche Begründung dieser Abstufung überzeugt nicht. Krypto-Inhaberaktien würden zumindest im Fall einer Sammeleintragung intermediärsbasiert übertragen; auch im Fall der Einzeleintragung existierte eine Ermittlungsspur, die eine Nachverfolgung der berechtigten Aktionäre ermöglicht.

5. Die aktienrechtlich vergleichbaren Nebenpapiere wie Zwischen-, Dividenden- und Bezugsscheine werden sich nur teilweise im Rahmen des künftigen eWpG abbilden lassen. Daher besteht die Gefahr von Medienbrüchen.

6. Die Ausweitung des eWpG auf elektronische Aktien ist auch für das Investmentrecht von Bedeutung. § 1 eWpG n.F. eröffnet für Investmentaktiengesellschaften die Möglichkeit elektronischer Begebung, nicht jedoch für Investmentkommanditgesellschaften. Selbst Investmentaktiengesellschaften können allerdings in der Regel nur Unternehmensaktien als Kryptoaktien begeben, während ihnen diese Möglichkeit just bei den breit gestreuten, typischerweise auf den Inhaber lautenden Anlageaktien versagt bleibt.

7. Anpassungsbedarf bestand bei den Vorschriften zum Wechsel der Begebungsform, weil anstelle der bei Schuldverschreibungen maßgeblichen Emissionsbedingungen bei Aktien primär die Satzung die für die Ausgestaltung entscheidenden Regelungen enthält. Auch bei den Regelungen zu den erforderlichen Registerangaben bedurfte es nur überschaubarer Änderungen, um der Öffnung des eWpG für elektronische Aktien Rechnung zu tragen.

8. Auch hinsichtlich der Übereignung elektronischer Aktien bestand nur punktueller Anpassungsbedarf. Die Klarstellung, dass für die Geltendmachung der im Verhältnis zur Gesellschaft bestehenden Rechte und Pflichten aus Namensaktien die Eintragung im elektronischen Wertpapierregister nicht ausreicht, sondern zusätzlich eine Eintragung im Aktenregister erfolgen muss, ist aufgrund der unterschiedlichen Stoßrichtung beider Register nicht erforderlich. Daneben

sieht der Reformgesetzgeber einen Vinkulierungsvorbehalt sowie den Ausschluss der Übertragung elektronischer Namensaktien durch Indossament vor.

9. Die Sondervorschriften für elektronische Aktien stellen klar, dass der Emittent die registerführende Stelle auch mit der Führung des Aktienregisters beauftragen kann, und dass die Möglichkeit zur fristlosen Kündigung besteht, wenn der Emittent eingetragene Wertpapiere auf ein anderes Register überträgt. Sie statuieren außerdem eine Sonderregelung für den Fall des Ausschlusses säumiger Aktionäre.

10. Zusätzlich zur Einführung elektronischer Aktien nutzt der Gesetzgeber die Gelegenheit, um Defizite des bisherigen eWpG zu beheben. Insbesondere klärt er das Verhältnis von Einzel- und Sammeleintragung bei Kryptowertpapieren, indem er den Wechsel von Einzel- in Sammeleintragung begrenzt. Außerdem sieht er vor, dass der Emittent für durch die registerführende Stelle verursachte Schäden grundsätzlich nur dann haftet, wenn die Auswahl ohne die im Verkehr erforderliche Sorgfalt erfolgte.

Elektronische Aktien in der Beratung

Gerald Reger

I. Einleitung¹

Im Zuge des „Zukunftsfinanzierungsgesetzes“ (ZuFinG) wird das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) nunmehr auch für elektronische Aktien geöffnet.² Der Anwendungsbereich des eWpG, der bislang nur elektronische Inhaberschuldverschreibungen erfasste, wird um elektronische Namensaktien und Inhaberaktien, wenn sie in einem zentralen elektronischen Register eingetragen sind, erweitert (§ 1 Nr. 2 und 3 eWpG). Diese Neuerung, die aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Auswirkungen, die von ihr erwartet wurden, nicht bereits mit dem eWpG eingeführt, sondern einem späteren Gesetz vorbehalten wurde,³ ist Gegenstand zahlreicher wissenschaftlicher Auseinandersetzungen.⁴ Der vorliegende Beitrag erörtert spezifisch Fragen, die sich im Rahmen der anwaltlichen Beratung des Emittenten zu elektronischen Aktien stellen und betrachtet die Entmaterialisierung von Aktien damit aus dem Blickwinkel der Rechtsanwendung. Zugleich wird das gesetzgeberische Ziel, Aktien als Kapitalanlage attraktiver zu gestalten,⁵ auf seine Praxistauglichkeit hin überprüft. Nachfolgend werden daher besonders bedeutsame Aspekte, die die Beratung zu elektronischen Aktien aufwirft, herausgegriffen und näher beleuchtet. Eine Vielzahl von Fragen im Zusammenhang mit elektronischen Aktien ist grundlegender Natur und deshalb bereits im Rahmen der Gründung der Aktiengesellschaft klärungsbedürftig. Des Weiteren sind Fragen zu Rechtspositionen an und zu Verfügungen über el-

¹ Der Autor bedankt sich herzlich bei Salome Engelsberger für die wertvolle und tatkräftige Mithilfe bei der Erstellung des Beitrags.

² Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen, BGBl. I vom 14.12.2023, Nr. 354 (im Folgenden ZuFinG); Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen, veröffentlicht am 17.08.2023 (im Folgenden RegE-ZuFinG); Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz, veröffentlicht am 11.08.2020 (im Folgenden RefE-ZuFinG), 53 ff.

³ Gesetzentwurf der Bundesregierung zum Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren v. 24.02.2021, BT-Drs. 19/26925 (im Folgenden: RegE-eWpG), 38.

⁴ *Topp*, Elektronische Aktien, 2022; *Reger/Langheld/Haagen*, RD 2021, 83; *Eisenschmidt*, NZG 2023, 825; *Guntermann*, AG 2021, 449; *Poelzig/von Zehmen*, RD 2023, 333; *Casper*, ZRP 2023, 105; *Casper*, ZHR 187 (2023), 5.

⁵ RefE-ZuFinG, 53; RegE-ZuFinG, 65.

elektronische Aktien in der Beratungspraxis von erheblicher Bedeutung. Zuletzt wird auf ausgewählte Einzelfragen eingegangen, die sich im kapitalmarkt- und umwandlungsrechtlichen Kontext, im Rahmen der Hauptversammlung, bei der Ersetzung der urkundlichen durch die elektronische Aktie und umgekehrt sowie bei der Kommunikation der Gesellschaft mit den Aktionären stellen.

II. Gründung der Aktiengesellschaft

1. Freiwilligkeit und Rechtswirkungen der Entmaterialisierung

Stellt sich in der Beratung zur Gründung einer Aktiengesellschaft die Frage nach der Begebung elektronischer Aktien, ist wesentlich, dass es sich dabei um eine freiwillige Option handelt und die Begebung der Aktien in herkömmlicher, also urkundlicher Form nach wie vor möglich bleibt.⁶ Der Emittent hat die Wahl, ob er Aktien in herkömmlicher oder in elektronischer Form begeben möchte.⁷ Auch können elektronische Aktien neben herkömmlichen Aktien begeben werden. Wesentlich ist die grundsätzliche Feststellung, dass elektronische Aktien gem. § 2 Abs. 2 eWpG dieselben Rechtswirkungen wie ein Wertpapier entfalten, das mittels Urkunde begeben worden ist, soweit das eWpG nichts anderes bestimmt. Hinsichtlich der Rechtswirkungen ergeben sich bei elektronischen Wertpapieren daher grundsätzlich keine Änderungen gegenüber herkömmlichen Aktien; insbesondere stellen elektronische Aktien keine „eigene Aktienart“ dar, und auch das Rechtsverhältnis zwischen Gesellschaft und Aktionär ändert sich nicht.⁸ In der Beratungspraxis kommt es deshalb darauf an herauszuarbeiten, welche Kriterien aus Sicht des Mandanten für die Entscheidung für oder gegen die Begebung elektronischer Aktien maßgeblich sind. Diese werden häufig praktischer Natur sein und die „Handhabung“, insbesondere mit elektronischen Aktien einhergehende Erleichterungen oder zusätzlichen Aufwand, betreffen. Als entscheidungsrelevante Kriterien kommen etwa in Betracht die Zusammensetzung des Aktionariats, die Durchführung der Begebung elektronischer Aktien, Besonderheiten, die sich aus der elektronischen Form der Aktien bei Kapital- und Strukturmaßnahmen in der Aktiengesellschaft ergeben können, sowie praktische Auswirkungen der Rechtspositionen an und Verfügungen über elektronische Aktien. Die Zusammensetzung des Aktionariats ist insbesondere bei der Einführung von Kryptoaktien von erheblicher Bedeutung. Da sich die Inhaber von Kryptoaktien einen Zugang zum digitalen Aufzeichnungssystem einrichten und sich ggf. einen sog. „private key“ beschaffen und diesen verwahren müssen,⁹ kommt die Einfüh-

⁶ Siehe dazu die Formulierung in § 2 Abs. 1 Satz 1 eWpG: „Ein Wertpapier kann auch als elektronisches Wertpapier begeben werden.“; RefE-ZuFinG, 92.

⁷ RegE-ZuFinG, 123; vgl. auch *Lehmann*, BKR 2020, 431, 432.

⁸ RefE-ZuFinG, 92.

⁹ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 89.

nung von Kryptoaktien nur dann in Betracht, wenn sichergestellt ist, dass die Aktionäre dazu bereit und technisch in der Lage sind. Dies dürfte derzeit allenfalls bei einem zahlenmäßig überschaubaren Aktionariat der Fall sein.

2. Technologie

Unverzichtbar für die Beratung zu elektronischen Aktien ist ein jedenfalls grundsätzliches Verständnis der diesen zu Grunde liegenden Technologien. Zu unterscheiden ist dabei zwischen den beiden möglichen Alternativen der Begebung von elektronischen Aktien, nämlich den Zentralregisterwertpapieren einerseits und den Kryptowertpapieren andererseits.

a) Zentralregisterwertpapiere

Zentralregisterwertpapiere werden elektronisch in einem Zentralregister gespeichert, das in Deutschland von der Clearstream Banking AG als einzig zugelassener Wertpapiersammelbank (§4 Abs. 5 eWpG)¹⁰ oder einem Verwahrer (§4 Abs. 6 eWpG), z.B. einem Kreditinstitut, geführt wird, vgl. §12 Abs. 2 eWpG. Technisch betrachtet bestehen bei dieser Variante keine Besonderheiten gegenüber der heute zum Standard gewordenen elektronischen Speicherung von Daten.

b) Kryptowertpapiere

Für Kryptowertpapiere ist im eWpG zwar keine bestimmte Technologie vorgegeben. §16 Abs. 1 eWpG bestimmt lediglich, dass ein Kryptowertpapierregister auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden muss, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden. Kryptoaktien werden jedoch voraussichtlich in erster Linie auf der Distributed Ledger-Technologie basieren, deren bekanntester Anwendungsfall die Blockchain ist, auf der wiederum der Bitcoin beruht.¹¹ Bei der Distributed Ledger-Technologie werden Transaktionen dezentral aufgezeichnet, wodurch Fälschungssicherheit gewährleistet wird. Zunächst autorisieren die Teilnehmer einer Transaktion diese mittels eines sog. „private key“, anschließend erfolgt die Überprüfung der Transaktion durch die Teilnehmer des Netzwerks über den sog. „public key“ der Transaktionsparteien.¹² Eine zentrale Stelle oder Intermediäre, die die Transaktionen kodieren, existieren bei der Distributed Ledger-Technologie deshalb nicht. Dass das eWpG auch bei

¹⁰ Böttcher *DepotG/Böttcher*, 2012, §1 Rn. 5–7.

¹¹ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 84; *Döding/Wentz*, WM 2020, 2312, 2318; *Kleinert/Mayer*, EuZW 2019, 857, 858; *Möslein*, in: FS für Christiane Windbichler, 2020, 889, 889 f.; *Omlor*, ZRP 2018, 85, 85 f.; *Eisenschmidt* (Fn. 4), 828.

¹² *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 84, dort ausführlich zur Distributed Ledger-Technologie.

Kryptoaktien eine zentrale Institution in Form der registerführenden Stelle vorschreibt (§ 16 Abs. 2 eWpG), stellt daher eine Systemwidrigkeit dar.¹³ Die registerführende Stelle ist bei elektronischen Wertpapieren jedoch rechtstechnisch erforderlich, um insbesondere Vertraulichkeit, Integrität und Authentizität des Registers (§ 7 Abs. 1 eWpG) sowie die Wiedergabe der materiellen Rechtslage zu gewährleisten.¹⁴ Dazu gehört auch, dass bei einer Änderung der materiellen Rechtslage die erforderlichen Registerberichtigungen auch ohne oder gegen den Willen des Inhabers des elektronischen Wertpapiers vorgenommen werden können und müssen (§ 18 Abs. 2 eWpG), etwa im Fall der Umschreibung der Aktien auf den Hauptaktionär im Rahmen eines Squeeze-out. Um die Registerrichtigkeit sicherzustellen, muss es die Möglichkeit geben, ohne oder gegen die Weisung des eingetragenen Inhabers Korrekturen im Register vorzunehmen.¹⁵ Zur Sicherstellung der Registerrichtigkeit ist über die Möglichkeit zur Vornahme von Registeränderungen hinaus auch erforderlich, dass die materielle Richtigkeit der Registeränderungen gewährleistet ist. Registeränderungen sind dabei grundsätzlich nur aufgrund einer sog. „Weisung“ des Inhabers oder einer sonstigen gesetzlich bestimmten Person oder Stelle möglich, §§ 14 Abs. 1, 18 Abs. 1 eWpG. Registeränderungen werden dann grundsätzlich nach der zeitlichen Reihenfolge des Eingangs der Weisungen vorgenommen (Prioritätsprinzip). Damit ist auch der temporale Aspekt des Eingangs der Weisungen Teil der Registerrichtigkeit und es muss dementsprechend sichergestellt sein, dass Registeränderungen auch nach der richtigen zeitlichen Reihenfolge vorgenommen werden. Zur Wahrung dieser Belange wurde der registerführenden Stelle die Aufgabe zugewiesen sicherzustellen, dass Änderungen des Registerinhalts nur in der Reihenfolge vorgenommen werden, in der die diesbezüglichen Weisungen bei der registerführenden Stelle eingehen (§ 14 Abs. 3 Satz 1, § 18 Abs. 3 Satz 1 eWpG). Unter dem Aspekt der materiellen Richtigkeit der Registereintragungen ist eine registerführende Stelle auch erforderlich um sicherzustellen, dass Umtragungen eindeutig sind, innerhalb einer angemessenen Zeit erfolgen und die Transaktion auf dem Aufzeichnungssystem nicht wieder ungültig werden kann (§ 14, Abs. 4, § 18 Abs. 4 eWpG). Die Registerbasis elektronischer Aktien erfordert somit einerseits, dass erforderliche Registeränderungen vorgenommen werden können, und andererseits, dass sichergestellt ist, dass die jeweiligen Registeränderungen materiell richtig sind. Damit ergibt sich auch bei Kryptoaktien die Notwendigkeit einer registerführenden Stelle, da andernfalls die spezifischen Anforderungen an die Registerrichtigkeit im grundsätzlich autonomen System der Distributed Ledger-Technologie unter Umständen nicht gewahrt werden könnten. Das Registerprinzip des eWpG macht somit im Ergebnis bei der Distributed Ledger-Technologie einen Systembruch notwendig.

¹³ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 85.

¹⁴ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 85.

¹⁵ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 86.

3. Begebung elektronischer Aktien

In der Beratung werden sich insbesondere Fragen zur Durchführung der Begebung elektronischer Aktien stellen.

a) *Herrschende modifizierte Vertragstheorie*

Nach der herrschenden modifizierten Vertragstheorie erfordert die wirksame Begebung von Aktien einen Begebungsvertrag und einen Skripturakt.¹⁶ Der Skripturakt besteht bei urkundlichen Aktien in der Ausstellung einer Wertpapierurkunde.¹⁷ Für die Begebung eines elektronischen Wertpapiers ist in § 2 Abs. 2 Satz 2 eWpG bestimmt, dass der Emittent an Stelle der Ausstellung einer Wertpapierurkunde eine Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister bewirkt. Die Begebung eines elektronischen Wertpapiers erfolgt damit ebenfalls nach den Grundsätzen der modifizierten Vertragstheorie¹⁸ und erfordert neben dem Begebungsvertrag einen Skripturakt. Letzterer erfolgt bei elektronischen Wertpapieren lediglich auf andere Weise als bei urkundlichen Aktien. Damit ändert sich bei elektronischen Aktien die konkrete Durchführung des Skripturakts, nicht aber die Begebung der Aktien als solche.¹⁹ Hinsichtlich der rechtlichen Beurteilung der Begebung elektronischer Aktien kommt es somit zu keinen Änderungen, sondern lediglich zu einer rechtstechnischen Anpassung.

b) *Bedeutung der (bisherigen) Verbriefung*

aa) *Bedeutung der Verbriefung in der Praxis*

Der Anspruch des Aktionärs auf Einzelverbriefung seines Anteils wurde schon bisher in der Satzung regelmäßig gem. § 10 Abs. 5 AktG ausgeschlossen.²⁰ Der Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung in einer Globalurkunde bleibt davon jedoch unberührt und ist nicht abdingbar. Bei börsennotierten Unternehmen erfordert zudem die Banken- und Börsenpraxis die Verbriefung der Anteile in einer Global- bzw. Sammelurkunde,²¹ damit die Einbuchung in das Effekten giro²² erfolgen kann. Auch wurde zur Steigerung der Verkehrsfähigkeit von Aktien bisher oft an der Verbriefung festgehalten.²³ Auch wenn bei zahlreichen Aktiengesellschaften keine Aktienurkunden existieren, konnte sich aufgrund der vorgenann-

¹⁶ Meier, RD i 2021, 1, 2.

¹⁷ Meier, RD i 2021, 1, 2.

¹⁸ RefE-eWpG, 39; Topp (Fn. 4), 94; Poelzig/von Zehmen, RD i 2023, 333, 336.

¹⁹ Vgl. RefE-ZuFinG, 92; RegE-eWpG, 39; Topp (Fn. 4), 94; Wieneke/Kunz, NZG 2021, 316, 318, sprechen von der Eintragung als einem „funktionalen Äquivalent zum Skripturakt“.

²⁰ Ausführlich zur Historie der Verbriefung von Aktien Guntermann, AG 2021, 449, 450.

²¹ Vgl. Eisenschmidt (Fn. 4), 826; Guntermann, AG 2021, 449, 451.

²² Vgl. Segna, WM 2020, 2301, 2307, Eisenschmidt (Fn. 4), 827; RegE-eWpG, 55.

²³ MüKoAktG/Heider (Fn. 24), § 10 Rn. 10 f.

ten Gründe eine Entmaterialisierung von Aktien in der Praxis bislang nicht durchsetzen.²⁴

bb) Rechtliche Bedeutung der Verbriefung

Für das Entstehen der Mitgliedschaft und der Mitgliedschaftsrechte an einer Aktiengesellschaft ist die Verbriefung der Anteile keine rechtliche Voraussetzung.²⁵ Dieser Umstand ermöglicht die durch das ZuFinG eingeführte neue Regelung des § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu), der für alle möglichen Arten elektronischer Aktien den Ausschluss der Verbriefung in der Satzung fordert. § 6 Abs. 1 Satz 1 eWpG, der bestimmt, dass bei elektronischen Wertpapieren kein Anspruch auf Ausreichung einzelner Wertpapierurkunden besteht, kommt vor dem Hintergrund des § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG damit im Anwendungsbereich elektronischer Aktien keine eigenständige Bedeutung, sondern nur noch klarstellende Funktion zu. Im Widerspruch zu § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) steht dagegen der durch das ZuFinG geänderte § 6 Abs. 1 Satz 2 eWpG, nach dem die Satzung der Aktiengesellschaft einen Einzelverbriefungsanspruch für elektronische Aktien ausdrücklich vorsehen kann. Diese Regelung läuft bei elektronischen Aktien leer, weil für deren Begebung die Verbriefung zwingend ausgeschlossen werden muss; § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) sieht auch keine Ausnahmen vom Erfordernis des Verbriefungsausschlusses vor. In der Begründung des Regierungsentwurfs zum Zukunftsfinanzierungsgesetz heißt es bezüglich der Änderungen in § 6 Abs. 1 bis 3 eWpG nur, dass es sich um „Folgeänderungen zur Einführung elektronischer Aktien“ handle.²⁶ Möglicherweise stellt die mit dem Regierungsentwurf beabsichtigte Änderung in § 6 Abs. 1 Satz 2 eWpG ein redaktionelles Versehen dar. Ein eigenständiger Anwendungsbereich kommt ihr jedenfalls nicht zu, da die Gewährung eines Einzelverbriefungsanspruchs nicht mit der bei elektronischen Aktien zwingenden Satzungsbestimmung des § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) vereinbar ist.

c) Durchführung der Begebung elektronischer Aktien

Die Begebung elektronischer Aktien unterscheidet sich in der konkreten Durchführung in einigen Punkten von der Begebung urkundlicher Aktien. Wesentliche Unterschiede bestehen darin, dass in bestimmten Fällen Satzungsregelungen erforderlich werden, sowie in der Pflicht zur Einrichtung eines Meldesystems bei elektronischen Namensaktien. Letzteres ist zwar für die wirksame Begebung der Aktien nicht konstitutiv, jedoch gesetzlich durch das ZuFinG vorgeschrieben

²⁴ Siehe dazu *Eisenschmidt* (Fn. 4), 826: Unverbrieft Aktien sind bislang auch bereits möglich, wenn die Einzelverbriefung gem. § 10 Abs. 5 AktG ausgeschlossen ist und die Aktionäre keine Verbriefung der Anteile in einer Globalurkunde fordern.

²⁵ Der Verbriefung des Mitgliedschaftsrechts kommt lediglich deklaratorische Bedeutung zu, *MüKoAktG/Heider* (Fn. 23), 10 Rn. 8.

²⁶ RegE-ZuFinG, 146.

(§ 67 Abs. 1 Satz 5 AktG (neu)) und daher bei der Begebung elektronischer Namensaktien zu bedenken.

aa) Erforderliche Satzungsregelungen

Die Begebung elektronischer Aktien erfordert nach dem durch das ZuFinG eingeführten § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) für alle möglichen Arten elektronischer Aktien den Ausschluss der Verbriefung in der Satzung. Für die in der künftigen Praxis voraussichtlich am häufigsten gewählte Art elektronischer Aktien, nämlich für elektronische Inhaberaktien, die als Zentralregisterwertpapier eingetragen werden,²⁷ ergibt sich das Erfordernis des Verbriefungsausschlusses in der Satzung zusätzlich aus der durch das ZuFinG eingeführten Regelung des § 10 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 AktG (neu). Da das Gesetz keine weitergehenden Anforderungen an den Ausschluss der Verbriefung stellt, könnte eine entsprechende Satzungsbestimmung schlicht lauten: „Ein Anspruch der Aktionäre auf Verbriefung ihrer Anteile ist ausgeschlossen.“ Sollen Kryptonamensaktien begeben werden, ist dies zudem in der Satzung ausdrücklich zuzulassen, § 10 Abs. 6 Satz 2 AktG (neu); diese ausdrückliche Zulassung ist für Zentralregisteraktien nicht erforderlich. Das ZuFinG schließt mit der für alle möglichen Formen elektronischer Aktien geltenden Vorschrift des § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) nun eine Regelungslücke, die im Referentenentwurf zum ZuFinG noch bestanden hatte. Der Referentenentwurf regelte den Ausschluss der Verbriefung lediglich für Zentralregisterinhaberaktien (§ 10 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 AktG RefE-ZuFinG) und für Kryptonamensaktien (§ 10 Abs. 6 Satz 2 AktG RefE-ZuFinG). Da elektronische Inhaberaktien nicht als Kryptoaktien eingetragen werden können, stellte sich die Frage erforderlicher Satzungsbestimmungen für diese gedankliche Variante ohnehin nicht. Für elektronische Namensaktien, die als Zentralregisterwertpapier eingetragen werden, war im Referentenentwurf zum ZuFinG jedoch keine Satzungsregelung vorgesehen, insbesondere nicht der Ausschluss der Verbriefung. Dadurch entstand eine Diskrepanz zwischen den Satzungsanforderungen, wenn bereits bei Gründung der Aktiengesellschaft elektronische Zentralregisternamensaktien ausgegeben werden sollen, und den Satzungsanforderungen, wenn nach Gründung der Aktiengesellschaft urkundlich begebene Namensaktien durch elektronische Zentralregisternamensaktien ersetzt werden sollen. Obwohl die Interessenlage vergleichbar ist, musste nach dem Referentenentwurf bei Gründung der Aktiengesellschaft in diesem Fall keine Satzungsbestimmung getroffen werden, während bei einer nachträglichen Ersetzung der urkundlichen Aktien durch elektronische Aktien gem. § 6 Abs. 3 bzw. Abs. 4 i. V. m. Abs. 5 eWpG RefE-ZuFinG die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung ausschließen musste. Damit unterlag bei elektronischen Zentralregisternamensaktien die nachträgliche Ersetzung urkundlicher Aktien durch elektronische Aktien höheren Satzungsanforderungen als die erstmalige Begebung elektronischer Aktien

²⁷ Vgl. *Eisenschmidt* (Fn. 4), 828.

bei Gründung der Aktiengesellschaft, obwohl für eine unterschiedliche Behandlung der beiden Fälle kein Erfordernis ersichtlich war. Das ZuFinG fordert nun konsequenterweise für alle möglichen Formen elektronischer Aktien den Ausschluss der Verbriefung in der Satzung.

bb) Keine Unterzeichnung der elektronischen Aktien, § 13 Satz 4 AktG (neu)

Bei elektronischen Aktien findet gem. der Neuregelung des § 13 Satz 4 AktG (neu) keine Unterzeichnung statt. Die Vorschrift hat lediglich klarstellende Funktion; eine Unterzeichnung ist angesichts der Entmaterialisierung der elektronischen Aktie nicht denkbar.²⁸ Der Zweck der Unterschrift besteht bei Wertpapieren, die sich im Umlauf befinden, in der erhöhten Fälschungssicherheit. Nach dem Regierungsentwurf zum ZuFinG sorgen bei elektronischen Aktien die Anforderungen an die Registerführung gem. § 7 eWpG für die nötige Sicherheit.²⁹

cc) Eintragung der Aktien in ein elektronisches Wertpapierregister, § 4 Abs. 4 eWpG

Die Eintragung einer elektronischen Aktie in ein elektronisches Wertpapierregister stellt den für die wirksame Begebung der Aktien notwendigen Skripturakt dar, vgl. § 2 Abs. 1 Satz 2 eWpG. Die Eintragung erfolgt gem. § 4 Abs. 4 eWpG dadurch, dass die für ein elektronisches Wertpapier nach § 13 oder § 17 eWpG erforderlichen Registerangaben in ein elektronisches Wertpapierregister unter eindeutiger und unmittelbar erkennbarer Bezugnahme auf die niedergelegten Emissionsbedingungen aufgenommen werden. Bei der Begebung elektronischer Aktien läuft das Merkmal „unter eindeutiger und unmittelbar erkennbarer Bezugnahme auf die niedergelegten Emissionsbedingungen“ jedoch ins Leere, da bei Aktien keine Emissionsbedingungen i.S.d. eWpG existieren. Emissionsbedingungen sind gem. § 4 Abs. 7 eWpG legaldefiniert als „der niedergelegte Inhalt des Rechts, für das ein elektronisches Wertpapier eingetragen ist, einschließlich seiner Nebenbestimmungen.“ Der „Inhalt des Rechts“ ergibt sich bei Aktien jedoch aus der Satzung der Gesellschaft.³⁰ Das ZuFinG und auch bereits der Regierungsentwurf stellen in § 5 Abs. 5 eWpG (neu) klar, dass bei elektronischen Aktien die Satzung der Gesellschaft nicht niederzulegen ist. Diese Klarstellung ist begrüßenswert. Zwar gelangte man auch nach der Konzeption des Referentenentwurfs, der diese Klarstellung nicht enthielt, zu diesem Ergebnis;³¹ jedoch bedurfte es einer argumentativen Herleitung. Im Referentenentwurf zum ZuFinG zeigte sich bereits, dass die Satzung der Aktiengesellschaft nicht ohne Weiteres unter den Begriff der „Emissionsbedingungen“ i.S.d. eWpG gefasst werden konnte.

²⁸ RefE-ZuFinG, 95; RegE-ZuFinG, 126

²⁹ RegE-ZuFinG, 126.

³⁰ Pieper in: Müller/Pieper, eWpG, § 4 Rn. 53; Poelzig/von Zehmen, RDt 2023, 333, 336.

³¹ Siehe auch Poelzig/von Zehmen, RDt 2023, 333, 336.

Für die Öffnung des eWpG für elektronische Aktien wurde im Referentenentwurf zum ZuFinG nämlich an mehreren Stellen, an denen das eWpG auf den Begriff der „Emissionsbedingungen“ abstellt, ausdrücklich der Begriff der „Satzung der Gesellschaft“ ergänzt (§ 6 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 2 eWpG RefE-ZuFinG). Daran zeigte sich, dass das eWpG bereits nach dem Referentenentwurf sehr wohl zwischen Emissionsbedingungen und der Satzung der Gesellschaft unterschied. Es konnte daraus geschlossen werden, dass die Satzung der Gesellschaft nicht vom Begriff der „Emissionsbedingungen“ erfasst wird, sondern ihr eine eigenständige Bedeutung zukommt. Für die Eintragung nach § 4 Abs. 4 eWpG sah der Referentenentwurf zum eWpG anders als an anderen Stellen hingegen keine ergänzende Formulierung vor, die im Fall elektronischer Aktien auf die Satzung der Aktiengesellschaft abstellte. Es blieb damit ausschließlich bei den Emissionsbedingungen. Da damit nicht festgelegt war, dass bei der Eintragung einer elektronischen Aktie in ein elektronisches Wertpapierregister auf die Satzung der Aktiengesellschaft Bezug zu nehmen ist, beschränkte sich bereits nach dem Referentenentwurf die Eintragung einer elektronischen Aktie gem. § 4 Abs. 4 eWpG auf die Aufnahme der nach § 13 oder § 17 eWpG erforderlichen Registerangaben. Folglich bedurfte es für die Begebung elektronischer Aktien auch nicht der für die Begebung elektronischer Wertpapiere im Übrigen vor der Eintragung durchzuführenden Niederlegung gem. § 5 eWpG, da letztere sich auf die Emissionsbedingungen bezieht. Dieses Ergebnis wird nun gesetzlich durch § 5 Abs. 5 eWpG (neu) klargestellt.

dd) Bei elektronischen Namensaktien: Einrichtung eines Meldesystems, § 67 Abs. 1 Satz 5 AktG (neu)

Bei elektronischen Namensaktien muss die Aktiengesellschaft gem. der durch das ZuFinG neu eingeführten Vorschrift des § 67 Abs. 1 Satz 5 AktG (neu) zusätzlich in Zusammenarbeit mit der registerführenden Stelle ein Meldesystem einrichten, um die Angaben nach § 67 Abs. 1 Sätze 1 und 2 AktG an das Aktienregister zu übermitteln. Zu diesen Angaben gehören Name, Geburtsdatum, Postanschrift sowie eine elektronische Adresse des Aktionärs, Stückzahl oder Aktiennummer und bei Nennbetragsaktien der Betrag. Der Aktionär ist zur Mitteilung dieser Angaben gesetzlich verpflichtet, § 67 Abs. 1 Satz 2 AktG. Die Einrichtung des Meldesystems ist für die wirksame Begebung der Namensaktien jedoch nicht konstitutiv. Hintergrund für die Notwendigkeit des Meldesystems bei elektronischen Namensaktien ist laut den Erläuterungen zu den Gesetzesentwürfen zum ZuFinG, dass bei elektronischen Aktien die Gesellschaft allein durch die Führung eines Aktienregisters nicht in jedem Fall automatisch über die Identität des Aktionärs informiert ist.³² Für den Emittenten wird sich aus der Pflicht zur Einrichtung und Unterhaltung des Meldesystems kein wesentlicher Mehraufwand ergeben. Mit der Führung des Aktienregisters sind in der Regel externe

³² RefE-ZuFinG, 96, RegE-ZuFinG, 127.

Dienstleister beauftragt.³³ Diese Aufgabe kann gem. durch das ZuFinG eingeführten Vorschrift des § 30 a eWpG (neu) auch von der registerführenden Stelle des elektronischen Wertpapierregisters übernommen werden. Damit können die Führung des Aktienregisters und des elektronischen Registers von ein und derselben Stelle übernommen werden, die dann auch das Meldesystem umsetzt.³⁴ Durch die Regelung des § 67 Abs. 1 Satz 5 AktG (neu) wird außerdem die bislang offene Frage³⁵ des Verhältnisses von Kryptowertpapierregister und Aktienregister klargestellt. Es handelt sich um voneinander unabhängige Register³⁶ und das Kryptowertpapierregister kann nicht zugleich die Funktion des Aktienregisters erfüllen.³⁷

d) Ergebnis

Die rechtliche Einordnung der Begebung von Aktien i.S.d. modifizierten Vertragstheorie ändert sich bei einer Begebung der Aktien in elektronischer Form nicht. Vielmehr ergeben sich durch die Ermöglichung der vollständigen Entmaterialisierung der Aktien Erleichterungen in der Begebung. Wesentliche Unterschiede zur Begebung urkundlicher Aktien bestehen (i) in den Satzungsbestimmungen, die bei Zentralregisterinhaberaktien und bei Kryptonamensaktien erforderlich werden, (ii) im Skripturakt, der bei elektronischen Aktien in der Eintragung der gem. § 13 bzw. § 17 eWpG erforderlichen Angaben in das jeweilige Register besteht, sowie (iii) in der Pflicht zur Errichtung eines Meldesystems bei elektronischen Namensaktien. Vorbehaltlich der erfolgreichen Satzungsänderungen in den erforderlichen Fällen führen die Neuerungen zu keinen Schwierigkeiten und zu keinem erheblichen Mehraufwand für den Emittenten.

4. Einzel- oder Sammeleintragung, § 8 eWpG

Im Rahmen der Überlegungen zur Begebung elektronischer Aktien wird sich für den Emittenten auch die Frage stellen, ob für die elektronischen Aktien die Einzeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG) oder die Sammeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG) im elektronischen Wertpapierregister vorzugswürdig ist. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Eintragungsarten besteht hinsichtlich des eingetragenen Inhabers, an den jeweils unterschiedliche Rechtsfolgen anknüpfen. Sowohl für Zentralregister- als auch für Kryptoaktien kann jeweils die Einzel- oder die Sammeleintragung gewählt werden (§ 13 Abs. 1 Nr. 5 bzw. § 17 Abs. 1 Nr. 5 eWpG). Die Entscheidung hängt von der Situation und den Zielen des Emittenten ab.

³³ RefE-ZuFinG, 96; RegE-ZuFinG, 127.

³⁴ Siehe dazu auch Casper, ZHR 187, 2023, 5, 41 f.

³⁵ Siehe dazu Reger/Langheld/Haagen (Fn. 4), 89.

³⁶ Eisenschmidt (Fn. 4), 831.

³⁷ Poelzig/von Zehmen, RD 2023, 333, 338.

a) Einzeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG

Bei der Einzeleintragung wird als Inhaber³⁸ der elektronischen Aktien die natürliche oder juristische Person oder rechtsfähige Personengesellschaft eingetragen, die das elektronische Wertpapier als Berechtigte hält (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG), also materiell Aktionär ist. Die Bezeichnung des Inhabers kann dabei jedoch sowohl bei Zentralregisteraktien als auch bei Kryptoaktien pseudonymisiert durch Zuordnung einer eindeutigen Kennung erfolgen (§ 13 Abs. 2 Satz 2 bzw. § 17 Abs. 2 Satz 2 eWpG). Der aus der Aktie Berechtigte ist im Fall der Einzeleintragung mit dem eingetragenen Inhaber identisch (vgl. § 3 eWpG). Aufgrund ihrer möglichen Rolle bei Privatmissionen³⁹ kommt die Einzeleintragung in der Praxis eher bei Krypto- als bei Zentralregisterwertpapieren in Betracht.⁴⁰ Für den Emittenten eröffnet sich bei der Einzeleintragung von Inhaberaktien über das Registerinsichtsrecht nach § 10 Abs. 1 eWpG die Möglichkeit der Identifikation seiner Aktionäre, die allenfalls bei einer Pseudonymisierung des eingetragenen Inhabers abgeschwächt ist.⁴¹

b) Sammeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG

Bei der Sammeleintragung wird gem. § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG eine Wertpapiersammelbank, d.h. in Deutschland die Clearstream Banking AG, oder ein Verwahrer (dies erfordert die Erlaubnis zum Betreiben eines Depotgeschäfts im Inland, § 4 Abs. 6 eWpG) eingetragen. Aus der Aktie Berechtigter und eingetragener Inhaber fallen damit bei der Sammeleintragung i.d.R. auseinander:⁴² Der eingetragene Inhaber, d.h. die Wertpapiersammelbank oder der Verwahrer, verwaltet gem. § 9 Abs. 2 Satz 1 eWpG die Sammeleintragung treuhänderisch für die Berechtigten, ohne selbst Berechtigter zu sein. Die Berechtigten gelten gem. § 9 Abs. 1 Satz 2 eWpG als Miteigentümer nach Bruchteilen (§ 1008 BGB) an dem eingetragenen elektronischen Wertpapier. Eine Möglichkeit der Aktionärsidentifikation über das Register wie bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung (s.o. II.4.a) besteht bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung nicht. Bei dieser Eintragungsförm beschränkt sich die Aktionärsidentifikation auf die bereits bestehenden Möglichkeiten. Dieser Umstand betrifft insbesondere börsennotierte Unternehmen. Da diese die Sammeleintragung wählen müssen (vgl. § 12 Abs. 3 eWpG), erreichen sie über elektronische Aktien keine erhöhte Beteiligungstransparenz.⁴³

³⁸ Siehe ausführlich zur Inhaberstellung i.S.d. eWpG unter IV. 2.

³⁹ Vgl. RegE-eWpG, 50.

⁴⁰ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 87.

⁴¹ *Eisenschmidt* (Fn. 4), 831.

⁴² *Eisenschmidt* (Fn. 4), 828.

⁴³ *Eisenschmidt* (Fn. 4), 831.

*c) Vor- und Nachteile der verschiedenen Eintragungsarten**aa) Registerführung durch die Aktiengesellschaft*

Bei Kryptoaktien in Einzeleintragung ergibt sich die Besonderheit, dass der Emittent nicht nur die Registerführung selbst übernehmen kann (§ 16 Abs. 2 Satz 2 eWpG),⁴⁴ sondern dass zusätzlich auf Intermediäre verzichtet werden kann. Eine Wertpapiersammelbank bzw. ein Verwahrer als eingetragener Inhaber ist bei der Einzeleintragung nicht erforderlich. Diese Möglichkeit ist daher insbesondere für die „kleine AG“ attraktiv. Zu beachten ist dabei jedoch auch, dass die Gesellschaft dann auch die (höheren) mit der Führung eines Kryptoregisters einhergehenden Pflichten⁴⁵ erfüllen muss⁴⁶ und auch die datenschutzrechtliche Verantwortlichkeit⁴⁷ trägt.

bb) Börsenfähigkeit

Voraussetzung für die Börsenfähigkeit von Aktien ist, dass diese in das Effekten-giro eingebucht werden können, um dann über den Effekten-giroverkehr abgewickelt zu werden. Bei elektronischen Aktien werden nur solche zur Abwicklung im Effekten-giro erfasst, die die Voraussetzungen des § 12 Abs. 3 eWpG erfüllen. Das ist (nur) bei Zentralregisteraktien der Fall, die in ein durch eine Wertpapiersammelbank geführtes Register eingetragen werden und als deren Inhaber eine Wertpapiersammelbank eingetragen wird. Kürzer gefasst muss es sich um Zentralregisteraktien in Sammeleintragung handeln.

d) Wechsel der Eintragungsart

Der Wechsel von der Einzel- in die Sammeleintragung ist unter den nachfolgend dargestellten Voraussetzungen möglich. Für die Umwandlung einer Einzeleintragung in eine Sammeleintragung ist gem. § 8 Abs. 2 eWpG zwar lediglich ein Antrag des Inhabers der elektronischen Aktie erforderlich. Dies bedeutet aber auch, dass die Überführung einer Vielzahl elektronischer Aktien in Einzeleintragung in eine Sammeleintragung nur möglich ist, wenn die jeweiligen eingetragenen Inhaber den Antrag stellen. In der praktischen Durchführung kann dies zu erheblichen Schwierigkeiten führen.

Der Wechsel von der Sammel- in die Einzeleintragung ist gesetzlich nicht normiert und vor dem Hintergrund des § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG auch nicht möglich. Für diesen Wechsel wäre der Weg grundsätzlich über das Auslieferungsverlangen nach dem DepotG zu gehen. Elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung gelten gem. § 9 Abs. 1 S. 1 eWpG als Wertpapiersammelbestand. Für

⁴⁴ RegE-eWpG, 60.

⁴⁵ Zu den Anforderungen an die Führung eines Kryptoregisters siehe unter II. 5.b.

⁴⁶ Siehe *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 85; zu den Anforderungen an die Registerführung siehe auch *Conreder/Diederichsen/Okonska*, DSStR 2021, 2594, 2597.

⁴⁷ RegE-eWpG, 60.

Wertpapiere aus einem Sammelbestand kann der Hinterleger unter den Voraussetzungen des § 7 Abs. 1 DepotG die Auslieferung verlangen. Die Auslieferung einzelner Wertpapiere nach § 7 DepotG wird durch § 9b Abs. 2 DepotG für elektronische Wertpapiere insoweit modifiziert,⁴⁸ als bei einem entsprechenden Auslieferungsverlangen des Hinterlegers der Verwahrer die Sammeleintragung im Wertpapierregister in Höhe des auf den Hinterleger entfallenden Anteils auf Kosten des Hinterlegers in eine Einzeleintragung überführen zu lassen hat, wenn nicht in den Emissionsbedingungen etwas anderes geregelt ist. Bezüglich der Einschränkung „soweit nicht in den Emissionsbedingungen etwas anderes geregelt ist“ stellt sich auch an dieser Stelle die bereits aufgeworfene Frage, ob der Begriff der „Emissionsbedingungen“ die Satzung der Aktiengesellschaft erfasst. Die Gesetzesentwürfe zum ZuFinG sehen für die Einführung elektronischer Aktien zwar eine Gesetzesänderung des § 9b Abs. 1 DepotG vor, jedoch nicht für dessen Abs. 2 und damit auch nicht für den Begriff der Emissionsbedingungen. Unter die „Emissionsbedingungen“ i.S.d. § 9b Abs. 2 DepotG ist aber auch die Satzung der Aktiengesellschaft zu fassen, wie nachfolgende Ausführungen zeigen. Ausschlüsse der Auslieferung einzelner Aktien in der Satzung der Aktiengesellschaft sind bereits von § 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG erfasst. § 9a DepotG gilt gem. § 9b Abs. 1 Satz 1 DepotG für elektronische Aktien sinngemäß, soweit nicht § 9b Abs. 2 DepotG etwas anderes bestimmt. Nach § 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG kann von der Wertpapiersammelbank die Auslieferung von einzelnen Wertpapieren nicht verlangt werden, wenn der Aussteller nach dem zugrunde liegenden Rechtsverhältnis nicht verpflichtet ist, an die Inhaber der in der Sammelurkunde verbriefen Rechte einzelne Wertpapiere auszugeben. Bei urkundlichen Aktien im Sammelbestand ist der Auslieferungsanspruch regelmäßig gem. § 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG i.V.m. § 10 Abs. 5 AktG in der Satzung ausgeschlossen.⁴⁹ § 10 Abs. 5 AktG ist dabei die Grundlage für den fakultativen, aber regelmäßig gewählten satzungsmäßigen Ausschluss des Einzelverbriefungsanspruchs des Aktionärs. Bei elektronischen Aktien ist die Verbriefung gem. § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) verpflichtend auszuschließen. Damit ist bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung der Auslieferungsanspruch immer ausgeschlossen. An der Anwendbarkeit des § 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG ändert § 9b Abs. 2 DepotG nichts. Da bei elektronischen Aktien in Sammelverwahrung ein Gleichlauf mit urkundlichen Aktien in Sammelverwahrung erzielt werden soll, sollte auch der Fall des Auslieferungsverlangens elektronischer Aktien in Sammeleintragung wie ein Auslieferungsverlangen bei urkundlichen Aktien im Sammelbestand behandelt werden. Über § 9b Abs. 2 DepotG sollen keine bei urkundlichen Aktien im Sammelbestand bislang nicht bekannten bzw. nicht praktizierten Auslieferungsansprüche geschaffen werden. Der Zusatz „wenn nicht in den Emissionsbedingungen anderes geregelt ist“ ist daher bei elektronischen Aktien zu lesen als „wenn

⁴⁸ *Hopt/Kumpan*, DepotG, 42. Aufl. 2023, § 9b Rn. 1

⁴⁹ *Guntermann*, AG 2021, 449, 450.

nicht in der Satzung anderes geregelt ist“. Im Ergebnis ist damit bei elektronischen Aktien der Wechsel von der Sammel- in die Einzeleintragung nicht möglich.

e) Ergebnis

Für die Frage, ob der Emittent die Einzel- oder Sammelverwahrung wählen sollte, bestehen zwei Hauptkriterien: Ein Kriterium ist die Möglichkeit der Registerführung durch die Gesellschaft selbst; diese besteht bei Kryptoaktien in Einzeleintragung. Das zweite und praktisch bedeutsamere Kriterium liegt in der Börsenfähigkeit der elektronischen Aktien, für die eine Voraussetzung die Sammeleintragung ist. Der Wechsel in die andere Eintragsart ist nur möglich, wenn von der Einzel- in die Sammeleintragung gewechselt werden soll. Im umgekehrten Fall ist der Wechsel ausgeschlossen.

5. Zentralregister- oder Kryptowertpapier

Mit der Entscheidung für eine Einzel- oder eine Sammeleintragung stellt sich auch die Frage, ob die elektronischen Aktien als Zentralregister- oder als Kryptowertpapier eingetragen werden sollen.

a) Grundsätzliches

Von grundlegender Bedeutung ist dabei, dass die Eintragung als Kryptowertpapier ausschließlich für Namensaktien möglich ist, vgl. § 10 Abs. 1 Satz 2, Abs. 6 AktG (neu). Die Eintragung als Zentralregisterwertpapier ist demgegenüber sowohl für Inhaber- als auch für Namensaktien möglich. Sollen Inhaberaktien begeben werden, scheidet eine Eintragung als Kryptowertpapier deshalb von vornherein aus.⁵⁰ In der Praxis wesentlich ist, dass Kryptoaktien nicht börsenfähig sind. Denn für die Börsenfähigkeit ist die Erfassung der Aktien im Effektingiro Voraussetzung, die jedoch lediglich bei Zentralregisterwertpapieren möglich ist, § 12 Abs. 3 eWpG.

b) Registerführende Stelle

Während Zentralregister zwingend von einer Wertpapiersammelbank oder einem Verwahrer zu führen sind (§ 12 Abs. 2 Nr. 1 und 2 eWpG), kann die registerführende Stelle eines Kryptowertpapierregisters vom Emittenten durch Benennung gegenüber dem Inhaber frei bestimmt werden (§ 16 Abs. 2 S. 1 eWpG). Auch kann der Emittent die Rolle der registerführenden Stelle selbst wahrneh-

⁵⁰ Laut RefE-ZuFinG, 55, 92, würde die Einführung von Inhaberaktien als Kryptoaktien „eine Vielzahl gesellschafts- als auch geldwäscherechtlicher Fragestellungen aufwerfen“, so dass der Entwurf diese Möglichkeit ausklammert; kritisch gegenüber dieser gesetzgeberischen Grundentscheidung *Eisenschmidt* (Fn. 4), 829 f.

men. Unterbleibt bei Kryptowertpapieren nämlich die Benennung einer registerführenden Stelle durch den Emittenten, gilt dieser gem. § 16 Abs. 2 Satz 2 eWpG selbst als registerführende Stelle. Bei der Führung des Registers kann es sich allerdings um eine gem. § 32 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 8 KWG erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung handeln.⁵¹ An den Aspekt der Erlaubnispflichtigkeit ist insbesondere vor dem Hintergrund der gesetzlichen Fiktion des § 16 Abs. 2 Satz 2 eWpG zu denken. Das vorsätzliche Erbringen von Bankgeschäften ohne die gem. § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG erforderliche Erlaubnis ist gem. § 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG strafbar und mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bedroht. Auch die fahrlässige Begehung ist gem. § 54 Abs. 2 KWG strafbar und mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bedroht.

c) Anforderungen an die Registerführung

An die Führung eines Kryptowertpapierregisters stellt das eWpG höhere Anforderungen⁵² als an die Führung eines Zentralregisters. Die Pflichten nach § 7 eWpG⁵³ gelten für beide Registerformen. Neben dem allgemeinen, gestaffelten Recht auf Registerinsicht aus § 10 eWpG, das auch bei Zentralregistern besteht, steht den Inhabern eines einzeln in ein Kryptowertpapierregister eingetragenen Wertpapiers unter den Voraussetzungen des § 19 eWpG zusätzlich ein Recht auf Erteilung eines Registerauszugs zu.⁵⁴ Hinzu kommen beim Kryptowertpapierregister die (deklaratorischen) Mitteilungspflichten des Emittenten an die Aufsichtsbehörde, d.h. an die Bafin, gem. § 20 eWpG (neu). Die bislang gem. § 20 eWpG bestehende Pflicht zur Veröffentlichung der dort genannten Angaben im Bundesanzeiger wird durch das ZuFinG durch eine Mitteilungspflicht an die Bafin ersetzt, die dann ihrerseits im Internet eine öffentliche Liste mit den verpflichtenden Angaben führt (§ 20 Abs. 2 eWpG (neu)). Die Pflicht zur Erstellung und Herausgabe eines Registerauszugs sowie die Mitteilungspflichten stellen dabei rein formale Anforderungen dar, die mit der Registerführung einhergehen und über einen reinen Verwaltungsaufwand nicht hinausgehen.

Materielle Anforderungen an die Führung eines Kryptowertpapierregisters statuiert dagegen § 21 Abs. 1 eWpG. Danach trifft der Emittent die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen, um die Integrität und die Authentizität der Kryptowertpapiere für die gesamte Dauer, für die das Kryptowertpapier eingetragen ist, zu gewährleisten. Bei Nichterfüllung dieser Pflicht hat der Emittent gem. § 21 Abs. 2 eWpG in angemessener Zeit Abhilfe zu schaffen. Tut er dies nicht, so kann die Bafin gem. § 21 Abs. 2 Satz 1 eWpG vom Emittenten

⁵¹ RegE-eWpG, 60; *Conreder/Diederichsen/Okonska*, DStR 2021, 2594, 2597; ausführlich *Topp* (Fn. 4), 237 ff; *Poelzig/von Zehmen*, RDt 2023, 333, 338.

⁵² Dazu ausführlich *Conreder/Diederichsen/Okonska*, DStR 2021, 2594, 2597.

⁵³ Dazu *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 85; *Conreder/Diederichsen/Okonska*, DStR 2021, 2594, 2597; *Poelzig/von Zehmen*, RDt 2023, 333, 339.

⁵⁴ Dazu *Conreder/Diederichsen/Okonska*, DStR 2021, 2594, 2597.

verlangen, das Kryptowertpapier in ein anderes elektronisches Wertpapierregister zu übertragen. Anders als noch im Referentenentwurf ist im ZuFinG (und auch bereits im Regierungsentwurf) die Normierung einer Schadensersatzhaftung des Emittenten für Verstöße der registerführenden Stelle vorgesehen. Gem. der durch das ZuFinG neu eingeführten Vorschrift des § 21 Abs. 1 Satz 2 eWpG (neu) haftet der Emittent für einen durch die registerführende Stelle verursachten Schaden nur dann, wenn er bei der Auswahl der registerführenden Stelle im Verkehr erforderliche Sorgfalt nicht angewendet hat, es sei denn, der Schaden würde auch bei Anwendung dieser Sorgfalt entstanden sein. Damit dürfte auch geklärt sein, dass es sich bei § 21 Abs. 1 eWpG nicht um ein Schutzgesetz mit einer entsprechenden Haftung gem. § 823 Abs. 2 Satz 1 BGB handelt.⁵⁵ Ausweislich der Begründung zum Regierungsentwurf gibt es „keine Haftung des Emittenten für das Verschulden der registerführenden Stelle neben deren Haftung nach § 7 Absatz 2 Satz 2“.⁵⁶ Dem Emittenten kann insofern nur sein eigenes Auswahlverschulden angelastet werden.⁵⁷ Über die dort künftig normierte Schadensersatzhaftung hinaus ergibt sich somit aus § 21 eWpG keine Schadensersatzhaftung über § 823 Abs. 2 BGB, weil § 21 eWpG kein Schutzgesetz darstellt. Fraglich ist angesichts der eindeutigen Gesetzesbegründung zur Regelung der Schadensersatzhaftung, ob dem Emittenten bei Zuwiderhandlungen neben den in § 21 Abs. 2 eWpG normierten Maßnahmen zusätzlich eine Inanspruchnahme nach anderen Anspruchsgrundlagen⁵⁸ drohen kann. Auf vertraglicher Grundlage käme hier ein Schadensersatzanspruch nach §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 1 BGB in Betracht, wenn man die Pflichten aus § 21 Abs. 1 eWpG als Nebenpflichten aus dem Begebungsvertrag begreift.⁵⁹ Auf deliktischer Ebene ist ein Schadenersatzanspruch nach § 823 Abs. 1 BGB denkbar, wenn durch die Verletzung der Registerführungspflichten nach § 21 Abs. 1 eWpG das Eigentum an der Kryptoaktie verletzt wird. Dies kann z.B. dergestalt geschehen, dass Integrität und Authentizität der Kryptoaktie so beeinträchtigt werden, dass der Berechtigte nicht mehr über diese verfügen kann.⁶⁰ Eine Haftung des Emittenten für die registerführende Stelle aus § 831 BGB dürfte regelmäßig ausscheiden. Denn die für die Bejahung der Eigenschaft als Verrichtungsgehilfin erforderliche organisatorische Abhängigkeit der registerführenden Stelle vom Emittenten dürfte regelmäßig nicht gegeben sein, weil die Registerführung in der Regel von unabhängigen Unternehmen übernommen wird.⁶¹ Nach dem klaren Gesetzeswortlaut des § 21 Abs. 1 Satz 2 eWpG

⁵⁵ Wohl bejahend *Barth*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 21 Rn. 23, allerdings noch für die Rechtslage vor dem ZuFinG.

⁵⁶ RegE-ZuFinG, 148.

⁵⁷ RegE-ZuFinG, 148.

⁵⁸ Zu den Schadensersatzansprüchen bei Verstößen gegen Pflichten des § 21 Abs. 1 eWpG grundlegend *Barth*, in Müller/Pieper/Pieper (Fn. 30), § 21 Rn. 17 ff.

⁵⁹ *Barth*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 21 Rn. 18 f.

⁶⁰ *Barth*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 21 Rn. 22.

⁶¹ *Barth*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 21 Rn. 24.

(neu) („haftet nur“) und der zugehörigen Gesetzesbegründung sprechen jedoch die besseren Argumente dafür, dass bei Verletzungen der Pflichten aus § 21 eWpG andere als die gesetzlich normierten Ansprüche ausgeschlossen sind und sich die Haftung der registerführenden Stelle (die auch der Emittenten verkörpern kann) ausschließlich nach § 7 eWpG richtet.

d) Wechsel in die jeweils andere Registerart

Während die Übertragung von Zentralregisterwertpapieren in ein Kryptowertpapierregister gesetzlich nicht eigenständig normiert ist, wurde für den Fall des Wechsels von einem Kryptowertpapierregister in ein Zentralregister mit § 22 eWpG eine gesetzliche Regelung getroffen. § 22 eWpG räumt dem Emittenten ein Recht auf Registerwechsel ein, wenn entweder alle Inhaber des Kryptowertpapiers zustimmen oder die Zustimmung der Bafin vorliegt. § 22 eWpG erfasst dabei sowohl den Fall der Übertragung des Kryptowertpapiers von einem in ein anderes Kryptowertpapierregister als auch den Fall des Wechsels von einem Kryptowertpapier- in ein Zentralregister.⁶² Möglich ist nach § 22 eWpG jedoch nur die Übertragung eines Gesamtbestands von Kryptowertpapieren einer Gesamtemission.⁶³ Die Übertragung nur einzelner Kryptowertpapiere in ein anderes Register ist daher ausgeschlossen.⁶⁴ Unerheblich ist dagegen, ob es sich um Kryptowertpapiere in Einzel- oder in Sammeleintragung handelt.⁶⁵ So kann bei Kryptowertpapieren in Sammeleintragung, für die nur ein einziger Inhaber eingetragen ist, für den Registerwechsel lediglich eine einzige Zustimmungserklärung erforderlich sein.⁶⁶ Dagegen kann bei Kryptowertpapieren in Einzeleintragung eine Vielzahl von Zustimmungserklärungen, nämlich die der jeweils als Inhaber eingetragenen Berechtigten, erforderlich werden und eine einzige verweigernde Zustimmungserklärung kann geeignet sein, den Registerwechsel zu verhindern. Bei der Verweigerung der Zustimmungserklärung eines eingetragenen Inhabers stellt sich dann die Frage, ob diese berechtigterweise erfolgte. Davon ist nach der Konzeption des § 22 eWpG grundsätzlich auszugehen, da dieser die ausdrückliche Zustimmung der Inhaber fordert und ihnen somit grundsätzlich Entscheidungsfreiheit einräumt. Auch zu einer Satzungsänderung bezüglich der Art der elektronischen Aktien sind die Aktionäre nicht zur Erteilung ihrer Zustimmung verpflichtet. Denn § 22 eWpG regelt den Registerwechsel spezialgesetzlich dahingehend, dass der Registerwechsel gerade außerhalb einer Satzungsänderung möglich ist. Über die verweigernde Zustimmungserklärung kann dann nur die Zustimmung der Bafin hinweghelfen. Der bei einer Sammeleintragung einge-

⁶² *Barth*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 22 Rn. 1, § 4 Rn. 2; *Blassl*, in: Schulz/Neumann, eWpG, § 16 Rn. 148.

⁶³ *Barth/Pieper*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 22 Rn. 1, 4.

⁶⁴ *Barth/Pieper*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 22 Rn. 4; RegE eWpG, 50.

⁶⁵ *Barth/Pieper*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 22 Rn. 3.

⁶⁶ *Barth/Pieper*, in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 22 Rn. 5.

tragene Inhaber, mithin die Wertpapiersammelbank oder der Verwahrer (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG), könnte vom Emittenten aber bereits vor Eintragung der Aktien vertraglich dazu verpflichtet werden, die Zustimmungserklärung zu erteilen, wenn der Emittent dies verlangt. Sollen Kryptoaktien, die zwingend Namensaktien sein müssen, in Zentralregisterinhaberaktien umgewandelt werden, ist neben den Vorgaben des § 22 eWpG auch § 10 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 und Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) zu beachten, wonach bei der Begebung von Zentralregisterinhaberaktien die Verbriefung in der Satzung auszuschließen ist. Die gleiche Satzungsbestimmung war allerdings bereits zur Begebung der Kryptoaktien erforderlich (§ 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu)), sodass im Hinblick auf die Satzung faktisch keine Änderungen erforderlich werden. Lediglich Kryptoaktien sind in der Satzung ausdrücklich zuzulassen (§ 10 Abs. 6 Satz 2 (neu)). Sieht die Satzung dagegen nur allgemein die Eintragung der Aktien in ein elektronisches Register vor, kann damit nach der Gesetzesbegründung nur ein zentrales Register gemeint sein.⁶⁷ Zwar erfüllt die Zulassung von Kryptoaktien in der Satzung zugleich die Voraussetzungen für Zentralregisteraktien, weil die Eintragung in ein elektronisches Register abgedeckt ist. Eine Klarstellung in der Satzung ist dennoch empfehlenswert. Für den umgekehrten Fall des Wechsels von Zentralregister- zu Kryptoaktien gibt es im eWpG keine Vorschrift für den Registerwechsel. Dafür ist § 10 Abs. 6 Satz 2 AktG (neu) zu beachten, nach dem in der Satzung Kryptoaktien ausdrücklich zuzulassen sind und die Verbriefung auszuschließen ist. Für die Satzungsänderung genügt dabei eine Mehrheit i.S.d. § 179 Abs. 2 AktG, sodass die Weigerung eines einzelnen Aktionärs den Registerwechsel nicht verhindern kann. Es ergibt sich also das widersprüchliche Ergebnis, dass die Hürden für den Wechsel zu Zentralregisteraktien höher sind als für den Wechsel zu den strenger regulierten Kryptoaktien.

e) Ergebnis

Die Eintragung einer elektronischen Aktie als Zentralregisterwertpapier ist in der praktischen Handhabung deutlich einfacher als die Eintragung als Kryptowertpapier. Der einzige wesentliche Vorteil einer Eintragung als Kryptowertpapier besteht darin, dass der Emittent selbst die Registerführung übernehmen kann. Mit der Übernahme der Registerführung gehen jedoch auch erhebliche Pflichten und Haftungsrisiken einher. Zudem ist der Anwendungsbereich der Eintragung in ein Kryptowertpapierregister von vornherein dadurch eingeschränkt, dass diese nicht in Frage kommt, wenn es sich um Inhaberaktien handelt oder die elektronischen Aktien an der Börse gehandelt werden sollen. In diesen Fällen ist die Eintragung in ein Zentralregister Voraussetzung. Darüber hinaus ist der Wechsel von einem Kryptowertpapierregister in ein Zentralregister aufwendiger als andersherum.

⁶⁷ RegE-ZuFinG, 124.

III. Kapitalerhöhung

Die Entscheidung des Emittenten für elektronische Aktien bleibt bei einer Kapitalerhöhung ohne besondere Auswirkungen im Vergleich zur Situation bei physischen Aktien.⁶⁸ Mit Ausnahme der Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital entsteht das Mitgliedschaftsrecht an einer Aktiengesellschaft bei einer Kapitalerhöhung mit der Eintragung im Handelsregister (§§ 189, 203 Abs. 1 Satz 1, 211 AktG) und ist damit von vornherein nicht abhängig von einer Verbriefung der Aktien.⁶⁹ Auch bei einer bedingten Kapitalerhöhung ergeben sich bei elektronischen Aktien keine Auswirkungen. Das Mitgliedschaftsrecht entsteht hierbei gem. § 200 AktG zwar bereits mit der Ausgabe der Aktien. Es sind jedoch lediglich die allgemeinen Vorschriften über die Ausgabe von Aktien zu beachten; aus der Begebung in elektronischer Form ergeben sich daher keine Besonderheiten.

IV. Rechtspositionen an elektronischen Aktien

Grundlegend für die Beurteilung sachenrechtlicher Positionen an elektronischen Wertpapieren ist die gesetzliche Fiktion des § 2 Abs. 3 eWpG, nach der ein elektronisches Wertpapier als Sache i. S. d. § 90 BGB gilt.⁷⁰ Der deutsche Gesetzgeber kreiert keine neue rechtliche Kategorie,⁷¹ neben Sache und Recht, sondern arbeitet mit einer gesetzlichen Fiktion. In der Schweiz wurde für Aktien, die auf der Distributed Ledger-Technologie basieren, dagegen mit den sog. „Registerwertrechten“ in Art. 973d Abs. 1 Schweizer Obligationenrecht eine eigene rechtliche Kategorie geschaffen. Eigentum und Besitz sind mit dem „Inhaber und Berechtigten“ nach § 3 eWpG verknüpft.

1. Berechtigung und Eigentum an elektronischen Wertpapieren

Als den „Berechtigten“ definiert das eWpG denjenigen, der das Recht aus einem Wertpapier innehat (§ 3 Abs. 2 eWpG). Da elektronische Wertpapiere als Sachen gelten (§ 2 Abs. 3 eWpG), kann der Aktionär Eigentum an der elektronischen Aktie begründen.⁷² Dies spiegelt sich wider in § 27 eWpG, der bei Einzeleintragungen eine Eigentumsvermutung zugunsten des Inhabers eines Wertpapiers aufstellt. Bei Sammeleintragungen gelten die Berechtigten dementsprechend als Miteigentümer nach Bruchteilen (§ 1008 BGB) an dem eingetragenen elektronischen Wertpapier (§ 9 Abs. 1 Satz 2 eWpG). Bei Einzeleintragungen liegt folglich

⁶⁸ Zur Kapitalerhöhung bei elektronischen Aktien *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 90.

⁶⁹ *Poelzig/von Zehmen*, RD 2023, 333, 336.

⁷⁰ Ausführlich zur Sachfiktion *Omlor*, RD 2021, 371, 372 f.

⁷¹ *Casper*, ZRP 2023, 105, 106.

⁷² *Topp* (Fn. 4), 103 f.

Alleineigentum vor (§ 3 Abs. 2 i.V.m. § 2 Abs. 3 eWpG).⁷³ Die eigentumsrechtliche Situation stellt sich bei elektronischen Aktien daher wie bei urkundlichen Aktien dar. Ohne Verbriefung ist die Aktie das bloße Recht; bei verbrieften Aktien steht dem Aktionär neben dem Recht aus der Aktie auch das Eigentum an der physischen Urkunde zu. Dieses Konzept wird bei elektronischen Aktien aufgegriffen.

2. Inhaberstellung und Besitz

„Inhaber“ ist gem. der Legaldefinition des § 3 Abs. 1 eWpG derjenige, der als Inhaber eines elektronischen Wertpapiers in einem elektronischen Wertpapierregister eingetragen ist. Die Inhaberschaft entspricht sachenrechtlich dem Besitz.⁷⁴ Die gesetzliche Regelung der Inhaberschaft des in das Register Eingetragenen in § 3 eWpG ist erforderlich, da es ansonsten am sachenrechtlich erforderlichen Publizitätselement fehlen würde.⁷⁵ Bei der Einzeleintragung ist der eingetragene Inhaber zugleich der materiell Berechtigte. Der eingetragene Inhaber ist hier auch (fiktiver) unmittelbarer Besitzer der elektronischen Aktie. Anders ist die besitzrechtliche Lage bei der Sammeleintragung zu beurteilen. Hier ist der eingetragene Inhaber i.d.R. selbst nicht Berechtigter, sondern treuhänderischer Verwalter für die Berechtigten (§ 9 Abs. 2 Satz 1 eWpG). Der eingetragene Inhaber mittelt als (fiktiver) unmittelbarer Fremdbesitzer den (fiktiven) mittelbaren Besitz an die Berechtigten. Abweichend von der Situation bei Wertpapierurkunden ist Besitzer bei elektronischen Wertpapieren nicht derjenige, der die tatsächliche Sachherrschaft innehat, sondern der im elektronischen Wertpapierregister Eingetragene.⁷⁶

V. Verfügungen über elektronische Aktien

Bei Verfügungen über elektronische Aktien ist zwischen Aktien in Einzeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG) und Aktien in Sammeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG) zu unterscheiden. Ob es sich bei den elektronischen Aktien um Inhaber- oder Namensaktien oder um Krypto- oder Zentralregisteraktien ist für Verfügungen grundsätzlich nicht relevant. Bereits bislang sind Namensaktien aufgrund der in der Praxis vorherrschenden Übertragung mittels eines Blankoindossaments so fungibel wie Inhaberaktien.⁷⁷ Für die rechtliche Beurteilung von Verfügungen über elektronische Wertpapiere ist die Fiktion des § 2 Abs. 3 eWpG maßgebend, nach der elektronische Wertpapiere als Sachen i.S.d. § 90 BGB gel-

⁷³ *Topp* (Fn. 4), 103 f.

⁷⁴ *RegE-eWpG*, 41, *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 86.

⁷⁵ *Topp* (Fn. 4), 103.

⁷⁶ *Topp* (Fn. 4), 103.

⁷⁷ *MüKo AktG/Bayer*, 5. Auflage 2019, § 68 Rn. 6.

ten.⁷⁸ Diese Fiktion bewirkt ein im Grundsatz gleichlaufendes Verfügungsregime wie bei urkundlichen Aktien.⁷⁹ Für elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung sieht das eWpG in den §§ 24–27 jedoch Spezialvorschriften für bestimmte Verfügungstatbestände vor; damit existiert teilweise ein eigenes Verfügungsregime für elektronische Aktien in Einzeleintragung. Soweit diese spezielleren Verfügungstatbestände des eWpG greifen, treten diese an die Stelle der Verfügungstatbestände der §§ 929 ff. BGB und ergänzen diese. Mit § 24 eWpG gilt zudem der Grundsatz, dass bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung keine Verfügung außerhalb des Registers erfolgen kann.⁸⁰ Die Eintragung bzw. Umtragung im Register ist eine konstitutive Wirksamkeitsvoraussetzung, die zusätzlich zu den Voraussetzungen zivilrechtlicher Verfügungstatbestände gilt.⁸¹ Bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung bleibt es dagegen bei dem Grundsatz, dass sich Verfügungen wie auch bislang „nach den etablierten Grundsätzen des stückelosen Effekten(giro)verkehrs“ richten.⁸² Elektronische Aktien in Sammeleintragung gelten aufgrund der Fiktion des § 9 Abs. 1 Satz 1 eWpG als Wertpapiersammelbestand. Aufgrund dieser Fiktion gelten für sie die §§ 5 ff. DepotG (Sammelverwahrung).⁸³ Allgemein gilt das DepotG auch für elektronische Aktien, da das DepotG in § 1 Abs. 1 Satz 3 bestimmt, dass Wertpapiere i.S.d. DepotG auch elektronisch begebene Wertpapiere i.S.d. eWpG sind.

1. Übertragung der elektronischen Aktie

Die Übertragung von Aktien erfolgt herkömmlicherweise entweder gem. §§ 929 ff. BGB durch Übertragung des Eigentums an der urkundlich verbrieften Aktie und Verschaffung des Besitzes an der physischen Urkunde oder gem. § 398, 413 BGB durch Abtretung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft.⁸⁴ Bei elektronischen Aktien gilt für die Übereignung Folgendes:

a) Einzeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG

aa) Elektronische Aktie

Die Übereignung einer elektronischen Aktie in Einzeleintragung erfolgt nach dem spezialgesetzlichen Übereignungsregime des § 25 eWpG. Gem. § 25 Abs. 1 Satz 1 eWpG ist es zur Übertragung des Eigentums an einem elektronischen Wertpapier erforderlich, dass das elektronische Wertpapier auf Weisung des Berechtigten im elektronischen Wertpapierregister auf den Erwerber umgetragen

⁷⁸ Kritisch insoweit *Eisenschmidt* (Fn. 4), 828.

⁷⁹ Vgl. auch *Meier*, RDt 2021, 1, 1.

⁸⁰ RegE-eWpG, 66.

⁸¹ RegE-eWpG, 66.

⁸² *Pieper* in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 1.

⁸³ *Pieper* in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 1, 3.

⁸⁴ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 86.

wird und beide sich darüber einig sind, dass das Eigentum übergehen soll. Von der Übereignung nach § 929 Satz 1 BGB unterscheidet sich die Übereignung nach § 25 Abs. 1 Satz 1 eWpG dadurch, dass zur Übereignung statt der Besitzverschaffung an der Aktienurkunde die Umtragung des elektronischen Wertpapiers auf Weisung des Berechtigten erforderlich ist. Die Umtragung erfüllt damit die sachenrechtlich erforderliche Funktion des Publizitätsakts, der bei der Übereignung gem. § 929 BGB in der Besitzverschaffung besteht; sie ist konstitutiv für die Übereignung.⁸⁵ Letzteres stellt § 25 Abs. 1 Satz 2 eWpG klar,⁸⁶ nach dem der Berechtigte sein Eigentum bis zur Umtragung auf den Erwerber nicht verliert. Die Übereignung gem. § 25 eWpG durch Umtragung im elektronischen Wertpapierregister gilt für alle Aktien in Einzeleintragung, d.h. sowohl für Inhaber- und Namensaktien⁸⁷ als auch für Zentralregister- und Kryptoaktien. Die Übertragung von Namensaktien, die geborene Orderpapiere darstellen, durch (Blanko-) Indossament gem. § 68 Abs. 1 eWpG hat daher bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung keinen Anwendungsbereich mehr⁸⁸ und wird durch § 25 eWpG als *lex specialis* verdrängt. Die durch das ZuFinG neu eingeführte Vorschrift des § 25 Abs. 3 Satz 2 eWpG (neu) bestimmt, dass eine Übertragung von elektronischen Namensaktien durch Indossament nicht möglich ist. Bezüglich vinkulierter Namensaktien legt § 25 Abs. 3 Satz 1 eWpG (neu) fest, dass die Umtragung im elektronischen Wertpapierregister erst nach der Zustimmung der Gesellschaft zur Übertragung vorgenommen werden darf. Zudem bleibt gem. der durch das ZuFinG neu eingeführten Vorschrift des § 25 Abs. 2 Satz 2 eWpG (neu) § 67 Abs. 2 Satz 1 AktG unberührt, nach dem im Verhältnis zur Gesellschaft Rechte und Pflichten nur für den im Aktienregister Eingetragenen bestehen.

bb) Mitgliedschaftsrecht an der Aktiengesellschaft

Gem. § 25 Abs. 2 eWpG wird das Recht aus dem Wertpapier mit der Übereignung des elektronischen Wertpapiers nach § 25 Abs. 1 eWpG übertragen. Damit gilt der Grundsatz: „Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier.“ Bei elektronischen Aktien wird somit das Mitgliedschaftsrecht an der Aktiengesellschaft mit der Übereignung der elektronischen Aktie nach § 25 Abs. 1 eWpG mitübertragen (Transportfunktion).⁸⁹ Die Übereignung der Aktie gem. § 25 Abs. 1 eWpG ist bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung jedoch nicht die einzige Möglichkeit der Übertragung des Mitgliedschaftsrechts.⁹⁰ Auch bei einer elektronischen Aktie in Einzeleintragung ist die Abtretung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft (§§ 398, 413 BGB) weiterhin möglich,⁹¹ denn aus § 25

⁸⁵ Reger/Langheld/Haagen (Fn. 4), 87.

⁸⁶ RegE-eWpG, 67.

⁸⁷ Eisenschmidt (Fn. 4), 829.

⁸⁸ Reger/Langheld/Haagen (Fn. 4), 89; Eisenschmidt (Fn. 4), 829; RefE-ZuFinG, 108.

⁸⁹ RegE-eWpG, 67.

⁹⁰ Omlor, RD 2021, 371, 375.

⁹¹ So auch Omlor, RD 2021, 371, 375.

Abs. 2 eWpG ergibt sich nicht, dass das Recht aus einem Wertpapier ausschließlich durch Übereignung nach § 25 Abs. 1 eWpG übertragen werden kann. Im Gegenteil folgt aus § 24 Nr. 2 eWpG, dass auch die Abtretung des Mitgliedschaftsrechts möglich sein muss; denn diese Bestimmung setzt „Verfügungen über ein Recht aus einem elektronischen Wertpapier“ voraus. Auch der Regierungsentwurf zum eWpG geht bei elektronischen Wertpapieren von der Abtretbarkeit des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft aus.⁹² Jedoch kann bei elektronischen Aktien auch im Fall einer Abtretung des Mitgliedschaftsrechts dessen Übertragung nicht vollständig außerhalb des elektronischen Wertpapierregisters erfolgen. Eine Umtragung im Register ist bei einer Abtretung des Mitgliedschaftsrechts (§§ 389, 413 BGB) zum einen aus dem Grund zwingend, dass das Register die materielle Rechtslage korrekt abbilden muss (§ 7 Abs. 2 Satz 1 eWpG), wobei im Register auch die Inhaberschaft des Wertpapiers anzugeben ist (§ 13 Abs. 1 Nr. 6 bzw. § 17 Abs. 1 Nr. 6 eWpG). Da bei einer Einzeleintragung der materiell aus dem Wertpapier Berechtigte (§ 3 Abs. 2 eWpG) als Inhaber einzutragen ist (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG), ist folglich bei einem Wechsel des Berechtigten aufgrund einer Abtretung des Mitgliedschaftsrechts der neue Berechtigte als Inhaber in das Register einzutragen. Zum anderen ist aus Gründen der Verfügungstransparenz bei einer Abtretung des Mitgliedschaftsrechts das Erfordernis der Umtragung im Register in § 24 Nr. 2 Alt. 1 eWpG gesetzlich normiert. Danach bedürfen Verfügungen über ein Recht aus einem elektronischen Wertpapier vorbehaltlich der sonstigen gesetzlichen Anforderungen zu ihrer Wirksamkeit einer Eintragung oder Umtragung im elektronischen Wertpapierregister. Die Eintragung bzw. Umtragung im Register ist somit für die Wirksamkeit der Abtretung des Mitgliedschaftsrechts konstitutiv.⁹³ Die Abtretung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft gem. §§ 398, 413 BGB ist demnach auch bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung weiterhin möglich; zu ihrer Wirksamkeit bedarf sie allerdings als zusätzliches Erfordernis der Umtragung im Register. Eine Ansicht, nach der aufgrund des Eintragungserfordernisses die Abtretung des Mitgliedschaftsrechts bei elektronischen Wertpapieren abgeschafft sei bzw. sogar ein weiteres Abtretungsverbot neben § 399 BGB bestünde,⁹⁴ ist daher abzulehnen. Das Eigentum an der elektronischen Aktie geht bei einer Abtretung des Mitgliedschaftsrechts des Mitgliedschaftsrechts gem. § 2 Abs. 2 eWpG i. V. m. § 952 Abs. 2 BGB mit über.⁹⁵

⁹² RegE-eWpG, 66.

⁹³ Reger/Langheld/Haagen (Fn. 4), 87; RegE-eWpG, 66.

⁹⁴ So Meier, RD 2021, 1, 7.

⁹⁵ Omlor, RD 2021, 371 (375).

b) *Sammeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG*aa) *Elektronische Aktie*

Für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung gelten die Spezialvorschriften der §§ 24 ff. eWpG für Verfügungen nicht, da diese nur auf elektronische Aktien in Einzeleintragung Anwendung finden. Elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung gelten kraft gesetzlicher Fiktion (§ 9 Abs. 1 Satz 1 eWpG) als Wertpapiersammelbestand und die Berechtigten als Miteigentümer nach Bruchteilen (§ 9 Abs. 1 Satz 2 eWpG, § 1008 BGB). Hintergrund der Regelung ist, dass sich elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung in das bestehende System des Effektengiroverkehrs einfügen sollen, um dadurch die Börsenfähigkeit sicher zu stellen.⁹⁶ Die Übertragung des Miteigentumsanteils am Sammelbestand richtet sich wie auch bislang beim stückelosen Effektengiroverkehr nach §§ 929 ff. BGB.⁹⁷ Die gem. § 929 Satz 1 BGB aus Publizitätsgründen erforderliche Übergabe erfolgt dabei jedoch nicht in Form der Umtragung im Register; denn das Wesen der Sammeleintragung besteht gerade darin, dass mit dem Wechsel des materiell Berechtigten keine Änderung des im Register eingetragenen Inhabers einhergeht. Bei einer Sammeleintragung ist eingetragener Inhaber i.d.R. nicht der Berechtigte, sondern stets die Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG). Die Wertpapiersammelbank bzw. der Verwahrer sind (fiktive) unmittelbare Fremdbesitzer der elektronischen Wertpapiere, die letztlich den Hinterlegern als mittelbare Eigenbesitzer (§ 871 BGB) entlang einer Besitzpyramide den (fiktiven) Besitz mitteln.⁹⁸ Die Übergabe bei der Übertragung eines Anteils an einem Wertpapiersammelbestand besteht daher in der Änderung des Besitzmittlungswillens entlang der Besitzpyramide nach unten und der (deklaratorischen) Umbuchung im Depot.⁹⁹ Bei börsengehandelten Aktien in Sammeleintragung erfolgte die Übertragung bereits bislang nach sachenrechtlichen Grundsätzen,¹⁰⁰ nach h.M. im Wege des Geheißerwerbs.¹⁰¹ Diese Grundsätze sind auch auf börsengehandelte elektronische Aktien anwendbar; für deren Börsenfähigkeit ist die Sammeleintragung eine Voraussetzung (§ 12 Abs. 3 eWpG). Bei elektronischen Wertpapieren in Sammeleintragung unterscheidet sich die Übereignung damit nicht von der Übereignung bei urkundlichen Aktien in Sammeleintragung.¹⁰² Eine Eintragung oder Umtragung im elektronischen Wertpapierregister wird gerade nicht erforderlich. Dies bedeutet auch, dass Aktienübertragungen nicht im elektronischen Wertpapierregister nachvollziehbar sind, was – je

⁹⁶ Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 1, 3.

⁹⁷ Pieper in: Müller/Pieper § (Fn. 30), § 9 Rn. 1, 6; Eisenschmidt (Fn. 3), 828.

⁹⁸ Pieper in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 6.

⁹⁹ Pieper in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 6; Eisenschmidt (Fn. 4), 827.

¹⁰⁰ BGH WM 2004, 2747, 2748; WM 2005, 272, 273; WM 2013, 1264, 1265.

¹⁰¹ Ausführlich Pieper in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 6; dazu auch Guntermann, AG 2021, 449, 451.

¹⁰² Reger/Langheld/Haagen (Fn. 4), 86.

nach Anliegen – einen Vor- oder Nachteil darstellen kann.¹⁰³ Auch elektronische Namensaktien in Sammeleintragung werden nicht durch (Blanko-) Indossament, sondern gem. §§ 929 ff. BGB übertragen.¹⁰⁴

bb) Mitgliedschaftsrecht an der Aktiengesellschaft

Die Abtretung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft (§§ 398, 413 BGB) ist bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung wie bislang auch bei urkundlichen Aktien in Sammeleintragung möglich.¹⁰⁵ Eine Eintragung oder Umtragung im Register ist hierbei nicht erforderlich.

2. Gutgläubiger Erwerb vom Nichtberechtigten

Beim gutgläubigen Erwerb elektronischer Aktien vom Nichtberechtigten ist gleichermaßen zwischen elektronischen Aktien in Einzeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG) und solchen in Sammeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG) zu differenzieren. Bei einer Abtretung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft (§§ 398, 413 BGB) besteht die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs nicht.

a) Einzeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG

Der gutgläubige Erwerb elektronischer Wertpapiere in Einzeleintragung ist spezialgesetzlich in § 26 eWpG normiert. Gem. § 26 Satz 1 eWpG gilt zugunsten desjenigen, der auf Grund eines Rechtsgeschäfts in ein elektronisches Wertpapierregister eingetragen wird, der Inhalt des elektronischen Wertpapierregisters als vollständig und richtig sowie der Inhaber als Berechtigter, es sei denn, dass dem Erwerber zum Zeitpunkt seiner Eintragung etwas anderes bekannt oder infolge grober Fahrlässigkeit unbekannt ist.¹⁰⁶ Strukturell gleicht § 26 eWpG damit der Regelung des öffentlichen Glaubens des Grundbuchs (§ 892 Abs. 1 Satz 1 BGB).¹⁰⁷ Voraussetzung für die Möglichkeit des gutgläubigen Eigentumserwerbs vom Nichtberechtigten bei Aktien in Einzeleintragung ist der Erwerb durch ein Rechtsgeschäft i.S.e. Verkehrsgeschäfts.¹⁰⁸ Eine Verfügungsbeschränkung im Sinne des § 13 Absatz 2 Satz 1 Nr. 1 oder des § 17 Absatz 2 Satz 1 Nr. 1 eWpG ist gem. § 26 Satz 2 eWpG dem Erwerber gegenüber nur wirksam, wenn sie im elektronischen Wertpapierregister eingetragen oder dem Erwerber bekannt ist. Auch diese Regelung entspricht der Rechtslage beim Grundbuch (§ 892 Abs. 1 Satz 2 BGB). § 26 Sätze 1 und 2 eWpG gelten allerdings nicht für sonstige Verfügungs-

¹⁰³ *Eisenschmidt* (Fn. 4), 828; zu den Vorteilen der Transparenz RegE-eWpG, 66.

¹⁰⁴ *Eisenschmidt* (Fn. 4), 829.

¹⁰⁵ *Pieper* in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 6; *Segna*, WM 2020, 2301, 2309.

¹⁰⁶ Zur Bösgläubigkeit *Omlor*, RDt 2021, 371, 376.

¹⁰⁷ Vgl. *Omlor*, RDt 2021, 371, 376.

¹⁰⁸ *Omlor*, RDt 2021, 371, 376.

beschränkungen und die Geschäftsfähigkeit, § 26 Satz 3 i.V.m. § 13 Abs. 2 Satz 3 bzw. § 17 Abs. 2 Satz 3 eWpG.¹⁰⁹

b) Sammeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG

Bei einer Sammeleintragung (§ 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG) richtet sich der gutgläubige Erwerb des Miteigentumsanteils am Wertpapiersammelbestand wie bei urkundlichen Aktien in Sammelverwahrung nach den allgemeinen Vorschriften der §§ 932 ff. BGB.¹¹⁰ Der Rechtsscheinstatbestand besteht in diesem Fall in der Eintragung im Depotbuch bzw. in der Dispositionsbefugnis über die Buchung.¹¹¹

3. Verpfändung

a) Einzeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG

aa) Elektronische Aktie

Die Verpfändung elektronischer Aktien in Einzeleintragung erfolgt gem. § 24 Nr. 1 eWpG¹¹² und aufgrund der Sachfiktion des § 2 Abs. 3 eWpG gem. § 1205 Abs. 1 Satz 1 BGB.¹¹³ Die Verpfändung eines elektronischen Wertpapiers in Einzeleintragung ist im eWpG unter dem 4. Abschnitt „Verfügungen über elektronische Wertpapiere in Einzeleintragung“, anders als die Übertragung, als eigenständiger Verfügungstatbestand nicht spezialgesetzlich geregelt und bestimmt sich deshalb nach den allgemeinen Vorschriften des BGB.¹¹⁴ § 24 Nr. 1 eWpG legt als zwingendes Wirksamkeitserfordernis für die Verfügung die Eintragung oder Umtragung im elektronischen Wertpapierregister fest. Diese Eintragung bzw. Umtragung ersetzt zugleich die gem. § 1205 Abs. 1 Satz 1 BGB erforderliche Übergabe der Sache.¹¹⁵ Die Eintragung eines bloßen Vermerks¹¹⁶ dürfte dabei jedoch nicht möglich sein. Denn unter dem Begriff „Eintragung“ versteht das eWpG keine beliebigen Eintragungen, sondern gem. § 4 Abs. 4 eWpG „die Aufnahme der für ein elektronisches Wertpapier nach § 13 oder § 17 erforderlichen Registerangaben in ein elektronisches Wertpapierregister unter eindeutiger und unmittelbarer Bezugnahme auf die niedergelegten Emissionsbedingungen.“ Wie sich aus § 13 bzw. § 17 eWpG ergibt, gehören dazu keine Belastungen des Wertpapiers. Daher muss die Verpfändung im Wege der Umtragung erfolgen, die gem.

¹⁰⁹ RegE-eWpG, 67.

¹¹⁰ Vgl. *Pieper* in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 6.

¹¹¹ MüKo AktG/*Bayer*, § 68 Rn. 13.

¹¹² Die „Verfügungen über ein Wertpapier“ gem. § 24 Nr. 1 eWpG umfassen auch Belastungen, so der RegE-eWpG, 66.

¹¹³ *Saivel/Esmer*, NJW 2022, 3038, 3040.

¹¹⁴ *Saivel/Esmer* (Fn. 113), 3040.

¹¹⁵ *Saivel/Esmer* (Fn. 113), 3040.

¹¹⁶ *Saivel/Esmer* (Fn. 113), 3040, sehen die „Eintragung“ als einen Anhaltspunkt für die Möglichkeit eines entsprechenden Vermerks.

der Legaldefinition des § 4 Abs. 8 eWpG in der „Ersetzung des Inhabers eines im elektronischen Wertpapierregister eingetragenen elektronischen Wertpapiers durch einen neuen Inhaber“ besteht. Auch wenn dadurch der Eindruck einer Sicherheitsübereignung erweckt werden mag,¹¹⁷ stellt dies kein außergewöhnliches Ergebnis dar. Denn auch bei der Verpfändung von Wertpapieren in Sammelverwahrung (§§ 1292 f., 1205 Abs. 1 Satz 1 BGB) verliert der Verpfänder seine Inhaberstellung, da eine Umbuchung im Depot zur Ersetzung der Übergabe erforderlich ist.¹¹⁸ Die Verpfändung elektronischer Aktien in Einzeleintragung ist deshalb möglich; sie erfordert aber als Wirksamkeitsvoraussetzung eine Umtragung im elektronischen Wertpapierregister.

bb) Mitgliedschaftsrecht an der Aktiengesellschaft

Die Verpfändung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft richtet sich bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung nach § 1274 Abs. 1 BGB. Dass die Möglichkeit hierzu besteht, ergibt sich aus § 24 Nr. 2 eWpG, der „Verfügungen über ein Recht aus einem elektronischen Wertpapier“ voraussetzt. Eine spezialgesetzliche Regelung zur Verpfändung für diesen Fall enthält das eWpG jedoch nicht, sodass sich die Verpfändung des Mitgliedschaftsrechts nach den allgemeinen Vorschriften richtet. Gem. § 1274 Abs. 1 Satz 1 BGB erfolgt die Bestellung des Pfandrechts in diesem Fall gem. §§ 413, 398 BGB. Zusätzlich ist gem. § 24 Nr. 1 eWpG die Umtragung im elektronischen Register ein zwingendes Wirksamkeitserfordernis.

b) Sammeleintragung, § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG

aa) Elektronische Aktie

Bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung gilt der Berechtigte als Miteigentümer am Wertpapiersammelbestand (§ 9 Abs. 1 Satz 1 eWpG, § 1008 BGB). Die Verpfändung erfolgt hier unabhängig von der (elektronischen oder urkundlichen) Form der Aktien gem. §§ 1292 f., 1205 f. BGB durch Einigung und Übergabe des Papiers.¹¹⁹ Die erforderliche Übergabe wird im Fall des Wertpapiersammelbestands ersetzt durch die Änderung des Besitzmittlungswillens des Verwahrers hin auf den Pfandrechterswerber und eine Umbuchung im Depot.¹²⁰ Als weitere Möglichkeit kommt eine Verpfändung gem. § 1205 Abs. 2 BGB durch Übertragung des mittelbaren Besitzes und Verpfändungsanzeige an den Besitzer

¹¹⁷ Saivel/Esmer (Fn. 113), 3040.

¹¹⁸ Siehe Saivel/Esmer (Fn. 113), 3039.

¹¹⁹ Pieper in: Müller/Pieper (Fn. 30), § 9 Rn. 6; MüKo AktG/Bayer, § 68 Rn. 40; Saivel/Esmer (Fn. 113), 3040, dort auch zu allgemeinen Fragen der Verpfändung von Wertpapieren im Sammelbestand. Diese Fragen stellen sich bei urkundlichen wie elektronischen Aktien in Sammelverwahrung gleichermaßen.

¹²⁰ Saivel/Esmer (Fn. 113), 3038 f.

in Betracht.¹²¹ Die Möglichkeit der Abtretung des schuldrechtlichen Herausgabenspruchs¹²² besteht grundsätzlich auch bei elektronischen Wertpapieren in Sammeleintragung; denn § 9 b Abs. 2 DepotG bestimmt, dass bei einem Auslieferungsverlangen gem. §§ 7 und 8 DepotG der Verwahrer die Sammeleintragung in Höhe des entsprechenden Anteils in eine Einzeleintragung überführen zu lassen hat, wenn nicht in den Emissionsbedingungen anderes geregelt ist. Aus der elektronischen Form der Aktien ergeben sich bei der Verpfändung von Anteilen an einem Wertpapiersammelbestand damit grundsätzlich keine Änderungen gegenüber urkundlichen Aktien.

bb) Mitgliedschaftsrecht an der Aktiengesellschaft

Die Verpfändung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft erfolgt bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung (wie auch bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung, s.o. V. 3.a)aa)) gem. § 1274 Abs. 1 Satz 1 eWpG als Bestellung eines Pfandrechts an einem Recht gem. §§ 413, 398 BGB.¹²³ Allgemein, d.h. nicht nur bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung, umstritten ist, ob eine Verpfändungsanzeige gem. § 1280 BGB gegenüber der Aktiengesellschaft erforderlich ist.¹²⁴ Bei Eintragung der elektronischen Aktien in einem Wertpapiersammelbestand ist für die Verpfändung des Mitgliedschaftsrechts keine zusätzliche Eintragung im Register erforderlich. § 24 eWpG, der als Wirksamkeitserfordernis für die dort aufgezählten Verfügungen die Umtragung im Register bestimmt, betrifft ausschließlich elektronische Aktien in Einzeleintragung. Die Verpfändung des Mitgliedschaftsrechts an der Aktiengesellschaft unterscheidet sich bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung deshalb nicht von derjenigen bei urkundlichen Aktien in Sammeleintragung.

4. Ergebnis

Bei elektronischen Aktien sind alle Verfügungstatbestände wie auch bei urkundlichen Aktien möglich. Bei elektronischen Aktien in Einzeleintragung ist jedoch wegen § 24 eWpG eine Umtragung im elektronischen Wertpapierregister steht Wirksamkeitsvoraussetzung für die Verfügung. Bei elektronischen Aktien in Sammeleintragung ist bewusst ein Gleichlauf mit Verfügungen bei Aktien in Sammelverwahrung gewählt worden. Bis auf die Registertransparenz ergeben sich bei Verfügungen deshalb grundsätzlich keine wesentlichen Unterscheide zu urkundlichen Aktien.

¹²¹ *Saivel/Esmer* (Fn. 113), 3039.

¹²² Dazu *Saivel/Esmer* (Fn. 113), 3039.

¹²³ Siehe zur herkömmlichen Verpfändung *MüKo AktG/Bayer*, § 68 Rn. 40 und *Saivel/Esmer* (Fn. 113), 3039.

¹²⁴ Dazu *MüKo AktG/Bayer*, § 68 Rn. 41.

VI. Ausgewählte Einzelfragen

Weitere Fragen, die in der Beratungspraxis zu elektronischen Aktien relevant werden können, betreffen insbesondere kapitalmarkt- und umwandlungsrechtliche Themen, die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft sowie die Ersetzung bereits urkundlich begebener Aktien durch ein elektronisches Wertpapier und umgekehrt.

1. Kapitalmarktrechtliche und umwandlungsrechtliche Fragen

a) IPO und Delisting

Ob für den Emittenten ein IPO in Frage kommt, ist in der Beratung notwendigerweise zu bedenken. Denn steht künftig ein IPO im Raum oder ist nicht ausgeschlossen, sollte von vornherein die Eintragung der elektronischen Aktien als Zentralregisterwertpapiere, deren Register von einer Wertpapiersammelbank geführt wird und als deren Inhaber eine Wertpapiersammelbank eingetragen wird, erfolgen. Nur in dieser Variante können elektronische Aktien im Effekten giro eingebucht werden (§ 12 Abs. 3 eWpG), was Voraussetzung für die Börsenfähigkeit der Aktien ist. Darüber hinaus ergeben sich aus der Entscheidung für elektronische Wertpapiere in Bezug auf einen IPO keine Besonderheiten im Vergleich zu urkundlichen Aktien; es sind lediglich die allgemeinen Vorgaben zur Ausgabe von Aktien zu beachten. Das Gleiche gilt für das Delisting: Auch hier verhalten sich elektronische Aktien neutral. Die Tatsache der Börsenzulassung oder deren Beendigung ist auch keine registerpflichtige Tatsache (vgl. § 13 Abs. 1 eWpG), die bei einem IPO oder einem Delisting im Register geändert werden müsste.

b) Squeeze-Out

Im Zuge eines Squeeze-Outs ändert sich der Kreis der Aktionäre und damit der Berechtigten (§ 3 Abs. 2 eWpG) an den Aktien. Diese Änderung macht dann eine Änderung des Registerinhalts erforderlich, wenn der Berechtigte als Inhaber eingetragen ist, was gem. § 8 Abs. 1 Nr. 2 eWpG bei elektronischen Aktien in Einzuleintragung der Fall ist. Die Inhaberschaft ist eine registerpflichtige Angabe (§ 13 Abs. 1 Nr. 6, § 17 Abs. 1 Nr. 6 eWpG) und muss bei Änderungen daher im elektronischen Register entsprechend berichtigt werden. Damit eine Registeränderung auch erfolgen kann, wenn der bisherige Inhaber seine hierfür erforderliche Weisung an die registerführende Stelle zur Änderung im Register nicht abgibt oder verweigert, kann die Weisung auch durch eine gem. § 14 Abs. 1 Nr. 2 bzw. § 18 Abs. 1 Nr. 2 eWpG berechnigte Person oder Stelle, also etwa durch das zuständige Registergericht, erfolgen. Eine sinngemäße Anwendung der Vorschriften über die Kraftloserklärung von Aktienurkunden gem. §§ 73, 226 AktG ist

aufgrund der Möglichkeit der Berichtigung im elektronischen Register daher nicht erforderlich.¹²⁵

c) Verschmelzung

Bei einer Verschmelzung ergeben sich aus der elektronischen Form der Aktien keine Besonderheiten gegenüber urkundlichen Aktien. Soweit die Einziehung der Aktien der übertragenden Gesellschaft erforderlich ist, richtet sich diese nach § 14 Abs. 1, Abs. 2 bzw. § 18 Abs. 1, Abs. 2 eWpG und erfordert damit neben einer Weisung an die registerführende Stelle die Zustimmung des Emittenten.

2. Hauptversammlung

Die elektronische Form der Aktien hat für die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft keine Auswirkungen, da der Inhalt der aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechte nicht von deren Verbriefung abhängig ist.¹²⁶

a) Nachweis der Berechtigung zur Teilnahme an der Hauptversammlung

Wie die Berechtigung zur Teilnahme an der Hauptversammlung nachzuweisen ist, kann grundsätzlich in der Satzung der Gesellschaft bestimmt werden (§ 123 Abs. 3 Hs. 1 AktG). Für Inhaberaktien börsennotierter Gesellschaften ist aber gesetzlich bestimmt (§ 123 Abs. 4 Satz 1 AktG), dass ein Nachweis gem. § 67 c Abs. 3 AktG ausreicht. Regelmäßig erfolgt dieser Nachweis in Textform nach Art. 5 der Durchführungsverordnung (EU) 2018/1212 mittels eines Depotnachweises der depotführenden Bank (siehe § 6 Abs. 2 DepotG). Ein solcher kann bei elektronischen Aktien gleichermaßen wie bei urkundlichen Aktien ausgestellt werden, so dass sich hier aus der elektronischen Form der Aktien keine Änderungen ergeben. Bei elektronischen Aktien nicht börsennotierter Gesellschaften kann die Möglichkeit eines Depotnachweises gem. § 123 Abs. 3 Hs. 1 AktG in der Satzung bestimmt werden. Bei Namensaktien börsennotierter Gesellschaften folgt die Berechtigung zur Teilnahme an der Hauptversammlung oder zur Ausübung des Stimmrechts gem. § 67 Abs. 12 Satz 1 AktG aus der Eintragung im Aktienregister (§ 123 Abs. 5 AktG). Bei elektronischen Namensaktien nicht börsennotierter Gesellschaften kann die Teilnahmeberechtigung ebenfalls mittels der Eintragung im Aktienregister nachgewiesen werden, da ein solches bei Namensaktien unabhängig von der Verbriefung der Aktien zu führen ist (§ 67 Abs. 1 Satz 1 AktG). Da Kryptoaktien nur als Namensaktien zulässig sind, kann auch hier der Nachweis mittels Einsichtnahme in das auch bei elektronischen Kryptoaktien verpflichtend zu führende Aktienregister erbracht werden.

¹²⁵ Reger/Langheld/Haagen (Fn. 4), 90.

¹²⁶ Reger/Langheld/Haagen (Fn. 4), 90.

b) Stimmabgabe in der Hauptversammlung

Auch für die Stimmabgabe in der Hauptversammlung ergeben sich bei elektronischen Aktien keine zwingenden Änderungen gegenüber der Situation bei urkundlichen Aktien.¹²⁷ Da § 118 Abs. 1 Satz 2 AktG die Möglichkeit vorsieht, dass die Aktionäre ihre Rechte in der Hauptversammlung auch ohne persönliche Anwesenheit vor Ort und ohne einen Bevollmächtigten im Wege elektronischer Kommunikation ausüben können, wenn dies in der Satzung bestimmt ist oder sie den Vorstand dazu ermächtigt haben, und sich gem. § 134 Abs. 4 AktG die Form der Ausübung des Stimmrechts nach der Satzung richtet, ist bei Kryptoaktien bei entsprechender Satzungsbestimmung eine Stimmabgabe über die Distributed Ledger-Technologie denkbar.¹²⁸ Der Vorteil einer solchen Stimmabgabe bestünde in einer vereinfachten Stimmenausrwertung und einer fälschungssicheren Protokollierung der Beschlussfassung.¹²⁹

3. Ersetzung der Urkunde durch ein elektronisches Wertpapier und umgekehrt

Angesichts der bislang fehlenden praktischen Erfahrungen mit elektronischen Aktien stellt sich in der Beratung nicht nur die Frage, wie die Ersetzung urkundlicher durch elektronische Aktien erfolgt. Gleichmaßen kann sich auch bereits bei der Beratung zur Begebung elektronischer Aktien die Frage stellen, unter welchen Voraussetzungen diese (wieder) durch urkundliche Aktien ersetzt werden können, ob und wie also die Entscheidung für elektronische Aktien rückgängig gemacht werden kann.

a) Ersetzung von urkundlichen Aktien durch elektronische Aktien

Bei der Ersetzung urkundlicher Aktien durch elektronische Aktien ist zu unterscheiden, ob Sammelurkunden oder Einzelurkunden in Sammelverwahrung durch inhaltsgleiche Zentralregisterwertpapiere oder ob sonstige urkundliche Aktien durch elektronische Aktien ersetzt werden sollen. Für den ersteren Fall sieht das eWpG erleichterte Voraussetzungen für den Wechsel vor. In beiden Fällen wird die Urkunde mit der Eintragung der elektronischen Aktie in das Register kraftlos (§ 6 Abs. 3 Satz 2, § 6 Abs. 4 Satz 2 eWpG).

aa) Sammelurkunden oder Einzelurkunden in Sammelverwahrung, § 6 Abs. 3 eWpG

Soll ein Wertpapier, das mittels Sammelurkunde oder mittels Einzelurkunden, die in Sammelverwahrung verwahrt werden, begeben wurde, durch ein inhaltsgleiches Zentralregisterwertpapier ersetzt werden, kann dies unter erleichterten

¹²⁷ Siehe *Guntermann*, AG 2021, 449, 453.

¹²⁸ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 85, 91.

¹²⁹ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 91.

Bedingungen, nämlich jederzeit und ohne Zustimmung der Berechtigten erfolgen, wenn die in § 6 Abs. 3 Nrn. 1–3 eWpG aufgezählten kumulativen Voraussetzungen erfüllt sind. Erforderlich ist hierfür, dass das Zentralregisterwertpapier in ein bei einer Wertpapiersammelbank geführtes zentrales Register eingetragen (Nr. 1) und eine Wertpapiersammelbank als Inhaber eingetragen wird (Nr. 2). Zudem darf dies in den Emissionsbedingungen nicht ausgeschlossen sein (Nr. 3 lit. a) oder nicht von der Zustimmung der Berechtigten abhängig gemacht werden (Nr. 3 lit. b). Die Anwendung des § 6 Abs. 3 eWpG auf elektronische Aktien setzt gemäß § 6 Abs. 5 Satz 2 (neu) voraus, dass die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung für solche Aktien ausschließt, die als elektronische Aktien in einem elektronischen Wertpapierregister eingetragen sind. Dieser Vorgabe kommt vor dem Hintergrund des verpflichtenden Verbriefungsausschlusses bei elektronischen Aktien gem. § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) lediglich deklaratorischer Charakter zu (s.o. II.3.b)bb)). Letztlich läuft die Vorschrift leer, weil die Voraussetzung des § 6 Abs. 3 Satz 2 (neu) bereits aufgrund des § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) stets erfüllt ist.

bb) Sonstige urkundliche Aktien, § 6 Abs. 4 AktG

In allen anderen als in den in § 6 Abs. 3 eWpG geregelten Fällen setzt die Ersetzung eines mittels Urkunde begebenen Wertpapiers durch ein elektronisches Wertpapier die ausdrückliche Zustimmung des Berechtigten voraus (§ 6 Abs. 4 Satz 1 eWpG). Dieser Fall betrifft u.a. die Ersetzung einer Urkunde durch Eintragung in ein Kryptowertpapierregister. Nach § 6 Abs. 5 Satz 2 eWpG (neu) setzt auch die Anwendung des § 6 Abs. 4 eWpG voraus, dass die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung für solche Aktien ausschließt, die als elektronische Aktien in einem elektronischen Wertpapierregister eingetragen werden. Auch hier kommt § 6 Abs. 5 Satz 2 eWpG (neu) lediglich deklaratorische Bedeutung zu, da bei elektronischen Aktien die Verbriefung zwingend gem. § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) auszuschließen ist (s.o. II.3.b)bb)).

b) Ersetzung von elektronischen Aktien durch urkundliche Aktien („Weg zurück“), § 6 Abs. 2 Satz 1 eWpG (neu)

Der „Weg zurück“ von der elektronischen zur urkundlichen Aktie richtet sich nach § 6 Abs. 2 eWpG. Gem. § 6 Abs. 2 Satz 1 eWpG (neu) kann der Emittent ein elektronisches Wertpapier durch ein inhaltsgleiches mittels Urkunde begebenes Wertpapier ersetzen, wenn der Berechtigte zustimmt (Nr. 1) oder im Fall von elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft eine solche Ersetzung ohne Zustimmung des Berechtigten ausdrücklich zulässt (Nr. 2). Bei elektronischen Aktien setzt die Anwendung des § 6 Abs. 2 eWpG gem. § 6 Abs. 5 Satz 1 eWpG (neu) voraus, dass die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung nicht ausschließt. Diese Vorschrift steht nicht im Widerspruch dazu, dass zuvor zur Einführung elektronischer Aktien in der Satzung die Verbriefung ausgeschlossen werden musste (§ 10 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 AktG, § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG

(neu)). Denn gem. § 10 Abs. 6 Satz 1 AktG (neu) ist im Gegensatz zur Fassung des Referentenentwurfs in der Satzung der Aktiengesellschaft ein Ausschluss der Verbriefung lediglich für elektronische Aktien möglich und erforderlich. Dadurch ist es möglich und erforderlich, lediglich für elektronische Aktien die Verbriefung in der Satzung auszuschließen, während dies für urkundliche Aktien unterbleibt. Der „Weg zurück“ zur urkundlichen Aktie ist damit ohne Weiteres möglich. Dies bedeutet auch, dass es einen Mischbestand aus teils verbrieften und teils unverbrieften Aktien geben kann.¹³⁰ Bei der Ersetzung elektronischer durch urkundliche Wertpapiere ist das elektronische Wertpapier aus dem elektronischen Wertpapierregister zu löschen, anschließend ersetzt die verkörperte Urkunde die Registereintragung (§ 6 Abs. 2 Sätze 2 und 3 eWpG).

4. Kommunikation der Gesellschaft mit den Aktionären

Die Einführung von Kryptoaktien kann die Kommunikation der Gesellschaft mit ihren Aktionären erleichtern, weil bei Kryptoaktien Intermediäre entbehrlich werden. So könnten Kryptowertpapierregister eine direkte Ansprache der Aktionäre ermöglichen.¹³¹ Die Übermittlung von Informationen über Unternehmensereignisse nach §§ 67 a ff. AktG bei börsennotierten Gesellschaften kommt jedoch mangels Börsenfähigkeit von Kryptoaktien nach dem Regierungsentwurf zum Zukunftsfinanzierungsgesetz noch nicht in Frage.¹³² Bei nicht börsennotierten Unternehmen könnte dagegen über das Kryptowertpapierregister die Einladung zur Hauptversammlung erfolgen, da bei namentlich bekannten Aktionären die Form der Einberufung in der Satzung bestimmt werden kann, § 121 Abs. 4 Satz 2 Hs. 1 AktG.¹³³ Bei Zentralregisterwertpapieren ist eine Kommunikation der Gesellschaft mit den Aktionären über das Register nicht möglich, so dass sich bei diesen keine Vorteile unter dem Aspekt der Aktionärskommunikation ergeben.

VII. Schlussbetrachtung

Die ursprünglich bei einer Einführung elektronischer Aktien befürchteten gesellschaftsrechtlichen Auswirkungen¹³⁴ werden aller Voraussicht nach nicht eintreten. Dies liegt insbesondere darin begründet, dass die Mitgliedschaft an einer Aktiengesellschaft und die sich daraus ergebenden Rechte unabhängig von einer Verbriefung der Aktien entstehen.¹³⁵ Auch in kapitalmarkt- und umwandlungs-

¹³⁰ RegE-ZuFinG, 124.

¹³¹ Vgl. auch RefE-ZuFinG, 92.

¹³² Vgl. *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 91.

¹³³ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 91.

¹³⁴ Gesetzesentwurf der Bundesregierung v. 16.12.2020 zu einem Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, 41.

¹³⁵ *Reger/Langheld/Haagen* (Fn. 4), 88.

rechtlicher Hinsicht dürften elektronische Aktien nicht zu wesentlichen Problemen führen. Die erforderlichen Satzungsbestimmungen bei elektronischen Namensaktien werden im ZuFinG konsequent normiert und der noch im Referentenentwurf bestehende Widerspruch bei der Ersetzung elektronischer Aktien durch urkundliche Aktien wurde aufgelöst. Grundsätzlich sind auch bei elektronischen Aktien alle Verfügungen wie bei urkundlichen Aktien möglich. Für Zentralregisteraktien in Sammeleintragung ergeben sich im Ergebnis nahezu keine Änderungen im Vergleich zu herkömmlichen Aktien. Für Aktien in Einzeleintragung, insbesondere für Kryptoaktien, besteht jedoch ein deutlich beschränkterer Anwendungsbereich. Für Kryptoaktien gelten zudem höhere Anforderungen an die Registerführung. Somit bestehen aus praktischer Sicht für die Begebung von Zentralregisteraktien in Sammeleintragung keine Bedenken. Sollen jedoch Kryptoaktien oder Aktien in Einzeleintragung begeben werden, sind die konkreten Auswirkungen für den Mandanten genauer zu betrachten. Hier sind die Vorteile gegenüber den Nachteilen kritisch abzuwägen.

Finanzregulierung als Innovationsprozess

Die Entstehung von kryptografischen Wertpapieren

Lilith Dieterich, Barbara Brandl und Carola Westermeier

I. Einleitung

In unserem Beitrag argumentieren wir, dass Finanzregulierung technologische Innovationen hervorbringt. Regulierung ist ein produktiver und proaktiver Teil des Innovationsprozesses. Sie ist nicht nur eine Kraft, die unabhängig von ihr entwickelte Technologien entweder einschränkt oder begünstigt, sondern gestaltet diese maßgeblich mit. Da die so entstehende Technologie vom Gesetzgeber konzipiert wurde, trägt sie bereits die Maßgaben der Governance in sich.

Unser empirischer Fall ist eine eingehende Analyse einer der ersten umfassenden Blockchain-Regulierungen, des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG) in Deutschland. Blockchain ist mit dem Versprechen angetreten, die Finanzwelt durch die Ausschaltung wichtiger Intermediäre zu revolutionieren. Die Regulierung dieser neuen Technologie hat jedoch vor allem das Ziel, Stabilität zu gewährleisten. Jede Infrastruktur, die zur Abwicklung des Handels mit elektronischen Aktien und anderen elektronischen Wertpapieren in etablierten Volkswirtschaften verwendet wird, muss in hohem Maße zuverlässig, d.h. beständig und fehlerfrei sein.

Finanzregulierung ist eine produktive und kreative Kraft in technologischen Innovationsprozessen. Diese Aussage mag überraschen, da (Finanz-)Regulierung häufig ausschließlich als restriktiver respektive fördernder Eingriff in die technologische Entwicklung beschrieben wird, nicht aber als Bestandteil des Innovationsprozesses selbst. Wir argumentieren demgegenüber, dass die Finanzregulierung proaktiv und produktiv wird, indem sie Innovationen hervorbringt und der Finanztechnologie technologische Merkmale einschreibt. Die Blockchain¹ – auf die wir uns hier konzentrieren – scheint sowohl eine Bedrohung als auch ein Versprechen für die Finanzinfrastruktur und die gesamte Branche darzustellen. Der ursprüngliche Anwendungsfall der Blockchain-Technologie, Bitcoin, trat an, den Finanzsektor zu revolutionieren, da traditionelle Finanzintermediäre überflüssig gemacht und eine neuartige Infrastruktur hervorgebracht werden sollte.

¹ Im Folgenden wird Blockchain und Distributed Ledger Technology (DLT) synonym verwendet.

Wir werden im Folgenden zeigen, dass die Gesetzgeber technologische Details der Innovation hervorbringen, um eine dauerhafte und sichere Finanzinfrastruktur zu etablieren². Die Finanzinfrastruktur soll eine verlässliche Struktur für den Markt garantieren, also Störungen und Ausfälle abwenden, die den Verlust großer Geldbeträge und Dominoeffekte nicht nur in der Finanzindustrie, sondern auch im produktiven Sektor zur Folge haben könnten.

Mit unserem Beitrag wollen wir an eine vor allem im anglo-amerikanischen Raum geführte Diskussion zur Finanzregulierung anschließen³. Diese Debatte steht in der Tradition der Science and Technology Studies und widmet sich vornehmlich neuen Technologien im Finanzsektor und den Reaktionen der Regulierungsbehörden auf die Transformation der Akteure, Artefakte und Dynamiken⁴. Insbesondere beschäftigen sich diese Arbeiten mit der Frage der Governance des Finanzsektors und der Technologie. Regulierung wird in diesem Kontext vor allem als etwas verstanden, das von außen in die Entstehung neuer finanztechnischer Innovationen eingreift. Zugespielt gesagt: Es wird unterstellt, dass die Gesetzgeber lediglich auf Innovationen reagieren. Dementsprechend wird Regulierung entweder pauschal als Einschränkung oder aber als förderlich für Innovationen beschrieben. Ein Beispiel dafür wäre die Darstellung des Zusammenspiels zwischen Regulierung und algorithmischem Handel: „While regulation is often said to weigh on innovation, recent regulatory changes in Europe have in fact favoured the development of algorithmic trading.“⁵. Wenn Regulierung als produktiv für Finanzinnovationen begriffen wird, dann allein in dem Sinne, dass Neuerungen nicht zuletzt nötig würden, um bestehende Regeln zu umgehen. Ein Beispiel hierfür ist etwa die Entstehung von Hedgefonds⁶ oder Currency Swaps⁷.

Wir möchten hier jedoch ein grundlegend anderes Verständnis der Finanzregulierung entwickeln. Wir verstehen Regulierung nicht als bloße Reaktion auf technologische Innovationen, vielmehr gehen wir davon aus, dass sie neuen Technologie hervorbringen. Es entsteht eine neue Art von Technologie, die ihre Governance bereits in sich trägt. Die Gesetzgeber schlagen gleichsam zwei Fliegen mit einer Klappe. Sie setzen einerseits einen verlässlichen gesetzlichen Rahmen und bringen im selben Zuge eine Technologie hervor, die eine sichere und stabile Finanzinfrastruktur gewährleistet.

² *Bernards/Campbell-Verduyn*, RoIPE 2019, 773–789; *Maurer*, TCJoA 2012, 15–35; *Star*, *The Ethnography of Infrastructure*, 2016, 377–391.

³ *Coombs*, in: Borch/Wosnitzer (Hrsg.) *The Routledge Handbook of Critical Finance Studies*, 2021, 137–153; *MacKenzie*, RoIP 2005, 555–576.

⁴ *Coombs*, EoS 2016, 278–302; *Langley*, EoS 2013, 51–73; *Lenglet*, C&S 2011, 44–66; *Williams*, E&S 2009, 460–491.

⁵ *Lenglet* (Fn. 5), 48.

⁶ *Hardiel/MacKenzie*, TSR 2007, 57–80.

⁷ *Mehrling*, BIS 2011, 108–118.

Unser empirischer Fall ist das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG), das im Jahr 2021 in Deutschland verabschiedet wurde. Es sind seitdem ergänzende Verordnungen erlassen worden, die Details des Gesetzes spezifizieren⁸. Die deutsche Regulierung der elektronischen Wertpapiere ist eine der ersten umfassenden Blockchain-Regulierungen⁹ für den Finanzbereich weltweit. Die Blockchain-Innovation mit ihrem Versprechen, alle Intermediäre im Finanzwesen überflüssig zu machen und diese Institutionen durch Technologie zu ersetzen, sorgte für heftige Kontroversen, da sie potenziell das Geschäftsmodell der Finanzkonzerne bedroht. Eine bis dahin streng überwachte und hochgradig konzentrierte Finanzinfrastruktur sah sich mit ungewissen Möglichkeiten konfrontiert. Nach mehreren Jahren der Auswertung und Pilotprojekten beschloss der deutsche Gesetzgeber, Inhaberschuldverschreibungen und Fondsanteile in blockchainbasierten Registrierungssystemen zu regulieren.

Unsere Untersuchung basiert auf 27 teilstrukturierten Leitfadeninterviews, die zwischen 2018 und 2022 mit Finanzberater:innen, Softwareingenieuren, Jurist:innen, Nichtregierungsorganisationen, Ministerien und Finanzinstituten geführt wurden. Angesichts der wirtschaftlichen Interessen, die bei diesem Thema berührt werden, mussten unsere Interviewpartner:innen unseren Fragen vorsichtig und strategisch begegnen. Daher haben wir die Forschungsfragen, wo immer möglich, trianguliert. Darüber hinaus basiert unsere Untersuchung auf der teilnehmenden Beobachtung von vier internationalen Blockchain-Konferenzen¹⁰ und der Analyse von Dokumenten, darunter internationale Berichte über Blockchain-Anwendungen im Finanzwesen, Protokolle von Parlamentsdebatten, Diskussionspapiere der Regierung, Gesetzesentwürfe und juristische Kommentare. Das deutsche Blockchain-Gesetz¹¹ und ergänzende Verordnungen, die in den Jahren 2021 und 2022 verabschiedet wurden, sind zentral für unsere Analyse. Unser empirisches Vorgehen bestand ferner darin, die Rechtstexte¹² detailliert zu untersuchen, um die technologische Vision des Gesetzgebers und deren materielle Implikationen zu beleuchten.

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Im folgenden zweiten Abschnitt stellen wir den theoretischen Ansatz unseres Artikels vor, der von der Kritischen Rechts-

⁸ Im Jahr 2022 wurde beispielsweise die Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (eWpRV) beschlossen.

⁹ Auch andere europäische Länder haben Gesetze zur Blockchain erlassen: Im Oktober 2019 verabschiedete Liechtenstein ein Gesetz über Token und Technologiedienstleister:innen (Landesverwaltung Fürstentum Liechtenstein, 2019). Luxemburg passte sein Gesetz über entmaterialisierte Wertpapiere an, um Token in den Finanzmarkt zu integrieren (Deloitte, 2020).

¹⁰ Fin meets Tech (April 2017 in Frankfurt am Main), re:publica 2018 (Mai 2018 in Berlin), Women in FinTech (Mai 2018 in Berlin), Crypto Assets Conference (März 2020 in Frankfurt am Main).

¹¹ Der finale Rechtstext erwähnt Blockchain nicht. Der Gesetzgeber gibt vor, „technologieneutral“ zu sein.

¹² Eine Liste der verwendeten Rechtstexte findet sich in Anhang 2.

wissenschaft und der Anthropologie des Rechts inspiriert ist. Im dritten Abschnitt zeigen wir, warum eine beständige und sichere Finanzinfrastruktur für den Markteintritt neuer Technologien entscheidend ist. Dann stellen wir unsere empirischen Daten vor und zeigen, wie Rechtstexte Innovation hervorbringen. Das letzte Kapitel gibt einen Ausblick, wie unsere Ergebnisse in künftige Forschung einfließen können.

II. Recht und Innovation

Recht ist eine produktive Kraft, die technologische Innovationen hervorbringen kann. Dieses zentrale Argument unseres Beitrags schließt an Arbeiten der Kritischen Rechtswissenschaft an, die gezeigt haben, wie das Recht hervorbringt, was es vorgibt, nur zu beschreiben. Alain Pottage etwa fragt in der Einleitung seines Buches zur Anthropologie des Rechts: „how [do] legal techniques fabricate persons and things“¹³? Rechtstexte bringen Personen und Objekte hervor, indem sie diese rechtlich beschreiben.

Populäre Beispiele der Kritischen Rechtswissenschaft sind Eigentumsrechte, Patente und die Schaffung von Vermögenswerten¹⁴. Etwas muss rechtlich zu einer Sache erklärt oder einem materiellen Gegenstand gleichgestellt werden, damit es besessen oder gehandelt werden kann – etwa genetisches Eigentum. Eine Sache, die zum Vermögenswert werden soll, kann erst besessen werden, wenn durch ein Gesetz eine entsprechende rechtliche Konstruktion geschaffen wurde. Das ist besonders heikel, wenn es sich um immaterielle Güter handelt. Wie kann man Wissen – beispielsweise eine Innovation – besitzen und verkaufen? Immaterielle Güter brauchen eine Eigentumsstruktur, die dem Rechtssystem für materielle Güter nachempfunden ist¹⁵.

Katharina Pistor (2019) beschreibt diese Mechanismen auf dem Finanzmarkt und zeigt, auf welche Weise ein Vermögenswert, unabhängig von seiner Form, rechtlich anerkannt werden

muss, bevor er eben als Vermögenswert gehandelt werden kann. Kapital ist rechtlich kodiert und wird erst durch seine rechtliche Kodierung zu Kapital¹⁶. Der Rechtstext konstruiert rechtlich den Vermögenswert und damit den Wohlstand der Inhaber:in. Eines ihrer Beispiele ist Boden beziehungsweise Land als Vermögenswert. Land musste rechtlich kodiert und in einen Vermögenswert verwandelt werden, um überhaupt auf dem Markt gehandelt werden zu können. Dennoch wird das Recht allgemein nicht als produktiv oder als etwas erschaf-

¹³ Pottage, *Law, Anthropology, and the Constitution of the Social*, 2009, 1.

¹⁴ Zu Pflanzenpatenten siehe u. a. Pottage/Sherman, *Figures of Invention: A History of Modern Patent Law*, 2010.

¹⁵ Harris, *Property and Justice*, 1996.

¹⁶ Pistor, *The code of capital: How the law creates wealth and inequality*, 2019, 2.

fendes¹⁷ angesehen. Das Recht, so Tim Murphy, betreibe keine Fabriken oder Labore, es schaffe lediglich Kategorien, in denen Personen oder Dinge als solche anerkannt werden¹⁸ auch Land existiert (physisch), bevor es rechtlich als Vermögenswert kategorisiert wird.

Für unsere Argumentation bedeutet das: Obwohl das Recht kein eigentliches Objekt hervorbringt, ist es dennoch produktiv, da es Teil des technologischen Innovationsprozesses wird. Rechtstexte bestimmen technologische Komponenten einer Innovation, sie verändern Kernmerkmale der ursprünglichen Technologie, sie fügen der Innovation Komponenten hinzu und legen fest, wie diese zu gestalten sind, und sie verlangen die Integration von funktional definierten Akteuren, die bestimmte Rollen erfüllen. Allerdings entwickelt das Recht nicht die Software oder die Hardware, auf der die Finanzinfrastruktur läuft. Der Gesetzgeber stützt sich jedoch auf die Ergebnisse von Pilotprojekten, die von staatlichen Institutionen durchgeführt werden. Das Recht wird also von (staatlich unterstützten) Laboren, Fabriken, technologischen Beratungsgremien und deren abschließender Bewertung der Innovation beeinflusst. Der Rechtstext gibt dann das Konzept vor, nach dem Entwicklung und Produktion erfolgen müssen. Softwareingenieur:innen arbeiten innerhalb eines gesetzlich festgelegten Rahmens. In den meisten Fällen gibt es nur wenig Spielraum, wie die gesetzlichen Anforderungen erfüllt werden können, denn selbst die Details sind bereits vorgegeben.

III. Infrastruktur und Innovation

Blockchain ist ein System der doppelten Buchführung und eine Innovation, die darauf abzielt, die Finanzinfrastruktur zu erneuern oder neuartige Funktionen in diese zu integrieren. In diesem Abschnitt wollen wir zum einen die Beständigkeit der Infrastruktur beleuchten und zum anderen zeigen, weshalb Blockchain eine Herausforderung für das bestehende System und die Gesetzgeber darstellt.

Buchführung ist ein wesentlicher Bestandteil der Finanzinfrastruktur. Finanzintermediäre stellen technische Systeme zur Verfügung, die es möglich machen, dass verschiedene Arten von Geld, einschließlich Wertpapiere, in großen Mengen zwischen Akteuren bewegt und in ihren elektronischen Büchern erfasst werden. Ohne ein zuverlässiges Buchführungssystem wäre der Transfer von Werten ein riskantes (und gar sinnloses) Unterfangen. Gäbe es keine Aufzeichnungen über Geldtransfers, könnte keine Änderung der Eigentumsverhältnisse, der Verschuldung oder Verrechnung vorgenommen werden. Die bestehende Buchführungs- und Finanzinfrastruktur wird von privaten Unternehmen bereitgestellt. Bestimmte Finanzakteure wie die Deutsche Börse und ihre Tochtergesellschaften bieten in erster Linie Infrastrukturdienste für andere Unternehmen an. Grob

¹⁷ *Murphy*, in: Pottage/Mundy (Hrsg.), *Law, Anthropology, and the Constitution of the Social*, 2009, 117.

¹⁸ *Murphy* (Fn. 18), 123.

gesprochen kann die Finanzinfrastruktur als das Gerüst der Geldpyramide bezeichnet werden, weil sie den Werttransfer in einem großen System gewährleistet, an dem auf unterschiedlichen Ebenen viele verschiedene Akteure und Institutionen beteiligt sind¹⁹. Zu den wichtigsten Merkmalen der Infrastruktur gehört, dass sie eine feste Basis hat²⁰ und Beständigkeit garantieren muss²¹.

Die Beständigkeit des Finanzsystems macht die Finanzinfrastruktur zu einem fehlerintoleranten System oder einer High Reliability Organisation, also einer hochgradig zuverlässigen Organisation²². Finanzinfrastruktursysteme tolerieren nur wenige Fehler. Jede Art von Störung könnte zu enormen Geldverlusten und Dominoeffekten im Finanzsektor und im produktiven Sektor führen. Da der Finanzsektor eine derart zuverlässige Struktur benötigt, müssen technologische Transformationen sorgfältig durchgeführt werden. Das bedeutet oft, dass nicht unbedingt die vielversprechendste Innovation eingesetzt wird, sondern eine Technologie, die sich als robust und zuverlässig erweist. Dieser Punkt lässt sich an einem Beispiel veranschaulichen: Die meisten Softwareanwendungen von Banken und Kreditkartenunternehmen basieren auf COBOL, einer problemorientierten Programmiersprache, die 1959 als eine der ersten Programmiersprachen für Geschäftsanwendungen entwickelt wurde²³. Heute ist diese Programmiersprache dermaßen veraltet, dass sie nicht mehr an Universitäten gelehrt wird. Nichtsdestotrotz leistet COBOL nach wie vor sehr gute Dienste bei den traditionellen Kerntätigkeiten der Banken wie der täglichen Abwicklung von Zahlungen²⁴. Das Beispiel zeigt, dass Infrastrukturen oftmals träge sind²⁵. Die Zukunft einer dauerhaften Infrastruktur hängt jedoch maßgeblich von der Integration neuer Technologien und der Möglichkeit der Aktualisierung der Systeme ab. Neue Technologien haben in den letzten Jahren die Grundlage der Finanzinfrastruktur infrage gestellt. Dabei kommen wissenschaftliche Arbeiten, die sich genau mit dem Zusammenspiel von Technologie und Finanzinfrastruktur befassen, zu unterschiedlichen Einschätzungen. Der Anthropologe Bill Maurer etwa verweist auf erfolgreiche Projekte alternativer Finanzinfrastrukturen wie E-Mobilgeld²⁶. Andere Untersuchungen zeigen hingegen, wie etablierte Finanzinfrastrukturen neue Technologien in ihre Systeme integrieren, wodurch die Exklusivität dieser Strukturen konsolidiert oder sogar verstärkt wird²⁷.

¹⁹ Maurer (Fn. 3), 15–35.

²⁰ Star (Fn. 3), 381.

²¹ Bernards/Campbell-Verduyn (Fn. 3), 777.

²² Heimann, TAPSR 1993, 421–435; La Porte, CaCM 1996, 60–71; Frederickson/LaPorte, PAR 2002, 33–43; Perrow, Normal Accidents: Living with High Risk Technologies, 2. Aufl. 2011; Roberts, OS 1990, 160–176.

²³ Beyer, Grace Hopper and the invention of the information age, 2012.

²⁴ Coughlan, Beginning COBOL for Programmers, 2014.

²⁵ Star (Fn. 3), 377–391.

²⁶ Maurer, How would you like to pay? How technology is changing the future of money, 2015.

²⁷ Brandl/Dieterich, RoIPE 2021, 535–557; Rella, FiB 2019, 1–14.

Blockchain ist eine innovative Technologie, die die bestehenden Finanzstrukturen grundlegend infrage stellt. Dieses System der doppelten Buchführung wurde – zumindest in seiner gegenwärtigen Form – von einer Person oder Gruppe namens Satoshi Nakamoto entwickelt. Seit 2008 versprechen die Blockchain-Enthusiasten, alle Finanzintermediäre überflüssig zu machen und sie durch dezentrale Peer-to-Peer-Netzwerke zu ersetzen²⁸. Es gibt zwei Gründe für das Aufsehen, das die Blockchain-Technologie in der Netzkultur wie auch im etablierten Finanzsystem erregt hat. Die Technologie soll erstens den Austausch zwischen Finanzinstitutionen ersetzen und damit fragmentierte Dienstleistungen verbinden, die zurzeit von unterschiedlichen Finanzinstitutionen angeboten werden. Da die Blockchain Token direkt zwischen den am Netzwerk beteiligten Teilnehmer:innen überträgt und sofort verarbeitet, ist sie weniger anfällig für Fehler und risikoärmer. Für die Abwicklung eines elektronischen Wertpapiers bedeutet dies, dass weder ein Clearing- noch ein Settlement- oder ein klassischer Verwahrungsprozess erforderlich ist. Nach der Finanzkrise sind diese neuen Akteure in das Finanzdienstleistungsgeschäft eingestiegen und haben die bestehenden (Monopol-)Positionen der bestehenden Finanzinstitute – Banken, Börsen und Zentralverwahrer – infrage gestellt. Zweitens wollten staatliche Institutionen weltweit den Finanzsektor auf die Vorteile und Gefahren der Blockchain-Innovation vorbereiten. Europäische Staaten wie Deutschland, Liechtenstein und Luxemburg haben schon früh damit begonnen, die Blockchain und ihre technologischen Möglichkeiten zu evaluieren und geeignete finanzpolitische Maßnahmen zu diskutieren. Nach mehrjähriger Evaluierung verabschiedete die deutsche Regierung 2021 eines der ersten umfassenden Blockchain-Gesetze weltweit, um elektronische Wertpapiere zu regulieren. Durch diese neue Regelung können Inhaberschuldverschreibungen und Fondsanteile auf blockchainbasierten Registern gehalten werden. Der Gesetzgeber hat jedoch im Prozess der Evaluierung und Regulierung neue Eigenschaften der Technologie konzipiert und sind dadurch Teil des eigentlichen Innovationsprozesses geworden.

Im folgenden Abschnitt werden wir das Zusammenspiel von Rechtstext und Innovation näher erläutern. Wir stellen die neuen technologischen Merkmale des blockchainbasierten Registers vor und erklären, warum der Gesetzgeber Teil des technologischen Innovationsprozesses ist und wie dies mit der Beständigkeit der Finanzinfrastruktur zusammenhängt.

²⁸ Brunton, *Digital cash: The unknown history of the anarchists, utopians, and technologists who built cryptocurrency*, 2019; *Filippil Wright* (Fn. 6).

IV. Die Regulierung von elektronischen Wertpapieren in Deutschland

Wir haben vier Merkmale der Technologie markiert, die das deutsche Blockchain-Gesetz durch den Rechtstext hervorgebracht hat und die hier als Anschauungsmaterial dienen: die zentrale Instanz der Kryptowertpapierregisterführer:in, die Kryptowertpapierverwahrer:in, das Korrektiv der Bücher und die Kryptografie für die Blockchain. Wir werden analysieren, wie die ursprüngliche Technologie – Bitcoin – durch die Finanzregulierung (einschließlich des eWpG, aber auch anderer rechtlicher Verordnungen) transformiert wurde und wie der Rechtstext neuartige technologische Merkmale geschaffen hat.

1. Registerführer:in für kryptografische Wertpapiere

In einem Buchhaltungssystem ist entscheidend, wer die Autorität über die in den Büchern eingetragenen Daten hat. Welche Akteure können Daten einpflegen, und wer ist für die Daten in den Büchern verantwortlich? Ein Akteur, der die alleinige Verfügungsgewalt über die Bücher – einen Teil der Finanzinfrastruktur – hat, zentralisiert den entscheidenden Aspekt der Buchhaltung. Um dies näher zu beleuchten, werden wir uns in diesem Abschnitt auf zwei Fragen konzentrieren: 1. Wer kann Registerführer:in eines Kryptowertpapierregisters werden? 2. welche Art von Daten müssen von den Teilnehmer:innen des Netzwerks offengelegt und von den Finanzdienstleister:innen gespeichert werden?

Der erste und wichtigste Aspekt des eWpG ist die Frage, wer die kryptografisch emittierten Wertpapiere in das Register einträgt. Nach dem neuen Gesetz müssen die Register, in denen die kryptografischen Wertpapiere eingetragen werden, von einer offiziellen Registrierstelle geführt werden. Die Emittent:in hat die Registerführung zu benennen. Wenn die Emittent:in eines neu geschaffenen Wertpapiers dies unterlässt, wird sie selbst zur Registerführer:in. Somit kann die Emittent:in die von ihr ausgegebenen Wertpapiere auch selbst in einem Kryptowertpapierregister hinterlegen und dieses führen, statt diese Aufgabe an eine externe Dienstleister:in zu übertragen. Die Emittent:in (und dann auch Registerführer:in) ist verpflichtet, den rechtlichen Anforderungen an die Registerführung nachzukommen. In der Gesetzgebung heißt es entsprechend:

„Registerführende Stelle ist, wer vom Emittenten gegenüber dem Inhaber als solche benannt wird. Unterbleibt eine solche Benennung, gilt der Emittent als registerführende Stelle.“ (§ 16 Abs. 2 eWpG)

Die Registerführer:in muss stets eine juristische Person sein.²⁹ Die Aufgabe der Registerstelle besteht darin, für die korrekte Niederschrift der Daten im Haupt-

²⁹ Einige Kommentator:innen des Gesetzes sind zu eben dieser Einschätzung gekommen (Joachimsthaler, 2021). Eine bestimmte Kombination von Smart Contracts, beispielsweise in einer DAO, kann jedoch potenziell als juristische Person betrachtet werden.

buch und bei jeder Transaktion für die Aktualisierung der Einträge zu sorgen. Üblicherweise wird Buchführung im Finanzsektor entweder von Banken oder von Finanzdienstleister:innen durchgeführt. Der Gesetzgeber hat allerdings Anforderungen an die Zulassung von Akteuren als offizielle Banken oder Finanzdienstleister:innen geknüpft, die nun auch für die Kryptowertpapierregisterführung:innen gelten sollen. Um die Registerführung ebenfalls als Finanzdienstleistung zu verrechtlichen, wurde das Kreditwesengesetz (KWG) neu verfasst. Nach § 1 Abs. 1a Nr. 8 KWG ist die Registerführung von kryptografischen Wertpapieren eine Finanzdienstleistung. Die Aufsichtsbehörden verlangen, dass künftige Registerführung:innen eine dafür eingeführte Lizenz beantragen, die ein Anfangskapital von 150.000 Euro voraussetzt (§ 33 Abs. 1 Nr. 1b KWG). Da die Registerführung als Finanzdienstleistung eingestuft wird, unterliegt sie dem deutschen Gesetz zur Bekämpfung der Geldwäsche (GwG).

Das führt uns zu unserem zweiten wichtigen Aspekt: Daten. Das GwG setzt um, was in der Richtlinie der Europäischen Union zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung³⁰ empfohlen wird. Darunter fällt die sogenannte Know-Your-Customer-Anforderung, also die Identifizierung derjenigen, mit denen Geschäftsbeziehungen eingegangen werden. Die ursprüngliche Richtlinie aus dem Jahr 2015³¹ verdeutlicht gleich zu Beginn in Artikel 1 und 2 die potenzielle Bedrohung, die die Aufsichtsbehörden im Falle eines Nichteinhaltens sehen:

„Ströme von illegalem Geld können die Integrität, Stabilität und das Ansehen des Finanzsektors schädigen und eine Bedrohung für den Binnenmarkt der Union sowie die internationale Entwicklung darstellen. [...]“

(2) „Die Solidität, Integrität und Stabilität der Kreditinstitute und Finanzinstitute sowie das Vertrauen in das Finanzsystem insgesamt könnten schweren Schaden nehmen, wenn Straftäter und ihre Mittelsmänner versuchen, die Herkunft von Erträgen aus Straftaten zu verschleiern oder Geld aus rechtmäßigen oder unrechtmäßigen Quellen terroristischen Zwecken zuzuführen.“

Dies wirkt sich darauf aus, welche Art von Daten von Banken und Finanzdienstleister:innen erfasst werden muss. Auch das neue eWpG richtet sich nach diesen Richtlinien. Nach § 17 Abs. 1 eWpG hat die Registerstelle die folgenden Informationen über Emittent:innen, Inhaber:innen usw. zu erheben:

(1) „Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass das Kryptowertpapierregister folgende Angaben über das eingetragene Kryptowertpapier enthält:

1. den wesentlichen Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Kennnummer und der Kennzeichnung als Wertpapier,
2. das Emissionsvolumen,
3. den Nennbetrag,

³⁰ Richtlinie EU 2018/843.

³¹ EU 2015/849.

4. den Emittenten,
5. eine Kennzeichnung, ob es sich um eine Einzel- oder eine Sammeleintragung handelt,
6. den Inhaber“

Des Weiteren dokumentiert das Register die tatsächlichen Einträge und Übertragungen, die in den Büchern stattfinden. Im Gesetz heißt es, dass das Kryptowertpapierregister auf einem System geführt werden muss, „in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert [...] werden“ (§ 16 Abs. 1).

Die Registerführer:in hat bestimmte Pflichten, die den Umgang mit den Daten betreffen. Aufgrund der Richtlinie zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung ist es aus rechtlicher Sicht notwendig (und aus regulatorischer Sicht auch wünschenswert), dass die Registrierstelle detaillierte Informationen (zumindest für einen bestimmten Zeitraum) erfasst. Sobald die Eintragung eines Wertpapiers in ein Register erfolgt, werden alle oben genannten Daten über die Akteure von der Registrierstelle verzeichnet.³²

In Anbetracht dieser beiden entscheidenden Aspekte – der Registerführer:in als zentraler Instanz und der gesammelten Daten – müssen wir uns fragen: Wie antizipiert die Gesetzgebung dies für ein blockchainbasierte Registerführung? Das Gesetz geht davon aus, dass eine zentrale Instanz die Verfügungsgewalt über das Kryptowertpapierregister haben muss, auch wenn die tatsächlichen Übertragungen im System dezentral validiert werden können. Im eWpG heißt es, dass Softwareentwickler:innen dezentralisierte Systeme entwickeln sollen, in denen „die Kontrollrechte zwischen den das jeweilige System betreibenden Einheiten nach einem im Vorhinein festgelegten Muster verteilt sind“ (§ 4 Abs. 11). Der Rechtstext besagt also, dass ein verteilter Ledger³³ verschiedene Instanzen benötigt, die das System ausführen (auch die Art und Weise, wie es betrieben wird, muss im Voraus festgelegt sein). Das bedeutet, dass die Kontrollrechte über die Ledger verteilt werden können. Dass verschiedene Instanzen Kontrollrechte ausüben, heißt allerdings nicht, dass es sich um eine klassische Blockchain wie bei Bitcoin handelt. Wie bereits erwähnt, muss die Registerführung jedes Mitglied des Netzes identifizieren. Wenn ein Token an eine Empfänger:in gesendet wird, müssen sich sowohl die Inhaber:in des Wertpapiers als auch die Empfänger:in ausweisen. Das kann auf unterschiedliche Weise erreicht werden. Es ist beispielsweise denkbar, dass Softwareingenieur:innen einen Identifikationsmechanismus entwickeln, während der eigentliche Konsensmechanismus weiterhin dezentral stattfindet (z.B. auf Ethereum). Außerdem könnte die Identifizierung eines Mitglieds des Netzwerks auch durch einen physischen Vertrag und eine persönliche Identifizierung erfolgen. Bei den eigentlichen Ledgern kann es sich um exklusive (permissioned³⁴) Systeme oder um offene (permissionless) Systeme handeln. Wie

³² Nichtsdestotrotz können die Teilnehmer:innen nur durch eine pseudonyme Adresse auf der Blockchain selbst repräsentiert werden.

³³ Ein Ledger ist ein Hauptbuch der blockchainbasierten Buchführung.

³⁴ Permissioned ledgers sind Bücher, bei denen nur die Personen Einsicht in Transaktionen haben, die auch involviert sind, während auf permissionless ledgers jeder die Transaktionen einsehen kann.

die technologischen Anforderungen im Detail umgesetzt werden, bleibt den Anbieter:innen von Kryptofinanzinfrastruktur bzw. ihren Softwareentwickler:innen überlassen.

Aus der Sicht der ursprünglichen Blockchain-Technologie ist die Vorstellung, in einem blockchainartigen Register eine zentrale Registerinstanz einzusetzen, jedoch ein Widerspruch in sich. Die Abschaffung solcher zentralen Entitäten war der wesentliche Impuls für die Entwicklung der Blockchain. Der ursprüngliche Gedanke war, ein Hauptbuch zu schaffen, bei dem niemand Verfügungsgewalt über die Daten hat, sondern durch den Konsens der Teilnehmer:innen die Daten verifiziert und aufgezeichnet werden. Um diese technologischen Mechanismen zu betreiben und die Richtigkeit der Daten zu überprüfen, müssen die Netzwerkmitglieder hohe Rechenkapazitäten bereitstellen. Es gibt keine Instanz, die das letzte Wort über das Hauptbuch hat oder selbst über bestimmte Einträge entscheiden kann. Dies berührt auch die Frage, was die Teilnehmer:innen in dem System offenlegen müssen. Ein Kernmerkmal der ursprünglichen Blockchain ist die pseudonyme Nutzung des Ledger-Systems ohne Offenlegung persönlicher Daten. Der Gesetzgeber lässt sich jedoch von dem Grundgedanken der KYC leiten, um die Integrität des Finanzsystems zu schützen. Dies führt dazu, dass Softwareentwickler:innen, die Blockchain-Systeme konform mit der neuen Gesetzgebung konzipieren, entsprechende Elemente in die Blockchain einbauen müssen.

Um unsere Ergebnisse noch einmal zusammenzufassen: Der Rechtstext sieht eine zentrale Instanz vor, die Daten sammelt. Diese zentrale Autorität, die sogenannte Kryptowertpapierregisterführer:in, benötigt 1. eine Lizenz, ist 2. eine Finanzdienstleister:in und identifiziert 3. die Akteure, von denen sie das Wertpapier registriert und Transaktionen aufzeichnet. Die Voraussetzungen dafür, Dienstleistungsanbieter:in zu werden, und die technologische Ausgestaltung der Technologie sind Ausdruck der Interessen des Gesetzgebers. Dieser will kontrollieren, wer die Infrastruktur für Finanzdienstleistungen bereitstellt und wer diese Dienstleistungen nutzt. Folglich will er die Übersicht und Kontrolle über neue Akteure haben, die neuartige Finanzinfrastrukturen anbieten (die künftig auch mit den bereits etablierten Finanzstrukturen verknüpft sind). Der Gesetzgeber will auch im Bilde sein über die neuen oder traditionellen Akteure, die diese Infrastruktur nutzen.

Daraus lassen sich zwei Überlegungen ableiten. Erstens fungieren Finanzdienstleister:innen als Gatekeeper: Die gesamte Infrastruktur (und auch die Daten) wird von den vorgesehenen Wertpapierregisterführer:innen kontrolliert. Die Gatekeeper identifizieren und autorisieren die Akteure. Wie wir bereits erläutert haben, kann dies entweder manuell mit Verträgen in der realen Welt erfolgen oder es können „Regeln“ für die Blockchain festgelegt werden, z.B. dass nur Adressen, die die KYC-Prüfung bestanden haben, zum Senden und Empfangen von Token berechtigt sind. Die Authentifizierung ermöglicht es den Gatekeepern, die Bedingungen festzulegen, unter denen Akteure die Infrastruktur nutzen, und was sie innerhalb dieses Ökosystems tun können. Zweitens hat eine zentrale Regis-

terführung die Verfügungsgewalt über die Einträge im Register und damit über die Wertpapiere. Im eWpG heißt es: „Ein Kryptowertpapier ist ein elektronisches Wertpapier, das in ein Kryptowertpapierregister eingetragen ist“ (§4 Abs. 3). Daher hat eine zentrale Instanz die Befugnis, die Eintragung eines Wertpapiers zu kontrollieren und zu prüfen, wer es ausgestellt hat und von woher es übertragen wurde. Die aufgezeichneten Daten können dem Gatekeeper Aufschluss über die Nutzung der Infrastruktur und die beteiligten Personen geben. Indem der Gesetzgeber einen Gatekeeper vorsieht, der gleichzeitig als zentrale Instanz fungiert, verschaffen sich die Regulierenden Übersicht. Alle angebotenen Produkte und die gesamte Infrastruktur mit all ihren Unterteilungen können verantwortlichen und demnach auch haftenden Personen zugeordnet werden. Bei jeder Transaktion und bei der Emission eines Wertpapiers gibt es eine juristische Person, die für die Handlung einsteht. Dies gilt für die Nutzer:in ebenso wie für die Anbieter:in. Wir werden die Kontrolle über die Akteure in den folgenden Abschnitten näher beleuchten, so kann beispielsweise die Infrastruktur auf diese Weise geschützt werden.

2. Kryptowertpapierverwahrer:in

Wir haben betrachtet, wie der Gesetzgeber für die von ihm konzipierte Blockchain eine zentrale Registerführung – und damit Akteure mit spezifischer Verfügungsgewalt – einsetzt. Ähnliche Verfügungsgewalt soll den sogenannten Kryptowertpapierverwahrer:innen eingeräumt werden. Die Rolle der Kryptowertpapierverwahrer:in besteht darin, die privaten Schlüssel (private keys) der Akteure im Netzwerk zu speichern, sofern die Akteure diese privaten Schlüssel nicht selbst speichern. Dies kann mit Hardware- oder Software-Wallets geschehen.³⁵ Die Definition und Rolle der Verwahrstelle ist im neuen deutschen Kreditwesengesetz § 1a Abs. 6 festgelegt:

„Die Verwahrung, die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten³⁶ oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte für andere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, sowie die Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere für andere nach § 4 Absatz 3 des Gesetzes

³⁵ Eine Wallet könnte als ein digitaler Safe umschrieben werden. Üblicherweise wird zwischen Software- und Hardware-Wallets unterschieden. Software-Wallets werden auf mobilen Geräten, PCs oder Cloud-/Server-Strukturen installiert und verwalten dort die Schlüssel. Bei Hardware-Wallets werden die Schlüssel in spezieller Hardware gespeichert, in der Regel nicht in einfachen USB-Sticks, sondern in Hardware-Secure-Modulen oder ähnlichem. Diese Geräte speichern und verwenden die Schlüssel so, dass sie nicht einfach ausgelesen werden können.

³⁶ Der deutsche Gesetzgeber hat beschlossen, zwischen Kryptovermögenswerten und Kryptowertpapieren zu unterscheiden. Der Begriff des Kryptovermögenswerts ist ein Oberbegriff für digital dargestellte Werte (§ 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 KWG). Wir werden uns jedoch hauptsächlich auf das deutsche Blockchain-Gesetz und den Begriff „elektronisches Wertpapier“ konzentrieren.

über elektronische Wertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen (Kryptoverwahrgeschäft).“

Wie die Registerführer:in von Kryptowertpapieren müssen auch Verwahrer:innen eine Lizenz beantragen, da sie als Finanzdienstleister:in gelten. Im Gegensatz zur Registerführung, die die Wertpapiere und deren Bewegung dokumentiert, speichert die Verwahrer:in erstmal nur den privaten Schlüssel. Der private Schlüssel ist notwendig, um den eigentlichen Token zu bewegen.³⁷ Das Kryptoverwahrgeschäft wurde als direkte Reaktion auf die vierte Änderung der europäischen Geldwäscherichtlinie vom Dezember 2019 eingeführt. In dieser Änderung aus dem Jahr 2018 wird das Problem des Austauschs zwischen virtuellen Währungen und staatlichen Fiat-Währungen sehr explizit als eine Bedrohung formuliert, die hauptsächlich terroristischen Gruppen zugeschrieben wird:

„Artikel 8, Richtlinie (EU) 2018/843: Dienstleistungsanbieter, die den Tausch zwischen virtuellen Währungen und Fiatgeld (d.h. Münzen und Geldscheine, die zu gesetzlichen Zahlungsmitteln erklärt wurden, und elektronisches Geld eines Landes, die bzw. das im ausgebenden Land als Tauschmittel akzeptiert werden bzw. wird) ausführen, sowie Anbieter von elektronischen Geldbörsen werden nicht durch die Union verpflichtet, verdächtige Aktivitäten zu melden. Daher könnten terroristische Gruppen Gelder in das Finanzsystem der Union oder zwischen Netzen virtueller Währungen transferieren, indem sie die Transfers entweder verbergen oder sich die Anonymität, die diese Plattformen ermöglichen, zunutze machen. Es ist daher von wesentlicher Bedeutung, den sachlichen Anwendungsbereich der Richtlinie (EU) 2015/849 auf Dienstleistungsanbieter, die den Umtausch von virtuellen Währungen in Fiatgeld ausführen, sowie auf Anbieter von elektronischen Geldbörsen auszuweiten. Zur Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung sollten die zuständigen Behörden in der Lage sein, die Verwendung virtueller Währungen mittels Verpflichteter zu überwachen“

§47 Absatz 1 wurde daher geändert und lautet wie folgt:

„Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass Dienstleistungsanbieter, bei denen virtuelle in Fiatgeld und umgekehrt getauscht werden können, und Anbieter von elektronischen Geldbörsen eingetragen werden müssen und dass Wechselstuben, Scheckeinlösestellen und Dienstleister für Trusts und Gesellschaften zugelassen oder eingetragen [...] sein müssen.“

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reagierte darauf, indem sie in einer Stellungnahme hervorhob, es sei notwendig, den Umtausch von gesetzlichen Zahlungsmitteln in sogenannte Kryptowährungen und zurück sowie in andere Kryptowerte zu regeln³⁸. Gemäß diesen Maßnahmen zur Bekämpfung der Geldwäsche muss die Verwahrstelle auch angeben, für wen sie den privaten Schlüssel aufbewahrt.

Im Juni 2022 wurde eine Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) veröffentlicht, die eine Ergänzung zum deutschen E-Wertpapiergesetz darstellt.

³⁷ Technologisch ist es möglich, dass dies Systeme ohne Token operieren. Wir gehen jedoch davon aus, dass viele blockchainbasierte Systeme mit Token funktionieren werden.

³⁸ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2020.

Bei Kryptofondsanteilen – und nur bei diesen – ist die Kryptoverwahrstelle nicht nur Verwahrer:in der Schlüssel, sondern auch für die Führung des Kryptofondsanteilregisters zuständig. Die KryptoFAV sieht jedoch vor, dass die Kryptoverwahrstelle die Aufgaben der Registerführer:in an eine externe Dienstleister:in übertragen kann.

Auch hier zeigt sich, dass der Gesetzgeber bereits eine bestimmte Form der Technologie und deren Funktionen antizipiert. Dies wurde auch von der Kryptoszene bemerkt, die die rechtlichen Implikationen und technologischen Details des Regulierungsprozesses diskutiert und kommentiert. Bei einer Online-Podiumsdiskussion haben deutsche Kommentator:innen erörtert, wer im Zusammenhang mit der KryptoFAV kryptografische Fondsanteile entwickeln wird und wie dies im Einzelnen geschehen soll. Ein Beobachter kommentiert: „Es wird spannend, zu sehen, wie die ersten Produkte im Markt strukturiert werden“³⁹. Die Verordnung schafft eine Technologie, die es in dieser Form noch nie gab und die technologisch (aber auch physisch) erst noch erfunden und eingesetzt werden muss. Wie wir beim Kryptowertpapierregister gesehen haben, wird es daher nun notwendig sein, Wallets für die Kryptoverwahrung zu entwickeln, die wiederum Anwendungen zur Überprüfung und Speicherung der Identität enthalten. Das eWpG und die KryptoFAV erlauben bestimmte technologische Charakteristika; diese müssen von den Softwareentwickler:innen entsprechend entwickelt werden. Die Technologie wird zu etwas, das nur noch „strukturiert“, zusammengebaut oder im Hinblick auf das, was der Gesetzgeber bereits konzipiert hat, passend entwickelt werden muss.

In der ursprünglichen Blockchain speichern die Mitglieder ihre privaten Schlüssel in ihrer eigenen Wallet, auf USB-Sticks oder ähnlichen Speichermedien. Es gibt auch externe Dienstleister:innen wie Krypto-Börsenplattformen, die diese Dienste anbieten. Die Plattform, auf der man seine Token bewegt, ist also auch der Ort, an dem der private Schlüssel gespeichert ist. Die meisten dieser Wallet-Verwahrstellen sind jedoch so konzipiert, dass die Nutzer:innen die Dienste pseudonym nutzen können. Diese Dienste wurden bis jetzt auch nicht als Finanzdienstleistungen betrachtet. Die entsprechenden Plattformen oder Anbieter würden gemäß dem eWpG nicht offiziell als Verwahrer eingestuft werden. In einem traditionellen Peer-to-Peer-System gäbe es allerdings weder die Position einer Kryptoregisterführung noch die einer Verwahrer:in, und es wären auch keine persönlichen Daten zum Nachweis der eigenen Identität erforderlich. Die einzelnen Akteure würden – in ihrer Position und mit ihren Verfügungsgewalten – gar nicht existieren. Es wäre zum Beispiel denkbar, dass eine Person in einem Proof-of-Work-System Miner ist, gleichzeitig das Blockchain-System nutzt, um Geld an eine andere Person zu überweisen, und den USB-Stick mit dem privaten Schlüssel bei sich zu Hause aufbewahrt.

³⁹ Sandner, in: Sadner/Blassl/Seiter, Irgendwas mit Krypto, 2022, Kryptofondsanteile, Minute 13:55.

Der Rechtstext schafft eine künstliche Grenze zwischen den Akteuren, die das System nutzen, denjenigen, die bestimmte Dienste anbieten, und denjenigen, die die eigentliche Blockchain betreiben. Das ist notwendig, um diese funktional definierten Akteure und die zentrale Verfügungsgewalt zu schaffen. Solche Grenzen und die Verfügungsgewalt zentraler Instanzen helfen den Regulierungsbehörden, die Teilbereiche der Infrastruktur zu überwachen und zu kontrollieren, statt eine diffuse Gruppe von Personen vor sich zu haben, die diese Infrastruktur gleichzeitig betreiben und nutzen. Grenzen und funktional definierte Akteure ermöglichen es den Regulierungsbehörden, bestimmte Akteure, die die Anforderungen nicht erfüllen, zu entfernen, ohne das gesamte System zu verbieten oder abzuschalten.

3. Korrektiv für das Kryptowertpapierregister

In einem Buchhaltungssystem kann nur die zentrale Instanz, eine vertrauenswürdige Entität, Einträge nachträglich ändern. Der Gesetzgeber wünscht, dass die Kryptowertpapierregister auf Anforderungen von außerhalb der Blockchain reagieren können. Das eWpG sieht daher vor, dass Kryptowertpapierregister in bestimmter Weise veränderbar sein müssen. In einer offiziellen Begründung des eWpG wird unter anderem § 15 Absatz 1 erklärt. Hier heißt es, dass Kryptowertpapierregisterführer:innen Einträge ändern können müssen⁴⁰. Aus Seite 10 wird ausgeführt:

„[...] wird die registerführende Stelle in Absatz 1 dazu verpflichtet, das Register technisch so zu gestalten, dass sie eine Rückgängigmachung von Änderungen des Registerinhalts unter den in § 18 Absatz 5 eWpG genannten Voraussetzungen vornehmen kann.“

Die Registerführer:in kann Einträge ändern, wenn sie von der Inhaber:in des Wertpapiers oder von Personen, die durch Gesetz oder ein Gericht usw. benannt sind, dazu angewiesen wird. Diese Bestimmung lautet im eWpG § 18 wie folgt:

(1) „Die registerführende Stelle darf Änderungen der Angaben nach § 17 Absatz 1 und 2 sowie die Löschung des Kryptowertpapiers und seiner niedergelegten Emissionsbedingungen nur vornehmen auf Grund einer Weisung

1. des Inhabers, es sei denn, der registerführenden Stelle ist bekannt, dass dieser nicht berechtigt ist, oder

2. einer Person oder Stelle, die hierzu berechtigt ist

a) durch Gesetz,

b) auf Grund eines Gesetzes,

c) durch Rechtsgeschäft,

d) durch gerichtliche Entscheidung oder

⁴⁰ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2022-10-28-eWpRV/3-Referentenentwurf-zweite-Konsultation-Begruendung.pdf?__blob=publicationFile&v=3, zuletzt abgerufen am 26.07.2023.

e) durch vollstreckbaren Verwaltungsakt.“

In der Begründung heißt es auch, dass ein veränderbares Register umgesetzt werden muss, nicht aber eine Entfernung oder Löschung von Eintragungen. Es muss die Möglichkeit bestehen, Eintragungen nachvollziehbar zu verändern. Das Bundesfinanzministerium schreibt in seiner ergänzenden Stellungnahme:

„[...] dass der Begriff der Rückgängigmachung nicht im Sinne einer vollständigen und unwiederbringlichen Unkenntlichmachung eines bestimmten Registerinhalts missverstanden wird. Die Rückgängigmachung muss ihrerseits vollständig nachvollziehbar sein. Eine „Überschreibung“ von Registerinhalten ist nicht zulässig. Die Rückgängigmachung hat durch eine Art Korrekturbuchung im Register zu erfolgen, bei der sämtliche Änderungen – einschließlich des korrigierten Registerinhalts – dokumentiert bleiben.“

Das Ministerium versichert, dass die Änderung des Hauptbuchs der Rechtssicherheit diene. Dies decke sich „mit allgemeinen Grundsätzen, wie sie beispielsweise für die Führung von Handelsbüchern gelten“⁴¹.

Um dem Rechtstext gerecht werden zu können, könnte die Korrektur des Ledgers durch eine bestimmte Gestaltung des Smart Contracts umgesetzt werden. Ein Smart Contract ist ein Computerprogramm, das Vereinbarungen zwischen den Mitgliedern des Netzwerks automatisch ausführt, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Ein Korrektiv im System könnte so installiert werden, dass gemäß dem Smart Contract bestimmte Aktionen durch die Registerführer:in ausgeführt werden können, nicht aber durch die übrigen Akteure im Netzwerk. Eine technologische Möglichkeit hierbei wäre, dass die Registerführung besondere Verfügungsrechte im System hat. Ironischerweise trat dies als Fehler in einer bereits existierenden Blockchain 2023 auf⁴². Die Registerführer:in könnte einen „Generalschlüssel“ verwenden. Die Registerführer:in könnte dadurch Token ohne den privaten Schlüssel und sogar ohne die Zustimmung des aktuellen Besitzers verschieben. Die Registerführer:in könnte durch den Einsatz ihrer Generalschlüssels und ihres eigenen privaten Schlüssels Token auf die Wallet z.B. einer Gerichtsvollzieher:in übertragen.

Kontrastieren wird dies mit der ursprünglichen Blockchain-Technologie. Diese zeichnet in der Regel Transaktionen von Token auf, die von einem Mitglied des Netzwerks zu einem anderen übertragen werden, indem neue Blöcke zu den bestehenden hinzugefügt werden. Die privaten Schlüssel der Sender:in und Empfänger:in müssen zueinander passen. Nur dann wird ein neuer Block erstellt. Die Ketten der Blockchain sind verschlüsselte Nachrichten, jeder neue Block enthält Teile des zuletzt hinzugefügten Blocks. Würden an einem Block Änderungen

⁴¹ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2022-10-28-eWpRV/3-Referentenentwurf-zweite-Konsultation-Begrueundung.pdf?__blob=publicationFile&v=3, zuletzt abgerufen am 26.07.2023.

⁴² <https://cointelegraph.com/news/jump-crypto-oasis-app-counter-exploits-wormhole-hacker-for-225m>, zuletzt abgerufen am 17.07.2023.

vorgenommen, müssten alle miteinander verzahnten Blöcke verändert werden. Aus diesem Grund wird die Blockchain als (beinahe) unveränderlich bezeichnet. Im Gegensatz zur gewöhnlichen Buchführung sind die Einträge nicht im herkömmlichen Sinne umzutragen: Im Falle von Umtragungen müssten diese an die bestehenden Dateneinträge angehängt werden, anstatt dass die Dateneinträge überschrieben, gelöscht oder in einen früheren Zustand zurückversetzt würden.

Die deutsche Verordnung sieht jedoch ebenfalls nicht vor, dass die „Korrekturen“ Einträge löschen oder dass Blockchain-Sequenzen aufgrund von externen Anforderungen geändert werden. Der eigentliche Unterschied zur ursprünglichen Blockchain besteht darin, dass die Registerführung mit ihrem Generalschlüssel jeden Token übertragen darf. Die Idee ist, dass diejenigen, die Transaktionen validieren, die Transaktionen der Registerführung stets als legitim einstufen. Dies ist auch dann der Fall, wenn diese ihren Generalschlüssel verwendet, um die Token anderer Mitglieder zu verschieben. Die Validierenden sehen dies als gültige Transaktion an und fügen den neuen Block der Blockchain hinzu. Daher wird das Hauptbuch tatsächlich nicht im Nachhinein verändert, doch die Registerführung hat eine einzigartige Autorität über die Token und die Transaktionen.

Hierdurch werden zwei Aspekte sichtbar. Erstens hat der Rechtstext ein neues technologisches Charakteristikum geschaffen, das es vorher nicht gab: die Idee eines Korrektivs, das außerhalb des Blockchain-Systems operiert. Das Hauptbuch kann nicht in dem Sinne verändert werden, dass etwas überschrieben oder eine Kette geändert werden muss. Dennoch können Forderungen von außerhalb – etwa von einem Gericht – über die rechtmäßige Bewegung von Token entscheiden. Zweitens schafft das Gesetz eine zentrale Instanz mit einmaligen Verfügungsrechten. Wir sehen abermals, dass die Registerführer:in eine zentrale Stellung einnimmt. Die Registerführung sammelt nicht nur Daten, sie hat auch die Befugnis, über die „Kontostände“ der Mitglieder zu verfügen.

Der Rechtstext thematisiert die Notwendigkeit eines Korrektivs, erwähnt aber nicht ausdrücklich den Generalschlüssel. Die Softwareentwickler:innen, die das Gesetz in die neuartigen Blockchains implementieren, haben jedoch nur eine begrenzte Anzahl von technologischen Möglichkeiten, die gesetzlichen Anforderungen zu erfüllen. Die Programmierbarkeit des Smart Contracts ist die einfachste (und eine der wenigen) Möglichkeiten, ein notwendiges Korrektiv umzusetzen. Alternativen zum Generalschlüssel wären allerdings abermals besondere Rechte der Registerführer:in auf der Protokollebene oder im Konsensmechanismus.

Was wir hier sehen, ist nicht nur, dass der Gesetzgeber bestimmte Aspekte einer Technologie genehmigt oder verbietet. Der Gesetzgeber formuliert technologische Anforderungen, die von den Finanzdienstleister:innen in einer neuartigen Technologie verbunden werden müssen. Aufgrund der gesetzlichen Vorgaben sind bestimmte Kernmerkmale einer traditionellen Blockchain inakzeptabel. Akteure, die weiterhin als Kryptodienstleister:innen tätig sein wollen, müssen sich bei der künftigen Entwicklung neuer Technologien genau an die rechtlichen Vorgaben halten. Man könnte argumentieren, dass der Gesetzgeber auf

diesem Weg bei der Ausarbeitung des Gesetzes eine bestimmte Art von Technologie erdacht und dadurch in diesem Moment hervorgebracht hat. Er schafft eine Voraussetzung, die von neuen Dienstleister:innen technologisch erfüllt werden muss, die in die Bereitstellung von Infrastruktur einsteigen wollen. Die Regulierung bestimmt die Grundlagen, auf deren Basis die Technologie zu entwickeln ist. Alternativ müssen bereits existierende Technologien angepasst werden, so dass sie den regulatorischen Maßgaben entsprechen. Die Regulierung setzt der Innovation einen neuen Rahmen: Sie entscheidet, welche Aspekte in den Rahmen der Legalität fallen, zieht die Grenzen und legt fest, wer die Prozesse und Produkte handhaben darf.

Im Prozess der Regulierung von elektronischen Wertpapieren erklärt sich der Gesetzgeber als „technologisch neutral“ und versichert, dass er sich nicht in die „Innovationsfreiheit“ des privaten Sektors einmische⁴³. Als staatliche Instanz sieht er sich nicht als Akteur der Technologiebranche oder als Befürworter spezifischer Innovationen, sondern ausschließlich als neutraler Unterstützer von Marktmechanismen. Die behauptete Neutralität steht allerdings offensichtlich im Widerspruch zur gleichzeitigen Schaffung einer neuartigen Blockchain-Technologie innerhalb der Finanzinfrastruktur.

4. Kryptografische Anforderungen

Unser abschließendes Kapitel soll unser Argument, dass Recht Technologie hervorbringt und eine proaktive Kraft ist, abermals anhand der Kryptografie verdeutlichen. Das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) veröffentlicht Empfehlungen zu den Sicherheitsstandards von IT-Systemen. Die Finanzdienstleister:innen, die Kryptowertpapierregister anbieten, müssen sich an den vom BSI veröffentlichten technologischen Leitlinien orientieren. Diese Richtlinien enthalten technologische Details wie symmetrische und asymmetrische Kryptografie, Schlüssellängen für Verfahren mit elliptischen Kurven, Secure-Socket-Layer-(SSL-) und Transport-Layer-Security-(TLS)-Protokolle, Cipher Suites, Diffie-Hellman-Gruppen, Signaturverfahren, Handshake-Modi, Internet Protocol Security, Internet Key Exchange und ähnliches. Kryptografie ermöglicht es, Daten zu sichern und zu übertragen. Da das BSI von weiteren Fortschritten der IT-Entwicklung ausgeht, rät es Entwickler:innen, ihre Systeme so anzulegen, dass sie auf den Einsatz von Quantencomputing vorbereitet sind. Durch Quantencomputer werden Algorithmen berechenbar, die momentan noch nicht zur Verfügung stehen. Algorithmen von heute könnten in der Zukunft nicht mehr sicher und zuverlässig sein. Im Folgenden wollen wir veranschaulichen, wie detailliert die Bundesagenturen bestimmte technologische Vorgaben formulieren

⁴³ https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2022-10-28-eWpRV/3-Referentenentwurf-zweite-Konsultation-Begruendung.pdf?__blob=publicationFile&v=3, zuletzt abgerufen am 26.07.2023.

und somit den Innovationsprozess mitgestalten. Wir werden drei Beispiele anführen, um unser Argument zu verdeutlichen: die Länge des kryptografischen Schlüssels, die Cipher Suites und die Schlüsselaustauschverfahren.

Das BSI befasst sich unter anderem damit, wie lang ein kryptografischer Schlüssel sein muss, damit er als sicher eingestuft werden kann. Die Länge des Schlüssels beschreibt eine logarithmische Maßeinheit für die Anzahl der möglichen Schlüssel des Verfahrens. Die Länge eines Schlüssels ist eines der Kriterien, die einen kryptografischen Mechanismus sicher und verlässlich machen. Ein Angriff auf die Kryptografie könnte darin bestehen, dass eine Angreifer:in alle möglichen Passwörter ausprobiert, um das richtige zu erraten (Brute-Force-Attacke). Die Länge des kryptografischen Schlüssels gibt an, wie viele Eingaben die Angreifer:in potenziell ausprobieren müsste, um den richtigen Schlüssel zu finden. Das BSI definiert im Jahr 2022, dass die Länge eines kryptografischen Schlüssels von 100 Bit noch als sicher eingestuft werden kann. Allerdings muss im Jahr 2023 der Schlüssel verlängert werden. Dazu heißt es:

„Das Sicherheitsniveau für alle kryptographischen Verfahren in dieser technischen Richtlinie basiert auf dem in Abschnitt 1.1 in [TR-02102–1] spezifizierten Sicherheitsniveau. Sie beträgt derzeit 100 Bit. Anmerkung: Ab dem Jahr 2023 wird ein Sicherheitsniveau von 120 Bit angestrebt. Als Übergangsregelung wird jedoch die Verwendung von RSA-basierten Signatur- und Verschlüsselungsverfahren mit einer Schlüssellänge von 2000 Bit oder mehr für das gesamte Jahr 2023 weiterhin mit dieser Richtlinie konform sein.“⁴⁴

Darüber hinaus gibt das BSI Empfehlungen zu den Cipher Suites. Cipher Suites definieren die TLS-Protokolle für die Kommunikation zwischen einem Server und dem Client, damit diese sicher Daten austauschen können. Das BSI stellt die von ihm empfohlenen Varianten von Cipher Suites in Tabelle 1 dar.

⁴⁴ https://www.bsi.bund.de/SharedDocs/Downloads/DE/BSI/Publikationen/Technische_Richtlinien/TR02102/BSI-TR-02102-2.pdf?__blob=publicationFile&v=4, zuletzt abgerufen am 22.11.2022.

<i>Cipher-Suite</i>	<i>IANA-Nr.</i>	<i>Referenziert in</i>
TLS_ECDHE_ECDSA_WITH_AES_128_CBC_SHA256	0xC0,0x23	[RFC5289]
TLS_ECDHE_ECDSA_WITH_AES_256_CBC_SHA384	0xC0,0x24	[RFC5289]
TLS_ECDHE_ECDSA_WITH_AES_128_GCM_SHA256	0xC0,0x2B	[RFC5289]
TLS_ECDHE_ECDSA_WITH_AES_256_GCM_SHA384	0xC0,0x2C	[RFC5289]
TLS_ECDHE_ECDSA_WITH_AES_128_CCM	0xC0,0xAC	[RFC7251]
TLS_ECDHE_ECDSA_WITH_AES_256_CCM	0xC0,0xAD	[RFC7251]
TLS_ECDHE_RSA_WITH_AES_128_CBC_SHA256	0xC0,0x27	[RFC5289]
TLS_ECDHE_RSA_WITH_AES_256_CBC_SHA384	0xC0,0x28	[RFC5289]
TLS_ECDHE_RSA_WITH_AES_128_GCM_SHA256	0xC0,0x2F	[RFC5289]
TLS_ECDHE_RSA_WITH_AES_256_GCM_SHA384	0xC0,0x30	[RFC5289]
TLS_DHE_DSS_WITH_AES_128_CBC_SHA256	0x00,0x40	[RFC5246]
TLS_DHE_DSS_WITH_AES_256_CBC_SHA256	0x00,0x6A	[RFC5246]
TLS_DHE_DSS_WITH_AES_128_GCM_SHA256	0x00,0xA2	[RFC5288]
TLS_DHE_DSS_WITH_AES_256_GCM_SHA384	0x00,0xA3	[RFC5288]

Tabelle 1: Cipher Suites dargestellt vom BSI (Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik, 2022, S. 8) – Verwendung jeweils bis 2028

Cipher Suites definieren vier Elemente: das Schlüsselaustauschprotokoll, das Authentifizierungsprotokoll, das Verschlüsselungsprotokoll und den Hashing-Algorithmus. In der ersten Spalte der Tabelle ist die dargestellte Cipher Suite ein Transport Layer Protocol Security mit ECDHE als Schlüsselaustauschprotokoll, ECDSA als Authentifizierungsprotokoll, AES_128_CBD als Verschlüsselungsprotokoll und dem Hashing-Algorithmus SHA256. Die Abkürzungen verraten, welche Technologie dahintersteckt. Das Schlüsselaustauschprotokoll beispielsweise besagt, dass beide Parteien – der Server und der Client – über ein öffentliches Schlüsselpaar mit elliptischer Kurve (EC) verfügen und ein gemeinsames Geheimnis über einen unsicheren Kanal aufbauen wollen. Es handelt sich um eine Variante des Diffie-Hellman-(DH)-Protokolls, das die Elliptische-Kurven-Kryptografie verwendet.

Das BSI listet die zu diesem Zeitpunkt sichersten Cipher Suites auf und schlägt diese den Entwickler:innen von neuartiger Infrastruktur vor. Die einzelnen Versionen von Cipher Suites werden von der Internet Assigned Numbers Authority (IANA) festgelegt.

Unser drittes und letztes Beispiel sind die Schlüsselaustauschverfahren. Das BSI veröffentlicht die von ihm empfohlenen Austauschverfahren. Es spezifiziert damit bereits zuvor veröffentlichte Empfehlungen zur Kryptografie. Tabelle 2 lässt sich entnehmen, welche Art von Algorithmus die Secure-Shell-Protokolle (SSH) für den Schlüsselaustausch verwenden müssen.

<i>Lfd. Nr.</i>	<i>Key Exchange Method</i>	<i>Spezifikation</i>	<i>Empfohlene Verwendung bis</i>
1	diffie-hellman-group-exchange-sha256	Abschnitt 4.2 in [RFC4419]	2028+
2	diffie-hellman-group14-sha256	Kapitel 3 in [RFC8268]	2022
3	diffie-hellman-group15-sha512	Kapitel 3 in [RFC8268]	2028+
4	diffie-hellman-group16-sha512	Kapitel 3 in [RFC8268]	2028+
5	rsa2048-sha256	Kapitel 4 und 6 in [RFC4432]	2023
6	ecdh-sha2-*	Abschnitt 6.3 in [RFC5656]	2028+

Tabelle 2: Diffie-Hellman-group exchange dargestellt vom BSI (Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik, 2022a, S. 9)

Ein SSH-Protokoll kann einen sicheren Kanal in einem unsicheren Netz aufbauen. SSH besteht aus drei Unterprotokollen: dem TLS, dem User Authentication Protocol und dem Connection Protocol. Als Teil des SSH-Verbindungsaufbaus wird ein Schlüsselaustausch durchgeführt, um gemeinsame Sitzungsschlüssel für die Authentifizierung und Verschlüsselung zu erzeugen und auszutauschen.

Die erste Spalte der Tabelle 2 zeigt, dass ein Diffie-Hellman-Gruppenaustausch eine Möglichkeit darstellt, den oben erwähnten sicheren Austausch zu erreichen und Berechnungsmethoden für hohe Zahlen zu verwenden. Um sicherzustellen, dass der Diffie-Hellman-Gruppenaustausch für die gewünschten Standards sicher genug ist, fügt das BSI zusätzliche Informationen hinzu, z.B. dass die Länge der verwendeten Primzahlen, die berechnet werden, mehr als 2000 Bit (3000 Bit ab 2023) beträgt. Die ersten Spalte nennt noch SHA256. Dies beschreibt eine standardisierte Version eines sicheren Hash-Algorithmus (SHA). Alle Empfehlungen in Tabelle 1 und Tabelle 2 sind bis 2028 oder auch länger gültig, je nach technologischer Entwicklung.

Diese Beispiele verdeutlichen, wie kleinteilig die Bundesbehörden die Technologie konzipieren. Höchste Priorität hat in Fragen der Kryptografie stets die Sicherheit des Systems. Es lässt sich weiterhin erkennen, dass Expert:innen für Technologien wie die Kryptografie an der Entwicklung dieser Vorgaben mitgearbeitet haben. Auf dieser Grundlage instruieren die Gesetzgeber die (zukünftigen) Finanzdienstleister:innen. Die neuen Akteure im Bereich der Kryptowertpapierregisterführung müssen ihre Softwareentwickler:innen anhalten, eine Technologie zu entwickeln, die den jeweiligen Anforderungen auf unterschiedlichen Ebenen der Blockchain gerecht wird.

V. Fazit

Wir haben gezeigt, wie Finanzregulierung technologische Innovationen hervorbringt. Unsere Beispiele belegen, dass Regulierung nicht nur bestimmte Finanzinnovationen begünstigt oder verhindert, sondern dass die rechtlichen Vorgaben des Gesetzgebers den Innovationsprozess bestimmen und auch zentrale technologische Merkmale der Technologie erschaffen. Da der Rechtstext somit Teil des Innovationsprozesses wird, ist die Technologie bereits auf die Ziele der Regulierung – Sicherheit und Langlebigkeit der Infrastruktur – ausgerichtet. Um genau diese Sicherheit und Langlebigkeit der Finanzinfrastruktur zu garantieren, befasst sich der Gesetzgeber überhaupt mit neuartigen Technologien wie Blockchain. Wir haben dies anhand des deutschen Blockchain-Gesetzes gezeigt. Die vier gewählten Beispiele verdeutlichen, wie der Rechtstext Finanztechnologie schafft: die Kryptowertpapierregisterführer:in, die Kryptowertpapierverwahrer:in, das Korrektiv der Buchführung und die detaillierten Vorgaben für die Kryptografie. Wir haben auch beschrieben, wie der Rechtstext funktional definierte Akteure hervorbringt. Diese fungieren als Gatekeeper, die kontrollieren, wer in den Markt eintritt. Diese Akteure haben auch die Verfügungsgewalt über die Einträge in die Bücher und potenziell sogar über die „Kontostände“ anderer Mitglieder (mithilfe des Generalschlüssels). Darüber hinaus klassifiziert der Rechtstext die Akteure und deren Aufgabenbeschreibungen innerhalb des Netzwerks.

Unser Verständnis des Zusammenspiels von Finanzregulierung und Technologie eröffnet zwei neue Perspektiven. Erstens sehen wir die Regulierung nicht nur als reaktiv, sondern als proaktiv und produktiv. Die Finanzregulierung wird zu einem entscheidenden Teil des Innovationsprozesses der Technologie. Zweitens haben wir Infrastruktur und infrastrukturelle Gesichtspunkte – vor allem der Sicherheit – als eine der relevanten Variablen identifiziert.

Wir möchten mit diesem Beitrag anregen, die Schnittstelle zwischen Finanzregulierung und technologischer Entwicklung weiter zu erforschen. In den kommenden Jahren wird es interessant sein, die künftige Regulierung von Blockchain (aber ebenso von Algorithmen, Künstlicher Intelligenz usw.) im Finanzsektor zu untersuchen. Weitere Staaten beabsichtigen, Technologien wie die Blockchain zu regulieren. Es wird sich zeigen, wie Gesetzgeber die Technologien ausgestalten. Staaten wie die USA, die über einen großen Kryptomarkt verfügen, werden voraussichtlich auch infrastrukturelle Gesichtspunkte in ihre Regulierung einbeziehen müssen und sich ebenfalls an der Innovationsgestaltung beteiligen.

Darüber hinaus haben wir im Feld beobachtet, dass die Gesetzgeber ihre technologischen Vorstellungen in die Bahnen des etablierten Finanzsystems lenken. Die neu geschaffene Technologie ahmt bereits etablierte Mechanismen nach und wird in die Dienstleistungen der bestehenden Finanzinstitute integriert. Dies ist für den Gesetzgeber und die Regulierungsbehörden von Vorteil, da sich die traditionelle und die neuartige Infrastruktur letztlich ähneln (obwohl die technologische Grundlage eine andere ist). Sie werden problemlos miteinander kor-

respondieren oder sogar zu einem System verschmelzen können. Es ist beispielsweise vorstellbar, dass sich Kryptowertpapiere und traditionelle Wertpapiere in derselben Infrastruktur bewegen. Die etablierten Unternehmen, die nun zusätzliche Kryptodienstleistungen anbieten werden, können dies in ihre bestehende Firmenkonzeppte integrieren. Dieses Zusammenspiel von Innovationen seitens der Gesetzgeber und Finanzinfrastruktur wird weiterer Untersuchungen bedürfen.

Anhang 1: Liste der Interviews

- (1) Geschäftsbank, 10. März 2018 (Telefoninterview)
- (2) Beratungsunternehmen, 19. April 2018 (Telefoninterview)
- (3) Deutsches Blockchain-Start-up, 19. April 2018 (Telefoninterview)
- (4) US-Tech-Journalist (Experte für Blockchain/DLT im Finanzsektor), 20. April 2018 (Telefoninterview)
- (5) Geschäftsbank, 27. April 2018 (Telefoninterview)
- (6) Geschäftsbank, 15. Mai 2018 (Telefoninterview)
- (7) Bundesministerium, 2. März 2020 (Berlin)
- (8) Rechtsanwalt (Experte für Blockchain und DLT-Technologie), 10. März 2020 (Frankfurt)
- (9) Rechtsanwalt (Experte für Blockchain- und DLT-Technologie), 5. Mai 2020 (via Zoom)
- (10) Blockchain-Start-up, 25. Mai 2020 (via Zoom)
- (11) Europäische NGO-Finanzaufsichtsbehörde, 24. Juni 2020 (via Zoom)
- (12) Deutsche Lobbyorganisation, 8. Juli 2020 (Berlin)
- (13) Clearing- und Settlement-Unternehmen, 21. Juli 2020 (via Zoom)
- (14) Settlement-Unternehmen, 9. September 2020 (via Zoom)
- (15) Clearing- und Settlement-Unternehmen, 1. Oktober 2020 (via Zoom)
- (16) Deutsche Lobbyorganisation (Start-ups), 8. Oktober 2020 (via Zoom)
- (17) Geschäftsbank, 14. Oktober 2020 (Frankfurt)
- (18) Europäische NGO, 6. November 2020 (via Zoom)
- (19) Rechtsanwalt, 30. November 2020 (via Zoom)
- (20) Zentralbank der Niederlande, 27. November 2020 (via Zoom)
- (21) Clearing- und Settlement-Unternehmen, 10. Dezember 2020 (via Zoom)
- (22) EZB, 17. Dezember 2020 (via Zoom)

- (23) Rechtsanwalt, 21. April 2021 (Telefoninterview)
- (24) Interessenverband, 23. April 2021 (via Zoom)
- (25) Europäischer Kommissar, 23. Mai 2022 (via Zoom)
- (26) Europäische NGO, 25. Mai 2022 (via Zoom)
- (27) Deutsche Bundesbehörde, 22. November 2022 (via Zoom)

Anhang 2: Liste der erwähnten Rechtstexte

- (1) eWpG (Gesetz über elektronische Wertpapiere)
- (2) KWG (Gesetz über das Kreditwesen)
- (3) GwG (Gesetz über das Aufspüren von Gewinnen aus schweren Straftaten)
- (4) Richtlinie EU 2018/843: zur Änderung der Richtlinie (EU) 2015/849 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche oder der Terrorismusfinanzierung und zur Änderung der Richtlinien 2009/138/EG und 2013/36/EU
- (5) Richtlinie EU 2015/849: zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche oder der Terrorismusfinanzierung, zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 2005/60/EG des Europäischen Parlaments und des Rates sowie der Richtlinie 2006/70/EG der Kommission
- (6) KryptoFAV (Verordnung über Kryptofondsanteile)
- (7) Begründung des eWpGs

Autorenverzeichnis

Brandl, Barbara, Dr. phil., Professorin, Institut für Soziologie mit dem Schwerpunkt Organisation und Wirtschaft, Goethe-Universität-Frankfurt.

Dieterich, Lilith, Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Institut für Soziologie (Professur Brandl), Goethe-Universität-Frankfurt.

Krolop, Kaspar, Dr. iur., Privatdozent, Lehrbeauftragter am Fachbereich Rechtswissenschaften der Humboldt-Universität zu Berlin, Referent für Bankenregulierung und Bankenrestrukturierung, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

Lübke, Julia, Dr. iur., o. Professorin für Bürgerliches Recht, Unternehmensrecht, Kartellrecht und Europäisches Privatrecht, EBS Universität für Wirtschaft und Recht, Wiesbaden.

Möslein, Florian, Dr. iur., Dipl.-Kfm., LL.M. (London), o. Professor für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht, Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRD*i*), Philipps-Universität Marburg.

Omlor, Sebastian, Dr. iur., LL.M. (NYU), LL.M. Eur., o. Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bankrecht sowie Rechtsvergleichung, Gründungsdirektor des Instituts für das Recht der Digitalisierung (IRD*i*), Philipps-Universität Marburg.

Patti, Francesco Paolo, PhD (Rom), LL.M. (Münster), Professor für Privatrecht, Università Commerciale Luigi Bocconi, Mailand.

Poelzig, Dörte, Dr. iur., M. Jur. (Oxon), o. Professorin für Bürgerliches Recht sowie Handels- und Gesellschaftsrecht, Universität Hamburg.

Reger, Gerald, Dr. iur., Partner, Kanzlei Noerr mbB Partnerschaftsgesellschaft, München.

Toncar, Florian, Dr. iur., Mitglied des Deutschen Bundestages, Parlamentarischer Staatssekretär, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

Westermeier, Carola, Dr. phil., Akademische Rätin am Institut für Soziologie, Justus-Liebig-Universität Giessen, derzeit ZEVEDI Young Investigator-Fellow am Institut für Soziologie, TU Darmstadt.

