

Elektronische Wertpapiere und Wertrechte

Herausgegeben von
MATTHIAS LEHMANN,
SEBASTIAN OMLOR
und ROLF SETHE

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung
61*

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Victoria Ibold, Florian Möslein,
Sebastian Omlor und Martin Will

61



Elektronische Wertpapiere und Wertrechte

Reform und Realität im deutschsprachigen Raum

Herausgegeben von

Matthias Lehmann, Sebastian Omlor
und Rolf Sethe

Mohr Siebeck

Matthias Lehmann ist Inhaber des Lehrstuhls für Privatrecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung am Institut für Europarecht, Internationales Recht und Rechtsvergleichung an der Universität Wien.

orcid.org/0000-0002-2108-9919

Sebastian Omlor ist Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bankrecht sowie Rechtsvergleichung an der Philipps-Universität Marburg.

Rolf Sethe ist Professor für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich.

orcid.org/0009-0005-9294-3886

Diese Publikation wurde durch den Open-Access-Publikationsfonds der Philipps-Universität Marburg und durch das Center for Financial Market Regulation der Universität Zürich gefördert.

ISBN 978-3-16-200844-2 / eISBN 978-3-16-200845-9

DOI 10.1628/978-3-16-200845-9

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 2026.

© Matthias Lehmann, Sebastian Omlor, Rolf Sethe (Hg.); Beiträge: jeweiliger Autor/jeweilige Autorin.

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

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung der jeweiligen Urheber unzulässig und strafbar. Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Einführung

Das Recht der Wertpapiere befindet sich im Umbruch. Wie so oft in der Vergangenheit liegt dies an technologischen Innovationen. Während in einem ersten Schritt Beteiligungsrechte und Forderungen in Urkunden verkörpert wurden, um deren Umlauf zu erleichtern, erwiesen sich letztere zunehmend als Hindernis. Es folgten die Immobilisierung, Zentralisierung und schließlich die Entmaterialisierung der Wertpapiere. Heute stehen wir vor einem neuen Schritt: den digitalen Werten. Zum ersten Mal können Anleger unmittelbar die Kontrolle über rein elektronisch gespeicherte, unkörperliche Vermögenswerte ausüben, ohne dafür einen Intermediär (z. B. eine Depotbank oder Wertpapiersammelbank) zu benötigen. Der Grund dafür ist die Blockchain als eine Ausprägung der Distributed Ledger Technology.

Wie bei allen anderen technischen Umbrüchen prescht auch diesmal die Praxis vor, und das Recht hinkt hinterher. Die geltenden Regelungen müssen noch an die neuen Bedingungen angepasst werden. So wie einst das Wertpapierrecht erst aus der Taufe gehoben werden musste, bedarf es nunmehr möglicherweise neuer Rechtsgrundlagen für auf dezentralen Netzwerken gespeicherte Werte. Schritte dazu wurden – mit unterschiedlicher Geschwindigkeit und verschiedener Intensität – in zahlreichen Staaten unternommen.

In diesem Band werden die Regelungen des deutschsprachigen Raums – d. h. Deutschlands, der Schweiz, Österreichs und Liechtensteins – miteinander verglichen. Er gibt die Referate einer Tagung wieder, die am 7. und 8. November 2025 an der Universität Wien abgehalten wurde. Einzelne Beiträge entstanden erst nach der Tagung als Ergebnis der Tagungsdiskussion.

Dabei zeigte sich, dass die Regelungen der genannten Länder ganz erheblich voneinander abweichen. Dies beginnt bereits bei der Methode und setzt sich in der Terminologie bis hin zum Inhalt fort. So sind in Liechtenstein durch das „Gesetz über Token und vertrauenswürdige Technologien-Dienstleister“ (TVTG) gänzlich neue Regelungen und neue Konzepte für die Krypto-Ökonomie geschaffen worden. In der Schweiz wurden neben den bereits vorhandenen Bucheffekten und „Registerrechten“ nun die „Registerwertrechte“ als neues Konzept in das Obligationenrecht eingeführt und das Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs (SchKG) angepasst, um die Aussonderung kryptobasierter Vermögenswerte zu ermöglichen. In Deutschland wählte man dagegen einen anderen Weg: Das „Gesetz über elektronische Wertpapiere“ (eWpG) knüpft schon im Titel an das traditionelle Wertpapierrecht an. Es dehnt die für körperliche Gegenstände bestehenden Regelungen per Fiktion auf die neuen Erscheinungen aus und modifiziert diese nur punktuell, z. B. bei den neu eingeführten „Kryptowertpapieren“. In Österreich dagegen konnte man sich – bis auf die

Ausnahme der Einführung der digitalen Sammelurkunde – noch gar nicht zu einem gesetzgeberischen Tätigwerden entschließen. Dazu dürfte die Weite der bestehenden Regelungen des ABGB beigetragen haben, das auch unkörperliche Gegenstände als „Sache“ und damit als eigentumsfähig anerkennt.

Diese unterschiedlichen methodischen Ansätze, Konzepte und Regelungen führen zu einer neuen Rechtszersplitterung. Sie erschwert den Rechtsverkehr und führt zu Kommunikationsstörungen im deutschsprachigen Raum. Sie steht zudem in krassem Gegensatz zum Potenzial der Blockchain, einen grenzüberschreitenden Mechanismus zur Speicherung und Übertragung von Werten zu schaffen.

Die rechtliche Fragmentierung des deutschsprachigen Raums ist umso erstaunlicher, als dieser traditionell durch eine ähnliche Kultur und wechselseitige Einflüsse geprägt ist. Richtig ist zwar, dass in Demokratien unterschiedliche Politikansätze bestehen können, und dass ein legislatorischer Wettbewerb zwischen Staaten auch Vorteile haben kann. Es wäre jedoch mehr als bedauerlich, wenn ausgerechnet die moderne Technologie zu einem Auseinanderleben der deutschsprachigen Staaten führen würde. Dies würde ihr zukünftiges Gewicht auf internationaler Ebene verringern und der Rolle ihrer gemeinsamen Rechtskultur schaden.

Ansätze zu einer Rechtsvereinheitlichung oder -angleichung fehlen nicht. Verschiedene globale Organisationen haben zu diesem Zweck Vorschläge unterbreitet. UNCITRAL befürwortet in seinem *Model Law on Electronic Transferable Records* (MELTR) eine grundsätzliche Gleichstellung zwischen elektronisch gespeicherten und auf Papier ausgestellten Handelspapieren. UNIDROIT hat in seinen *Principles on Digital Assets and Private Law* präzise Regeln für einige Aspekte des Privatrechtsverkehrs mit digitalen Werten aufgestellt, z. B. den gutgläubigen Erwerb oder ihre Behandlung in der Insolvenz. Diese Texte haben jedoch lediglich den Rang von *soft law*; zudem sind sie sehr lückenhaft und lassen den nationalen Gesetzgebern viel Freiraum bei der Umsetzung.

Auch auf europäischer Ebene gibt es Ansätze zur Rechtsharmonisierung. Zu nennen ist insbesondere die *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCAR), die das Recht der Kryptowerte vereinheitlichen soll. Die Verordnung konzentriert sich jedoch auf regulatorische Regeln und lässt das Privatrecht beinahe völlig außen vor. Außerdem ist sie auf die EU und den EWR beschränkt und erfasst daher die Schweiz nicht.

Bilaterale Kontakte zwischen den verschiedenen Regierungen im deutschsprachigen Raum bestehen zwar, haben aber bislang nur zu wenigen praktischen Ergebnissen geführt. Ein Beispiel für eine wechselseitige Beeinflussung ist die Einführung der digitalen Sammelurkunde nach deutschem Modell in Österreich; allerdings hat man von der Übernahme der anderen Regelungen des eWpG geflissentlich abgesehen.

So bleibt die Aufgabe der rechtsordnungsübergreifenden Harmonisierung der Rechtswissenschaft überlassen. Diese steht insoweit vor monumentalen Herausforderungen. Sie muss zunächst die Frage beantworten, ob die eingetretenen technologischen Veränderungen überhaupt rechtliche Reformen notwendig machen. Falls sie diese bejaht, stellt sich das weitere fundamentale Problem, ob eine solche Reform auf dem Paradigma des Wertpapiers aufbauen oder sich von diesem lösen sollte. Abhängig von der gewählten Lösung tauchen eine ganze Reihe von Folgefragen auf.

Insgesamt gilt es bei der doktrinalen Bewältigung der neuen Realität drei Ziele nicht aus dem Auge zu verlieren: Erstens muss jede Lösung praktikabel sein, d. h. sich mit den Besonderheiten der neuen Technologien vereinbaren lassen. Eine Regelung wider die Technologie hat kaum Chancen, sich durchzusetzen oder zum wirtschaftlichen Erfolg eines Staates beizutragen. Zweitens muss die Lösung sich mit der Rechtstradition im deutschsprachigen Raum vereinbaren lassen. Dabei ist jedoch zu bedenken, dass diese nicht in Stein gemeißelt ist, sondern sich an neue Erfordernisse anpassen muss und sich daher im Laufe der Zeit ändern kann. Drittens muss bedacht werden, dass sich die Staaten des deutschsprachigen Raums in einer internationalen Wettbewerbssituation befinden. Wenn es ihnen heute misslingt, digitale Werte rechtsordnungsübergreifend, angemessen und leicht verständlich zu regeln, drohen sie morgen zu den Verlierern der technologischen Entwicklung zu gehören. Damit würde auch die Chance verspielt, auf deren Gestaltung aktiv Einfluss zu nehmen.

Vor diesem Hintergrund lassen Sie uns nun eintauchen in den Vergleich der verschiedenen Rechtsordnungen. Ein erster Teil bietet zunächst einen rechtsvergleichenden Überblick über die Regelungen der Schweiz, Deutschlands und Österreichs über elektronische Wertpapiere und Wertrechte. Der zweite Teil erörtert dann konzeptionelle Fragen, wie z. B. die zukünftige Rolle der Figur des Wertpapiers oder die vorrangig sachen- oder schuldrechtliche Konstruktion des Verkehrs in digitalen Werten. Im dritten Teil werden Fragen der praktischen Ausgestaltung erörtert, wie etwa die Bestellung von Sicherheiten oder die Rolle von Marktinfrastrukturen.

Wir hoffen, dass dieser Band dabei hilft, eine länderübergreifende Diskussion über die Regelung der neuen Erscheinungen anzustoßen. Die deutsche Sprache bietet mit ihrer Präzision eine hervorragende Grundlage für eine qualitativ hochwertige juristische Debatte. Diese Sprache muss jedoch auch in gleicher Weise verstanden werden, und dabei sind die rechtlichen Neuschöpfungen häufig ein Hindernis. Wir würden uns freuen, wenn wir zu deren besseren Verständnis und zu einem angeregten Austausch über ihre Bedeutung und ihren Wert beitragen könnten.

Unser herzlicher Dank gilt den beteiligten Universitäten Marburg, Wien und Zürich, dem Unternehmen Bitpanda als Sponsor der Tagung, sowie unseren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern, die uns bei der Erstellung und Durchsicht des Manuskripts tatkräftig unterstützt haben. Für die großzügige Finanzierung der Publikation danken wir dem OA-Fonds der Universität Marburg sowie der Universität Zürich. Vor allem aber danken wir unseren Autorinnen und Autoren für ihr Engagement und ihre Energie bei der Erstellung der Beiträge.

Wien/Marburg/Zürich, im August 2026 *Matthias Lehmann, Sebastian Omlor
und Rolf Sethe*

Inhaltsverzeichnis

Einführung	V
Abkürzungsverzeichnis	XI

Teil 1: Digitalisierung der Wertpapiere: Status quo

Alexander Sajnovits

Digitalisierung der Wertpapiere	
Status quo Deutschland:	
Vom unerreichten Ziel der Entmaterialisierung	3

Martin Miernicki

Digitalisierung der Wertpapiere	
Status quo in Österreich	19

Stephan D. Meyer

Registerbasierte Absolutheit	
Bucheffekten und Registerwertrechte als Rechtsobjekte	
im Schweizer Vermögensrecht	29

Teil 2: Elektronische Wertrechte: Status futurus?

Stefan Holzweber

Unkörperliche Vermögensgegenstände und Sachenrecht	55
--	----

Florian Ebner

Vom Wertpapier zum Wertrecht	
Eine einheitliche Dogmatik?	69

Rolf H. Weber

Ein Wertrecht oder verschiedene Wertrechte?	91
---	----

Teil 3: Der Rechtsverkehr mit Wertrechten

Hans Kuhn

Verkehrsschutz im Recht der digitalen Wertpapiere	107
---	-----

Patrick Raschner

Marktinfrastrukturale Vorgaben für die grenzüberschreitende Wertpapierverwahrung im digitalen Zeitalter Vom Market Integration Package zum paneuropäischen Central Securities Depository?	135
--	-----

Cornelia Stengel und Stephanie Schmid

Geldwäschebekämpfung oder Aufsicht? Zur normativen Abgrenzung der travel rule nach Art. 10 GwV-FINMA, der Stablecoin-Praxis der FINMA und dem neuen Vernehmlassungsvorschlag im Schweizer Recht	161
--	-----

Dominik Skauradszun und Selina Schweizer

Die Bestellung von Sicherheiten an elektronischen Wertpapieren und ihre Behandlung in der Insolvenz	175
--	-----

Thomas Dünser

Die Tokenisierung physischer Gegenstände im liechtensteinischen Recht	191
--	-----

Florian Heindler

Digitale Wertpapiere – Regelungsmöglichkeiten im Internationalen Privatrecht Internationalprivatrechtliche Erweiterung zum Gesetzesvorschlag Ebner/Aubrunner/Kalss	207
Verzeichnis der Autorinnen, Autoren und Herausgeber	225

Abkürzungsverzeichnis

a. E.	am Ende
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch (A)
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Die Aktiengesellschaft
AJP	Aktuelle Juristische Praxis
AktG	Aktiengesetz (D) und (A)
AtomHG	Atomhaftungsgesetz (A)
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (D)
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (CH)
Bd.	Band
BeckOGK	beck-online Grosskommentar
BeckOK	beck-online Kommentar
BEG	Bucheffektengesetz (CH)
Begr.	Begründung
BFH	Bundesfinanzhof (D)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch (D)
BGBI.	Bundesgesetzblatt (D) und (A)
BGH	Bundesgerichtshof (D)
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (D)
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BlgNR	Beilage(n) zu den stenographischen Protokollen des Nationalrates (A)
BMF	Bundesministerium der Finanzen (D)
BMJ	Bundesministerium der Justiz (D)
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (D)
BSchuWG	Bundesschuldenwesengesetz (D)
BSK	Basler Kommentar
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache (D)
BuA	Berichte und Anträge (FL)
BWG	Bankwesengesetz (A)
bzw.	beziehungsweise
CER	Controllable Electronic Records
CMR	Convention relative au contrat de transport international de marchandises par route
CMTA	The Capital Markets and Technology Association (CH)
CSDR	Central Securities Depositories Regulation (VO 909/2014) (EU)
d. h.	das heißt
DAPL	Principles on Digital Assets and Private Law (UNIDROIT)
DepotG	Depotgesetz (D) und (A)

DiWpG	Diskussionsentwurf für ein Gesetz über digitale Wertpapiere und digitale Werte
DLT	Distributed Ledger Technologie
DuD	Datenschutz und Datensicherheit
eCMR	Zusatzprotokoll zum Übereinkommen über den Beförderungsvertrag im internationalen Straßengüterverkehr (CMR) betreffend den elektronischen Frachtbrief
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche (D)
E-GeldG	E-Geld-Gesetz (A)
Einf.	Einführung
ErläutRV	Erläuterungen zur Regierungsvorlage (A)
ErwG	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuInsVO	Europäische Insolvenzverordnung (VO 2015/848) (EU)
eWpG	Gesetz über elektronische Wertpapiere (D)
eWpRV	Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (D)
FATF	Financial Action Task Force on Money Laundering
FinalitätsG	Finalitätsgesetz (A)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (CH)
FINMAV	Verordnung zum Finanzmarktaufsichtsgesetz (CH)
FISA	Federal Intermediated Securities Act (CH) (s. BEG)
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz (D)
FS	Festschrift
GesRZ	Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GP	Gesetzgebungsperiode (A)
GTG	Gentechnikgesetz (A)
GwG	Geldwäschereigesetz (CH)
GWpÜ	Genfer Wertpapierübereinkommen
GwV	Geldwäschereiverordnung (CH)
GwV-FINMA	Geldwäschereiverordnung-FINMA (CH)
h. L.	herrschende Lehre
h. M.	herrschende Meinung
HdB	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch (D)
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
HSC	Hague Securities Convention
i. d. F.	in der Fassung
i. d. g. F.	in der geltenden Fassung
i. d. R.	in der Regel
i. S. d./i. S. v.	im Sinne des/im Sinne von
i. Z. m.	im Zusammenhang mit
ICO	Initial Coin Offerings
InsO	Insolvenzordnung (D)
InvFG	Investmentfondsgesetz (A)

IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
IPRG/IPR-G	Bundesgesetz vom 15. Juni 1978 über das internationale Privatrecht (A)
JBl	Juristische Blätter
JPIL	Journal of Private International Law
jurisPK-BGB	juris PraxisKommentar BGB
Jusletter	Juristische Online-Fachzeitschrift (www.jusletter.ch)
Kap.	Kapitel
KGRG	Kulturgüterrückgabegesetz (A)
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
lit.	litera
m. E.	meines Erachtens
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MiCAR	Europäische Verordnung über Kryptowerte (VO 2023/1114) (EU)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (RL 2014/65) (EU)
MIP	Market Integration Package (EU)
MüKo	Münchener Kommentar
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenzrecht
OGH	Oberster Gerichtshof (A)
ÖJA	Österreichische Juristische Archiv
ÖJZ	Österreichische Jurist:innenzeitung
OR	Obligationenrecht (CH)
PatVG	Patientenverfügungs-Gesetz (A)
Prospekt-VO	Prospekt-Verordnung (VO 2017/1129) (EU)
RD <i>i</i>	Recht Digital
RdW	Recht der Wirtschaft
RefE	Referentenentwurf (D)
RegE	Regierungsentwurf (D)
Rn.	Randnummer
Rom II-VO	VO Nr. 864/2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (EU)
Rom I-VO	VO Nr. 593/2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (EU)
S.	Satz oder Seite
SchG	Scheckgesetz (D) und (A)
SchKG	Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs (CH)
SchlIT PGR	Schlussabteilung zum Personen- und Gesellschaftsrecht (FL)
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz (D)
SFD	Settlement Finality Directive (RL 98/26/EC)
SFR	Proposal for a Settlement Finality Regulation (COM(2025)941 final) (EU)
SIU	Savings and Investments Union (EU)
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
SRO	Selbstregulierungsorganisation
StaRUG	Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz (D)
StVfG	Sterbeverfügungsgesetz (A)

SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TVTG	Token- und VT-Dienstleister-Gesetz (FL)
UCC	Uniform Commercial Code (USA)
UGB	Unternehmensgesetzbuch (A)
VASP	Virtual asset service provider
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter
WechselG	Wechselgesetz (A)
WG	Wechselgesetz (D)
WM	Wertpapiermitteilungen
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZdiW	Zeitschrift für das Recht der digitalen Wirtschaft
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZfRV	Zeitschrift für Europarecht, internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung
ZGB	Zivilgesetzbuch (CH)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRI	Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz
ZuFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetz (D)
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
ZVR	Zeitschrift für Verkehrsrecht
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

Teil I

Digitalisierung der Wertpapiere: Status quo

Digitalisierung der Wertpapiere

Status quo Deutschland: Vom unerreichten Ziel der Entmaterialisierung

Alexander Sajnovits

I. Einführung

Im börsennotierten Effektenverkehr hat das Wertpapier seine klassischen Funktionen heute weitgehend eingebüßt. Wertpapiere werden nicht von Anlegern, sondern von Zentralverwahrern verwahrt und dies regelmäßig im Rahmen der Sammelverwahrung. Die sammelverwahrten Urkunden dienen dann nur noch als Basis für den sich durch Buchungen auf den Depotkonten vollziehenden „stücklosen Effekten giroverkehr“. ¹ Gleichwohl hält das Recht an der Verbriefung fest – oder genauer: an deren Fiktion. Dieser Befund markiert den Ausgangspunkt des vorliegenden Beitrags.

Die Entwicklung von der physischen Urkunde über die Immobilisierung durch Dauerglobalurkunden bis hin zum Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) veranschaulicht einen Prozess, den man als schrittweise „Entstückelung“ ² des Effektenwesens bezeichnen kann. Dieser Prozess ist allerdings weder abgeschlossen noch frei von Widersprüchen. Im Gegenteil: Das am 10.6.2021 in Kraft getretene eWpG ³ hält an der sachenrechtlichen Verankerung des Wertpapierrechts fest und verzichtet auf die Schaffung eines eigenständigen Rechtsrahmens für elektronische Wertrechte. ⁴ Eine vollständige Entmaterialisierung bleibt damit ein unerreichtes Ziel.

Der Beitrag zeichnet diese Entwicklung nach und unterzieht sie einer kritischen Analyse. Dabei werden zunächst die dogmatischen Grundlagen des Wertpapierrechts dargestellt, soweit sie für das Verständnis des Entmaterialisierungsprozesses von Bedeutung sind (II.). Sodann werden die Entmaterialisierungstendenzen bis zum eWpG nachgezeichnet, von der Sammelverwahrung über die

¹ *Segna*, in: Segna/Möslein/Omlor/von Buttlar (Hrsg.), eWpG, 1. Aufl. 2024, Einf. Kap. 2, Rn. 45.

² Zum Begriff *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 45.

³ Art. 1 des Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, BGBl. 2021 I, 1423; zum Normzweck und zur Rechtsentwicklung *Gleskel/Bunting*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 3. Aufl. 2026, § 1 eWpG Rn. 1 f.

⁴ MüKo BGB/*Habersack*, 9. Aufl. 2024, Vor § 793 Rn. 6, 32 ff., 37 ff., § 793 Rn. 64 ff.

Globalurkunde bis hin zu den Sammelschuldbuchforderungen (III.). Der Schwerpunkt liegt auf der Darstellung und Bewertung des eWpG selbst (IV.), einschließlich der durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) vorgenommenen Erweiterung auf elektronische Aktien. Der Beitrag schließt mit einer knappen Erörterung von Reformbedarf, -perspektiven und -optionen (V.) und einem Fazit (VI.).

II. Dogmatische Grundlagen des Wertpapierrechts

1. Wertpapierbegriff

Das deutsche Zivilrecht kennt keine Legaldefinition des Wertpapiers,⁵ obwohl zahlreiche Bestimmungen auf dieses Bezug nehmen.⁶ Das Schrifttum hat sich schon lange um eine Begriffsbestimmung bemüht, wobei die traditionell h. M. von einem weiten Wertpapierbegriff ausgeht, wonach es sich bei einem Wertpapier um eine Urkunde handelt, die ein privates Recht verkörpert, für dessen Geltendmachung die Vorlage der Urkunde erforderlich ist.⁷ Nach einer Gegenauffassung (sog. enger Wertpapierbegriff) sind Wertpapiere dagegen Urkunden über vermögenswerte Rechte, „bei denen die Verfügung über das verbrieftete Recht durch die Verfügung über das Papier erfolgt“.⁸ Der Unterschied zwischen den beiden Auffassungen liegt damit in der Bedeutung, die der Urkunde für den Übertragungsakt des verbrieften Rechts beigemessen wird. Beide Auffassungen sind sich aber darin einig, dass es eines Skripturaktes und insoweit einer Verkörperung durch die Errichtung einer Urkunde über das in dieser dann verkörperte – nunmehr verbrieftete – Recht bedarf,⁹ wobei Urkunden grundsätzlich „schriftliche Gedankenäußerungen“ darstellen, „die ihren Aussteller erkennen lassen und dem Beweis im Rechtsverkehr zugänglich sind“.¹⁰

⁵ Eingehend zum aufsichtsrechtlichen Wertpapierbegriff *Sajnovits/Wilhelm*, in: *Signal Möselein/Omlor/von Buttler* (Hrsg.), eWpG, 1. Aufl. 2024, Kap. 4 Rn. 7 ff.

⁶ Hierzu und zum Folgenden auch schon *Sajnovits/Wilhelm* (Fn. 5), in: eWpG, Kap. 4 Rn. 5.

⁷ So etwa *Staudinger/Marburger*, BGB (2015), Vorbemerkungen zu §§ 793–808 Rn. 1; *Casper*, in: *Baumbach/Hefermehl/Casper*, Wechselgesetz, Scheckgesetz, Recht des Zahlungsverkehrs, Teil A., 2020 Rn. 16 ff.; *MüKo BGB/Habersack* (Fn. 4), Vor § 793 Rn. 11; grundlegend *Brunner*, in: *Endemann*, Handbuch des Deutschen Handels-, See- und Wechselrechts, Bd. II, 1882, 140 ff.

⁸ *MüKo BGB/Habersack* (Fn. 4), Vor § 793 Rn. 8 unter Verweis auf *Ulmer*, Das Recht der Wertpapiere, 1938, 21.

⁹ Siehe nur *Casper* (Fn. 7), Teil A. Rn. 3a: „Als Wertpapiere kommen nur Urkunden in Betracht“.

¹⁰ *Casper* (Fn. 7), Teil A. Rn. 3a.

2. Funktionen der Verkörperung

Die Verbindung von Recht und Urkunde erfüllt im klassischen Wertpapierrecht mehrere Funktionen. An erster Stelle steht die Mobilisierungsfunktion (auch: Transportfunktion): Weil das Recht in der Urkunde verkörpert ist, vollzieht sich seine Übertragung nach den Vorschriften des Sachenrechts, d. h. den §§ 929 ff. BGB. Das Recht aus dem Papier folgt bei Inhaber- und Orderpapieren dem Recht am Papier. Dies wiederum ermöglicht einen gutgläubigen Erwerb vom Nichtberechtigten, der wegen des „überragende(n) Verkehrsschutzinteresse(s)“¹¹ selbst bei abhanden gekommenen Inhaberpapieren möglich ist (§ 935 Abs. 2 BGB).

Daneben treten die Legitimationsfunktion, die Präsentationsfunktion und die Liberationsfunktion. Alle genannten Funktionen knüpfen grundsätzlich an die Sachqualität der Urkunde an und setzen ihre tatsächliche Existenz voraus.¹²

3. Arten von Wertpapieren

Das deutsche Recht kennt verschiedene Wertpapiergattungen, die sich einem Numerus Clausus annähern: Inhaberpapiere (namentlich Inhaberschuldverschreibungen, § 793 BGB, und Inhaberaktien), bei denen der Schuldner die versprochene Leistung an jeden Inhaber bewirken muss; Orderpapiere (insbesondere Namensaktien und handelsrechtliche Orderpapiere), die durch Indossament übertragen werden können; Rektapapiere, die eine namentlich bezeichnete Person als Berechtigten ausweisen; sowie qualifizierte Legitimationspapiere, bei denen der Schuldner mit befreiender Wirkung an den Inhaber leisten kann, ohne dass dieser notwendigerweise der Berechtigte ist.¹³ Für die Frage der Entmaterialisierung sind vor allem die Inhaberpapiere von Bedeutung, weil bei ihnen die Mobilisierungsfunktion und damit traditionell das Erfordernis eines sachenrechtlichen Verkehrsschutzes am stärksten ausgeprägt sind.

4. Übertragung von Inhaberpapieren

Die Übertragung eines Inhaberpapiers folgt den allgemeinen sachenrechtlichen Regeln. Sie erfordert erstens eine dingliche Einigung (§ 929 BGB), zweitens eine Übergabe (§ 929 S. 1 BGB) oder ein Übergabesurrogat – insbesondere die Abtretung des Herausgabeanspruchs gegen einen Dritten (§ 931 BGB) – und drittens die Berechtigung des Veräußerers oder die Voraussetzungen des gutgläubigen Erwerbs (§§ 932, 935 BGB).¹⁴ Der Besitz fungiert dabei als Rechtsscheinträ-

¹¹ MüKo BGB/Oechsler (Fn. 4), § 932 Rn. 1.

¹² Näher zu den Funktionen Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 103 ff. m. w. N.

¹³ Näher zu den unterschiedlichen Wertpapierarten Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 16 ff.; MüKo BGB/Habersack (Fn. 4), Vor § 793 Rn. 15 ff.; Lehmann, in: Omlor/Möslein/Grundmann (Hrsg.), Elektronische Wertpapiere, 2021, § 3, 59 ff.

¹⁴ MüKo BGB/Habersack (Fn. 4), § 793 Rn. 31 ff.; Vogel in: BeckOGK BGB, Stand: 01.04.2026, § 793 Rn. 141 ff.

ger.¹⁵ Die Übertragung auf dem sachenrechtlichen Weg – insbesondere durch Abtretung des Herausgabeanspruchs gegen einen Drittverwahrer – bildet das Fundament des Effektengiroverkehrs. Sie ist daher zentral für das Verständnis der folgenden Ausführungen zur Immobilisierung.¹⁶

Neben der sachenrechtlichen Übertragung bleibt grundsätzlich auch eine Abtretung des verbrieften Rechts nach §§ 398, 413 BGB möglich;¹⁷ allerdings vermittelt dieser Weg keinen Verkehrsschutz¹⁸. In einem solchen Fall folgt entsprechend § 952 BGB das Eigentum an der Urkunde der Forderung.¹⁹

III. Entmaterialisierungstendenzen bis zum eWpG

Die „Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren“²⁰ lässt sich in zwei große Entwicklungslinien gliedern, die sich in den Schlagworten „Immobilisierung“ und „Entmaterialisierung“ zusammenfassen lassen.²¹ Beide haben dazu geführt, dass das Wertpapier als Urkunde im börsennotierten Effektenverkehr seine verschiedenen Funktionen nahezu vollständig eingebüßt hat (dazu III.1.b)).

1. Immobilisierung

Von „Immobilisierung“ spricht man, wenn über eine Emission zwar noch Wertpapiere ausgestellt werden, diese aber bei einem Zentralverwahrer hinterlegt und zwecks Eingliederung in den Effektengiroverkehr auf Depotkonten verbucht

¹⁵ Hueck/Canaris, Recht der Wertpapiere, 1986, 1; Gursky, Wertpapierrecht, 2007, 10.

¹⁶ Zum Modell der h. M. BGHZ 160, 121 (124, 126) = NJW 2004, 3340; BGH NZG 2013, 903 Rn. 14; BGHZ 207, 23 Rn. 15 ff. = ZIP 2015, 2286; BFH ZIP 2022, 1696 Rn. 42; Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 104 f.; Brand, ZBB 2015, 40 ff.; Mülbelt, in: FS Nobbe, 2009, 691, 699; dagegen – es bleibt nur Möglichkeit einer Übertragung des verbrieften Rechts – MüKo BGB/Habersack (Fn. 4), Vor § 793 Rn. 36, § 793 Rn. 36 f.

¹⁷ BGH NJW 2019, 1289 (1298); BeckOGK BGB/Vogel (Fn. 14), § 793 Rn. 155.

¹⁸ MüKo BGB/Habersack (Fn. 4), § 793 Rn. 37.

¹⁹ BGH WM 2013, 1264 Rn. 15; MüKo BGB/Habersack (Fn. 4), § 793 Rn. 37. Allerdings ist umstritten, ob bei Inhaberpapieren neben der sachenrechtlichen Übertragung überhaupt Raum für eine Abtretung bleibt.

²⁰ So der Titel des grundlegenden Beitrags von Zöllner, in: FS Raiser, 1974, 249; dazu Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 92; Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 45 f.

²¹ Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 45 f.; ferner auch BeckOGK/Vogel (Fn. 14) § 793 Rn. 57 ff. Unionsrechtlich ist die Entwicklung mittlerweile nicht mehr freigestellt: Zum Handel an einem Handelsplatz zugelassene übertragbare Wertpapiere sind entweder zu immobilisieren oder von vornherein in entmaterialisierter Form zu begeben (Art. 3 Abs. 1 der VO (EU) Nr. 909/2014 (CSD-VO); nach Art. 76 Abs. 2 CSD-VO gilt die Vorgabe seit dem 1.1.2023 für Neuemissionen und seit dem 1.1.2025 für sämtliche übertragbaren Wertpapiere.). Deutschland erfüllt diese Vorgabe auf dem Weg der Immobilisierung mittels Dauer-globalurkunde.

werden.²² Zur Sicherstellung der Übertragung mittels Buchungen ist es erforderlich, die Wertpapiere als Sache dem Rechtsverkehr zu entziehen und diese in das vom Zentralverwahrer betriebene Verwahr- und Abwicklungssystem einzubringen. Die Girosammelverwahrung hat in Deutschland eine lange Tradition. Bereits 1882 errichtete die Bank des Berliner Kassen-Vereins für ihre Mitgliedsinstitute ein „Giro-Effektendepot“.²³

a) Sammelverwahrung von Einzelurkunden

Grundform der Immobilisierung ist die Sammelverwahrung von Einzelurkunden (§ 5 Abs. 1 DepotG).²⁴ Im Unterschied zur Sonderverwahrung (Streifbandverwahrung, § 2 DepotG) werden Wertpapiere dabei für mehrere Hinterleger gemeinsam verwahrt und mit gleichartigen Wertpapieren vermengt.²⁵ Für die Eigentümer entsteht bei Eingang der Wertpapiere beim Sammelverwahrer Miteigentum nach Bruchteilen an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren derselben Art (§ 6 Abs. 1 S. 1 DepotG).²⁶

Sachenrechtlicher Verfügungsgegenstand sind damit die Miteigentumsanteile an den Wertpapieren des Sammelbestandes; Übertragung und Verpfändung der Miteigentumsanteile richten sich nach den §§ 929 ff., 1204 ff. BGB. Damit kommt auch ein gutgläubiger Erwerb vom Nichtberechtigten in Betracht.²⁷ Dogmatisch wird das für die Übereignung erforderliche Übergabesurrogat über einen gestuften mittelbaren Mitbesitz i. S. d. §§ 868, 871 BGB konstruiert: Die Drittverwahrerin (§ 3 Abs. 1 DepotG) – die Clearstream Banking AG – fungiert dabei als unmittelbare Fremdbesitzerin des Wertpapiers; die Depotbanken als Zwischenverwahrer (§ 3 Abs. 2 DepotG) sind mittelbare Fremdbesitzer ersten Grades; die Anleger mittelbare Eigenbesitzer zweiten Grades.²⁸ Der für den mittelbaren Besitz nach h. M. notwendige wirksame Herausgabeanspruch²⁹ des Depotinhabers gegen den jeweiligen Besitzmittler ergibt sich aus § 7 Abs. 1 DepotG.³⁰

²² Art. 2 Abs. 1 Nr. 3 CSD-VO; *Casper* (Fn. 7), Teil A. Rn. 92 (zur CSD-VO), 93 (zur Girosammelverwahrung); *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 46.

²³ Ausführlich *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 61.

²⁴ MüKo BGB/*Habersack* (Fn. 4), Vor § 793 Rn. 36; BeckOGK/*Vogel* (Fn. 14), § 793 Rn. 61 ff.; *Kumpan*, in: Hopt (Hrsg.), HGB, 45. Aufl. 2026, DepotG § 5 Rn. 1; Scherer/*Rögnerl/Schaffelhuber*, DepotG, 2. Aufl. 2024, § 5 Rn. 1.

²⁵ *Casper* (Fn. 7), Teil A. Rn. 93; *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 47 f.; *Segna*, Bucheffekten, 2018, 21.

²⁶ *Casper* (Fn. 7), Teil A. Rn. 93; *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 47 f.; MüKo HGB/*Einsle*, 5. Aufl. 2024, Teil 2. Q. Rn. 79; *Segna* (Fn. 25), 74.

²⁷ *Segna* (Fn. 25), 74.

²⁸ So die h. M., s. statt vieler BGHZ 207, 23 Rn. 15/16; BGH ZIP 1997, 1102 (1103); *Casper* (Fn. 7), Teil A. Rn. 93; *Heinsius/Horn/Than*, DepotG, 1975, § 6 Rn. 33; *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 48.

²⁹ Siehe nur BGHZ 10, 81 (87); *Schäfer*, in: MüKo BGB, 10. Aufl. 2026, § 868 Rn. 16 f. m. w. N.

³⁰ Ausführlich *Segna*, Bucheffekten, 2018, S. 174 ff., 202.

b) Globalurkunden

Soweit Emissionen verbrieft werden, kommen heute – um die ökonomisch kaum zu rechtfertigende Verwahrung einer großen Stückzahl an Einzelurkunden zu vermeiden³¹ – regelmäßige Sammelurkunden bzw. Globalurkunden zum Einsatz.³² Gemäß § 9a Abs. 1 S. 1 DepotG ist eine „Sammelurkunde“ ein „Wertpapier, das mehrere Rechte verbrieft, die jedes für sich in vertretbaren Wertpapieren einer und derselben Art verbrieft sein könnten“, wobei zwischen der interimistischen Globalurkunde, der technischen Globalurkunde und der Dauerglobalurkunde unterschieden wird.³³

In der Emissionspraxis dominiert schon lange die Dauerglobalurkunde, mit der die Immobilisierung des Wertpapiers schon nah an eine Entmaterialisierung heranreicht.³⁴ Die Globalurkunde fungiert nur noch als rechtskonstruktive Basis der Buchungsvorgänge. Ein Herausgabeanspruch ist „nach dem zugrunde liegenden Rechtsverhältnis“ (§ 9a Abs. 3 S. 2 DepotG) – d. h. den Anleihebedingungen oder der Satzung – regelmäßig ausgeschlossen. Da der Anleger keine Möglichkeit hat, seine Werte außerhalb des Effektengirosystems zu halten, läuft die Dauerglobalurkunde für ihn auf ein „Zwangsgiro“ hinaus.³⁵

Spätestens hier stößt die sachenrechtliche Konstruktion an die Grenzen ihrer Belastbarkeit.³⁶ Einen Herausgabeanspruch im klassischen Sinne gibt es nicht mehr, weil der Anleger keinen Anspruch auf Einzelaushändigung hat.³⁷ Um die gekünstelt wirkende „Besitzmittlungspyramide“ gleichwohl aufrechtzuerhalten, anerkennt die h. M. den aus dem Depotvertrag resultierenden Anspruch des Kunden gegen seinen Verwahrer zur Umbuchung der Depotbestände als „funktionales Äquivalent“ eines Herausgabeanspruchs.³⁸

Die beschriebene Immobilisierung im Effektengiroverkehr geht mit einem weitgehenden Funktionsverlust des Wertpapiers einher.³⁹ Ihren Ausdruck findet

³¹ Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 94; Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 49.

³² MüKo HGB/Einsele (Fn. 26), Rn. 55. Zu der weiteren Rationalisierung in diesem Zusammenhang BeckOGK/Vogel (Fn. 14), § 793 Rn. 65.

³³ Siehe MüKo HGB/Einsele (Fn. 26), Rn. 57 ff.; Segna (Fn. 1), in: eWpG, Einf. Kap. 2 Rn. 51; Segna (Fn. 25), 25 ff.

³⁴ Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 94: Die Globalurkunde sei nur noch „dem Namen nach ein Wertpapier“, in Wahrheit werde mit dem „Denkbehelf“ der Globalurkunde ein Effektenverkehr mit unverbrieften Rechten zugelassen; Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 52.

³⁵ Heinsius/Horn/Than (Fn. 28), § 9a Rn. 58.

³⁶ Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 104: Ein mehrfach gestufter Mitbesitz an einer Globalurkunde, die man nie in Empfang nehmen könne, wirke „konstruiert und lebensfremd“.

³⁷ Ausführlich Segna (Fn. 25), 185 ff.; BGHZ 161, 189 (191 f.); BGHZ 207, 23 Rn. 15: Der Depotinhaber habe einen Anspruch auf „Herausgabe durch Umbuchung“.

³⁸ Segna (Fn. 25), 185 ff.

³⁹ Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 58 ff.; Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 103 ff. (Verkehrsschutz), 106 (Legitimations- und Präsentationsfunktion), 107 (Liberationsfunktion), 108 (Fazit): Im modernen Effektenverkehr habe sich „eine weitgehende Abkehr vom Wertpapierrecht und seinen tradierten Funktionen vollzogen“.

die Rechtsposition des Anlegers nicht in der Urkunde, sondern in der Depotgutschrift.⁴⁰ Die Übergabe der Urkunde ist weder zur Übertragung noch zur Verpfändung erforderlich.⁴¹ Selbst als Publizitätsträger im Rahmen der Vorschriften zum gutgläubigen Erwerb kann nicht auf den Besitz an der Urkunde, sondern allein auf die Depotgutschrift zurückgegriffen werden.⁴²

2. Sammelschuldbuchforderungen als echte Entmaterialisierung

Der letzte Schritt zur echten Entmaterialisierung erfordert, auf die Verbriefung vollständig zu verzichten und die Emission nur noch in ein Register einzutragen.⁴³ Vor Inkrafttreten des eWpG konnten nach deutschem Recht ausschließlich Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand unter dem BSchuWG – bzw. der verschiedenen Landesschuldbuchgesetze – vollständig entmaterialisiert ausgegeben werden, und zwar auf Grundlage von § 5 Abs. 3, § 6 Abs. 1 BSchuWG.⁴⁴

Die Sammelschuldbuchforderungen (§ 6 BSchuWG) werden auf den Namen einer Wertpapiersammelbank in das elektronische Bundesschuldbuch eingetragen und sind kraft gesetzlicher Fiktion Wertpapiersammelbeständen i. S. d. Depotgesetzes gleichgestellt (§ 6 Abs. 2 S. 1 BSchuWG). Verfügungen über Anteile an einer solchen Sammelschuldbuchforderung erfolgen damit auch nach den §§ 929 ff. BGB.⁴⁵ Dem Gesetzgeber des eWpG hat dieses in der Praxis erprobte Regelwerk als Blaupause für die elektronischen Wertpapiere in Sammeleintragung gedient (dazu IV. 5.).⁴⁶

IV. Das eWpG auf historischen Pfaden

1. Auslöser und Zielsetzung

Nicht das – dank der Globalurkunde längst erledigte – Problem der „Papierflut“ hat den Gesetzgeber unter Handlungsdruck gesetzt, sondern das Aufkommen der Distributed-Ledger-Technologie (DLT).⁴⁷ Die dezentrale Speichertechnik zusammen mit kryptographischen Verfahren ermöglicht es, das bislang dem Fi-

⁴⁰ Zöllner (Fn. 20), 255; Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, Rn. 2042.

⁴¹ Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 58; Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 103 ff.

⁴² Zur Anerkennung der Buchung als Rechtsscheinelement Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 105, der die Buchung im Verwahrbuch der Wertpapiersammelbank als ausreichendes Rechtsscheinelement für einen gutgläubigen Erwerb anerkennen will, auch wenn es de lege lata an einer gesetzlichen Regelung fehle.

⁴³ Segna, (Fn. 25), 27 f.

⁴⁴ Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 95 f.; MüKo BGB/Habersack (Fn. 4), Vor § 793 Rn. 34 f.; Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 70 ff.

⁴⁵ Casper (Fn. 7), Teil A. Rn. 95; Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 72.

⁴⁶ Gleske/Bunting (Fn. 3), § 1 eWpG Rn. 1 f.

⁴⁷ MüKo BGB/Habersack (Fn. 4), § 793 Rn. 64; Segna (Fn. 1), Einf. Kap. 2 Rn. 74; zur Entstehungsgeschichte des eWpG Gleske/Bunting (Fn. 3), § 1 eWpG Rn. 2.

nanzintermediär entgegengebrachte Vertrauen durch das Vertrauen in eine Technologie zu ersetzen.⁴⁸ Damit geriet eine (teilweise) Disintermediation des Kapitalmarkts ins Blickfeld; die etablierten Finanzintermediäre mussten sich dem Wettbewerb mit aufstrebenden Anbietern innovativer Technologie stellen. Insbesondere für KMU eröffnete sich die Aussicht, ihre Fremdkapitalfinanzierung mittels Bankkrediten durch Eigen- und Fremdkapitalaufnahme am Kapitalmarkt zu ergänzen, da die Kosten der Intermediation weitgehend fix sind und kleinere Emissionsvolumina daher überproportional belasten, was den Gang an den Kapitalmarkt bislang erschwerte.⁴⁹

2. Entstehungsgeschichte

Die Entstehungsgeschichte des eWpG erklärt sich vor dem Hintergrund einer langen politischen Diskussion. Bereits im Jahr 2008 spiegelte sich die Debatte in einem unveröffentlichten Eckpunktepapier des BMJ zur Reform des Depotrechts wider, das zunächst nicht weiter verfolgt wurde.⁵⁰ Erneut auf die politische Agenda gelangte das Thema durch den Koalitionsvertrag der 19. Legislaturperiode Anfang 2018.⁵¹ Dem folgte 2019 das Eckpunktepapier zur regulatorischen Behandlung von elektronischen Wertpapieren, in dem die Bundesregierung ihre Absicht bekräftigte, elektronische Wertpapiere auch nach deutschem Recht zuzulassen. Der Referentenentwurf ließ bis August 2020 auf sich warten; zahlreiche Stellungnahmen führten zu Änderungen im Regierungsentwurf vom Dezember 2020. Der Bundestag verabschiedete das Gesetz am 6.5.2021; es ist am 10.6.2021 in Kraft getreten. Zwischenzeitlich ist das Gesetz zweimal geändert worden, zuletzt durch das Standortfördergesetz; entfallen ist dabei namentlich die Veröffentlichungspflicht des § 20 eWpG nebst der von der BaFin geführten Kryptowertpapierliste⁵².

3. Definition und Taxonomie elektronischer Wertpapiere

Elektronische Wertpapiere zeichnen sich dadurch aus, dass an die Stelle der Ausstellung einer Urkunde die Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister tritt (§ 2 Abs. 1 S. 2 eWpG).⁵³ Die Begebung setzt sich aus drei Elementen zusam-

⁴⁸ *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 1 Rn. 4.

⁴⁹ Vgl. Begr. RegE, BT-Drs. 19/26925, 25, 49; *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 1 Rn. 4.

⁵⁰ *Casper* (Fn. 7), Teil A. Rn. 97; *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 1 Rn. 5. *Casper* weist darauf hin, dass das Eckpunktepapier v. 7. 3. 2019 die Überlegungen des Eckpunktepapiers v. 2008 zu einer Abkehr vom sachenrechtlichen Modell nicht wieder aufgriff (*Casper*, BKR 2019, 209, 214 ff.); siehe auch *Gleskel/Bunting* (Fn. 3), § 1 eWpG Rn. 2.

⁵¹ Zum Gang des Gesetzgebungsverfahrens ausführlich *Segna* (Fn. 1), Einf. Kap. 1 Rn. 5.

⁵² Art. 26 des Gesetzes zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz – StoFöG) v. 4.2.2026, BGBl. 2026 I Nr. 33, in Kraft seit 10.2.2026; ferner Art. 27a G v. 25.3.2026, BGBl. 2026 I Nr. 81.

⁵³ *Casper*, in: *Segna/Möslein/Omlor/von Buttlar* (Hrsg.), eWpG, 1. Aufl. 2024, § 2 Rn. 7 ff.; *MüKo BGB/Habersack* (Fn. 4), § 793 Rn. 68; *Müller*, in: *Müller/Pieper*, 1. Aufl. 2021, eWpG,