

Newsletter

Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren

Im August veröffentlichte das Bundesministerium für Finanzen (BMF) einen Referentenentwurf für ein Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG-E). Der Gesetzesentwurf läutet eine Zeitenwende im deutschen Wertpapierrecht ein. Er bedeutet eine Abkehr von der traditionellen Verbriefung von Wertpapieren in Urkunden hin zu einer Digitalisierung des Wertpapiers in einem Datensatz.

1. Die Notwendigkeit eines neuen Gesetzes

In der Praxis wächst die Zahl von Unternehmensfinanzierungen, die mittels elektronisch auf Basis der Blockchain-Technologie begebener Wertpapiere durchgeführt werden. Das deutsche zivilrechtliche Wertpapierrecht verlangt für die Begebung eines Wertpapiers die Verkörperung der Rechte und Forderungen des Anlegers in einer Wertpapierurkunde. Die Übertragung des Eigentums an einem Wertpapier erfolgt durch die Übertragung des Eigentums an der Wertpapierurkunde auf den Erwerber. Die Rechte aus dem betreffenden Wertpapier gehen automatisch mit dem Erwerb des Eigentums an der Wertpapierurkunde auf den neuen Erwerber über (das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier).

Der aufsichtsrechtliche Wertpapierbegriff ist weiter als der zivilrechtliche Wertpapierbegriff. Jedenfalls stellen mit der BaFin und anderen Vertretern dieser Ansicht blockchainbasierte Anlageprodukte auch ohne eine begebene Wertpapierurkunde ein Wertpapier im Sinne des KWG und des WpHG dar. Deswegen wird bereits heute von der BaFin ein Wertpapierprospekt für blockchainbasierte Anlageprodukte verlangt.

Daher ist der Grund für das eWpG-E eine Verbesserung der zivilrechtlichen Verkehrsfähigkeit von solchen elektronischen Anlageformen, indem sie trotz des Fehlens einer Wertpapierurkunde zivilrechtlich als auf den Inhaber lautende Wertpapiere ausgestaltet werden können. Nach dem eWpG-E wird die obligatorische Wertpapierurkunde bei elektronischen Wertpapieren durch die Eintragung des Inhabers des Wertpapiers in ein elektronisches Wertpapierregister ersetzt.

2. Der Anwendungsbereich des eWpG-E

Das neue Gesetz regelt in einem ersten Schritt ausschließlich elektronische Inhaberschuldverschreibungen. Hierunter fallen auch eigenkapitalähnliche Investitionsformen wie Genussscheine und stille Beteiligungen. Nicht erfasst werden hingegen Gesellschaftsbeteiligungen (Aktien, GmbH-Anteile etc.), Investmentfondsanteile sowie Order- und Rektapapiere. Dazu müssten parallel Anpassungen im Gesellschaftsrecht und im Investmentrecht vorgenommen werden, weswegen die elektronische Aktie und der elektronische Investmentfondsanteil in einem späteren Gesetzesvorhaben eingeführt werden sollen.

Das eWpG-E differenziert zwischen elektronischen Wertpapieren und Krypto-Wertpapieren als eine Unterform des elektronischen Wertpapiers. Die Regelungen im eWpG-E gelten technologieneutral. Es erfolgt keine Bevorzugung blockchainbasierter Inhaberschuldverschreibungen, jede andere elektronische Dokumentationstechnologie wäre ebenso erfasst.

3. Die zentralen Bestimmungen im neuen eWpG-E

3.1 Übertragung von elektronischen Wertpapieren

Im Mittelpunkt des neuen Gesetzes steht die Regelung des § 2 Abs. 3 eWpG-E. Danach gelten elektronische Wertpapiere genauso wie in Urkunden verkörperte Wertpapiere als Sachen (sog. Fiktion). Das Konstrukt, nicht dingliche Rechte als Sache zu qualifizieren, wirkt systemfremd. Dennoch hat diese Fiktion zur Folge, dass auch das Eigentum an elektronischen Wertpapieren künftig nach den zivilrechtlichen Bestimmungen übereignet wird. Erforderlich ist, dass der Eigentümer die Sache dem Erwerber übergibt und beide darüber einig sind, dass das Eigentum übergehen soll. Anstelle der Übergabe einer physischen Urkunde wird bei elektronischen Wertpapieren der Besitz durch die Eintragung des Inhabers des Wertpapiers in einem elektronischen Wertpapierregister ersetzt.

Der Erwerb des elektronischen Wertpapiers wird mit der Austragung des alten und Eintragung des neuen Inhabers in dem elektronischen Wertpapierregister wirksam (sog. Umtragung). Ein solches technisches Verfahren ist den heutigen Blockchain-Modellen (Kombination von Public Keys und Private Keys) fremd, da die Transaktionen auf der Blockchain vermerkt werden, aber im technischen Sinne keine Austragungen vorgenommen werden. Außerdem sind die Programmierungen auf der Blockchain von außen nicht einsehbar. Mit dem elektronischen Wertpapierregister soll die Inhaberschaft an dem elektronischen Wertpapier jetzt transparent gemacht werden. Das hat seine Berechtigung, um wie bei Sachen einen Rechtsscheinträger für das Eigentum zu haben. Das Erfordernis geht aber eindeutig zu Lasten der Vorteile, die die Blockchain-Technologie bisher hatte.

Und das waren v.a. die geringen Verwaltungskosten.

3.2 Das zentrale Register über elektronische Wertpapiere und das Kryptowertpapierregister

Im eWpG-E gibt es das zentrale Register über elektronische Wertpapiere und das Kryptowertpapierregister. Die registerführende Stelle wird von dem Emittenten bestimmt.

3.2.1 Registerführende Stelle

Das zentrale Wertpapierregister muss von einem Zentralverwahrer nach der europäischen Verordnung für Zentralverwahrer geführt werden. Als registerführende Stelle kommt damit in Deutschland nur die Clearstream AG infrage.

Das dezentrale Kryptowertpapierregister wird entweder von der Emittentin des Wertpapiers oder einem Dritten geführt. Da die Kryptowertpapierregisterführung künftig eine erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung nach dem KWG darstellen wird und von der BaFin überwacht wird, werden viele Emittenten die Registerführung an entsprechend lizenzierte Dritte übertragen.

3.2.2 Eintragung im Register

Im Kryptowertpapierregister sind sowohl Einzeleintragungen auf den Namen des Berechtigten als auch Sammeleintragungen möglich.

Im zentralen Register sind hingegen ausschließlich Sammeleintragungen zulässig. Die Sammeleintragungen gelten dann als ein Sammelbestand (ähnlich einer Globalurkunde bei der verkörperten Wertpapierurkunde). Der Sammelbestand wird – ebenso wie bei der Globalurkunde nach dem Depotgesetz – auf den Namen der Wertpapiersammelbank oder im Falle des Kryptowertpapierregisters auch auf den Namen eines anderen Verwahrers eingetragen. Die

Sammelbestände werden von der Wertpapier-sammelbank treuhänderisch verwaltet, ohne dass diese selbst Berechtigte des Wertpapiers ist. Die berechtigten Anleger erhalten einen Miteigentumsanteil an dem Sammelbestand.

3.2.3 Publizitätsfunktion

Das Kryptowertpapierregister hat in Bezug auf die Einzeleintragungen Publizitätsfunktion. Dadurch wird ein gutgläubiger (einredefreier) Erwerb des Eigentums (oder eines Pfandrechts) an einem elektronischen Wertpapier ermöglicht. Neben der Inhaberschaft an dem Wertpapier gehören zu den Angaben, die im Kryptowertpapierregister stehen, der wesentliche Inhalt des Rechts (Höhe, Zins und Fälligkeit) einschließlich einer eindeutigen Wertpapierkennnummer, eine Kennzeichnung, ob es sich um eine Einzel- oder Sammeleintragung handelt, der Emittent, die Verfügungshindernisse, die Rechte Dritter und die Angaben zum Mischbestand (Wertpapiere in Einzeleintragung, Sammeleintrag und in Urkunden verbrieft Wertpapiere).

Die Publizitätsfunktion des Kryptowertpapierregisters bei Einzeleintragungen reicht weiter als die Informationen, die in dieses Register eingetragen werden. Zugunsten eines gutgläubigen Erwerbers gilt nicht nur der Inhalt des Registers als vollständig und richtig und damit der eingetragene Inhaber als Berechtigter und verfügungsbefugt, sondern darüber hinaus auch ein für den Veräußerer auftretender Vertreter als bevollmächtigt sowie der Veräußerer oder ein Vertreter als geschäftsfähig.

Da das zentrale Wertpapierregister keine Einzel-, sondern nur Sammeleintragungen ermöglicht, gewährt es nach dem eWpG-E keine Publizitätsfunktion. Aus diesem Grund ist ein gutgläubiger Erwerb basierend auf dem Registerinhalt nicht möglich. Dies wirft die Frage auf, ob und wie ein gutgläubiger Erwerb bei Sammeleintragungen erfolgt. Da ein elektronisches

Wertpapier nach dem eWpG-E als Sache im Sinne des § 90 BGB behandelt wird, kann ein gutgläubiger Erwerb nach Maßgabe des § 933 BGB erfolgen. Da aber auch Kryptowertpapiere in Einzeleintragung als Sachen qualifizieren werden, wäre die Spezialregelung zur Publizität bei Einzeleintragungen teilweise verzichtbar gewesen.

Das zentrale elektronische Wertpapierregister enthält weniger Angaben als das Kryptowertpapierregister. Die erforderlichen Angaben umfassen den wesentlichen Inhalt des Rechts (Höhe, Zins und Fälligkeit) einschließlich einer eindeutigen Wertpapierkennnummer, den Emittenten, das Gesamtinvestitionsvolumen und den Nennbetrag.

3.3 Änderungen der Registereintragungen

Die registerführende Stelle darf Änderungen der Registerangaben nur auf Weisung des Inhabers der Wertpapiere oder einer hierzu berechtigten Person oder Stelle sowie nur in der Reihenfolge ihres Eingangs vornehmen. Hierbei kann die registerführende Stelle davon ausgehen, dass eine Weisung des Inhabers vorliegt, wenn sie mittels eines geeigneten Authentifizierungsinstruments erteilt wurde. Zu beachten ist, dass für die Änderung bestimmter Angaben (s.a. § 18 Abs. 1 Nr. 1, 2, 3 und 7 eWpG-E) zusätzlich die Zustimmung des Emittenten erforderlich ist.

Nachdem die registerführende Stelle die Änderungen in das Kryptowertpapierregister eingetragen hat, ist der Emittent verpflichtet, die Änderungen unverzüglich im Bundesanzeiger veröffentlichen zu lassen und die Veröffentlichung gleichzeitig der BaFin mitzuteilen. Die BaFin führt über die in das Kryptowertpapierregister eingetragenen Kryptowertpapiere eine öffentliche Liste, die bei jeder Änderung entsprechend angepasst wird. Weder die Veröffentlichung im Bundesanzeiger noch die Mitteilung an die BaFin sind für die Änderung des Registerinhalts

konstitutiv. Das Verfahren dient vielmehr der Transparenz gegenüber den Anlegern.

3.4 Registerführung nach dem Stand der Technik

Zur Gewährleistung der Inhaberschaft (Authentizität) und der Unverfälschtheit (Integrität) der elektronischen Wertpapiere und der Emissionsbedingungen müssen die Register nach dem jeweiligen Stand der Technik geführt werden. Datensicherheit und Schutz der Datenintegrität müssen durch Umsetzung anerkannter Sicherheitsstandards (z.B. ISO/DIN) in den IT-Systemen sichergestellt werden. Hierfür sollen die registerführenden Stellen eine Garantiehaftung übernehmen. Die Register müssen jederzeit die bestehende Rechtslage zutreffend wiedergeben. Die registerführenden Stellen haften gegenüber den Berechtigten der Wertpapiere auf Schadensersatz, wenn sie diese Pflicht schuldhaft verletzen.

3.5 Authentizität der Emissionsbedingungen

Der Emittent hat vor der Eintragung eines elektronischen Wertpapiers im Wertpapierregister die Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle niederzulegen. Dazu werden die Emissionsbedingungen in einer beständigen elektronischen Form bei der registerführenden Stelle jedermann zugänglich gemacht, so dass die Möglichkeit einer beliebig wiederholbaren unmittelbaren Kenntnisnahme besteht. Änderungen der Emissionsbedingungen bedürfen zu ihrer Wirksamkeit ebenfalls der Niederlegung bei der registerführenden Stelle. Die Eintragung einer Wertpapierkennnummer darf erst erfolgen, wenn die Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle niedergelegt wurden.

3.6 Einsichtsrecht in das elektronische Wertpapierregister

Ein Einsichtsrecht in das elektronische Wertpapierregister haben nur Personen mit einem berechtigten Interesse, weil zumindest in dem Kryptowertpapierregister sensible Informationen zur Inhaberschaft an den Wertpapieren enthalten sind. Die Emissionsbedingungen einschließlich der Vorversionen müssen dagegen für jedermann öffentlich zugänglich gemacht werden.

3.7 Umwandlung von und in elektronische Wertpapiere

Auch wenn mit der elektronischen Begebungsform lediglich eine zusätzliche Begebungsmöglichkeit für Wertpapiere zugelassen wird, ergeben sich Fragen des Nebeneinanders der analogen und der digitalen Emission. Der Gesetzentwurf behandelt dieses Verhältnis von elektronischen Wertpapieren zu Wertpapierurkunden.

Während die Ersetzung eines elektronischen Wertpapiers durch ein inhaltsgleiches mittels Urkunde begebenes Wertpapier die Zustimmung des Berechtigten oder die ausdrückliche Zulassung in den Emissionsbedingungen und die anschließende Registerlöschung bedarf, kann ein in Sammelverwahrung begebenes Wertpapier jederzeit und ohne die Zustimmung der Berechtigten durch ein inhaltsgleiches elektronisches Wertpapier ersetzt werden. Voraussetzung ist nur, dass dies in den Emissionsbedingungen weder ausgeschlossen noch von der Zustimmung der Berechtigten abhängig gemacht worden.

Dies gilt aber nicht für das Kryptowertpapier. Die Ersetzung eines mittels Urkunde begebenen Wertpapiers durch ein Kryptowertpapier setzt die ausdrückliche Zustimmung des Berechtigten voraus. Das Zustimmungserfordernis erklärt sich durch die neuen Risiken aufgrund der Nutzung einer neuen Technologie.

4. Fazit

Das Ziel der Bundesregierung, das Wertpapierrecht zu modernisieren und damit den Finanzplatz Deutschland für innovative technische Wertpapiergestaltungen zu stärken, wird durch das eWpG-E nicht vollständig erreicht.

Auch heute schon werden Wertpapiere nicht mehr physisch ausgetauscht. Übereignungen von Wertpapieren werden durch Depotübertrag durch die mitwirkende depotführende Stelle bewirkt. Der Vorteil der heutigen Blockchain-Technologie besteht deshalb in ihrer dezentralen Verwaltung. Eine vermittelnde Depotbank und ein Zentralverwahrer werden nicht benötigt. Verwaltungskosten werden dadurch eingespart. Dieser Vorteil wird durch die Einführung des elektronischen Wertpapierregisters und der Tatsache, dass die Führung des elektronischen Registers eine beaufsichtigte Tätigkeit darstellt, beschränkt. In Zukunft wird bei der Emission von elektronischen Wertpapieren nicht auf die Einbindung eines regulierten Drittdienstleisters verzichtet werden können.

Dabei benötigt die Technologie der Blockchain aufgrund der Technologie mit den kryptographischen Schlüsseln nicht zwingend ein zusätzliches Wertpapierregister. Auch die hohen Anforderungen an die Datensicherheit bei der Registerführung werden zu einem weiteren Anstieg der Verwaltungskosten führen.

Positiv ist die Einordnung von elektronischen Wertpapieren als Sache zu beurteilen, auch wenn dieses Konstrukt zunächst systemfremd wirkt. Durch den hierdurch ermöglichten Gutgläubensschutz wird die Verkehrsfähigkeit und Rechtssicherheit beim Handel mit Kryptowertpapieren jedoch verbessert. Klärungsbedarf besteht in der Frage, wie ein gutgläubiger Erwerb bei Sammeleintragungen erfolgen soll.

Die Bundesregierung plant, das Gesetz noch dieses Jahr zu verabschieden. Es bleibt abzuwarten, ob dies gelingt.

Wenn Sie Fragen zum eWpG-E haben, sprechen Sie uns an. Ihre Ansprechpartner sind u.a.:

Sebastian Wintzer
Rechtsanwalt

Kornel Regehr
Rechtsanwalt

Waigel Rechtsanwälte
Partnerschaftsgesellschaft mbB
Nymphenburger Straße 4
80335 München
Tel.: +49 89 / 74 00 457 - 0
Fax: +49 89 / 74 00 457 - 77
info@waigel.de

Urheberrecht

Waigel Rechtsanwälte – Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von Waigel Rechtsanwälte gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

Waigel Rechtsanwälte und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder

Gewährleistung, noch haftet Waigel Rechtsanwälte und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen

Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.