

Elektronische Wertpapiere

Herausgegeben von
SEBASTIAN OMLOR,
FLORIAN MÖSLEIN und
STEFAN GRUNDMANN

*Schriften zum
Recht der Digitalisierung*
8

Mohr Siebeck

Schriften zum Recht der Digitalisierung

Herausgegeben von

Florian Möslein, Sebastian Omlor und Martin Will

8



Elektronische Wertpapiere

Herausgegeben von

Sebastian Omlor, Florian Möslein
und Stefan Grundmann

Mohr Siebeck

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.

Florian Möslin 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

Stefan Grundmann ist Professor für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Handels- und Wirtschaftsrecht an der Humboldt-Universität zu Berlin und Professor of Transnational Law and Theory am European University Institute, Florenz.

ISBN 978-3-16-160743-1 / eISBN 978-3-16-160744-8
DOI 10.1628/978-3-16-160744-8

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

© 2021 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Nicht kommerziell – Keine Bearbeitungen 4.0 International“ (CC-BY-NC-ND 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar

Das Buch wurde von epline in Böblingen aus der Stempel Garamond gesetzt und von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Sebastian Omlor, Florian Möslein und Stefan Grundmann

Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren ist ein Besonderes, lange angemahnt.

Man kann – und muss es auch – sehen als ein Gesetz, das Effizienzgewinne bringen soll und wird, weil es eine digitalisierte Praxis, die bereits existiert, ohne juristische Krücke abbilden wird und soll. Es könnte jedoch auch ein Gesetz werden – im ersten oder aber im zweiten Anlauf –, das selbständig Architektur bildet in einem auch in seinen Konzepten digitalisierten Effektenmarkt – etwas Vergleichbares wie das Wertpapierhandelsgesetz vor 25 Jahren für die Effekten- transaktionen und alternative Effektenmärkte, das *Hopt* deswegen einmal das Grundgesetz des Effektenhandels nannte. Dass der Wertpapierhandel elektronisch erfolgt, mit dem High Frequency Trade sogar der Großteil seines Volumens ohne elektronische Abwicklung schlichtweg nicht erfolgen *könnte*, ist allen bewusst. Ebenso ist allen bewusst, dass seit der Einführung der treuhänderisch gehaltenen Globalurkunde sowie der Wertpapiersammelverwahrung eine Gestaltung vorliegt, die Vorteile sachenrechtlichen Denkens für den gesamten Effektenverkehr auch weiterhin nutzbar machen konnte und eine elektronische Abwicklung dennoch ermöglichte. Dafür bedurfte es keines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, das muss solch ein Gesetz jedoch ebenfalls weiterhin verbürgen.

Da Globalurkunden im Verbund mit Wertpapiersammelverwahrung bereits digitalisierungstauglich waren, konnte diese Gestaltung auch immer wieder EU-Vorgaben gerecht werden, namentlich denen der sog. EG/EU-Finanzrichtlinie 98/26/EG (mit ihrem Regime der Verlässlichkeit und Endgültigkeit von Buchungen, und wichtigen Fortschreibungen in EMIR und Richtlinie 909/2014/EU). Der Internationalisierungs- und Europäisierungstest des deutschen Depotrechts war damit zugleich bestanden. Umgekehrt bedeutet dies, dass das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren kein Umsetzungsgesetz ist, keine EU-Vorgabe neu umsetzen muss. Es ergeht autonom. Die Digitalagenda im Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht ist jedoch eine ungleich breitere als nur die einer Einführung von elektronischen Wertpapieren – ein Bereich, in dem Deutschland sogar eher den Nachzügler bildet.

Die Digitalagenda ist ungleich breiter und in fast allen anderen Teilen ist sie eine, die vor allem auf EU-Ebene entwickelt wurde und wird. Dort hat sie in jüngerer Zeit auch in der Tat diesen Namen erhalten, diese systematische Ausgestaltung und diese strategische Durchführung, alles fußend auf dem sog. Gesellschaftsrechtspaket (vgl. EU-Rechtsrahmen für die Mobilität von Unternehmen im Binnenmarkt [„Gesellschaftsrechtspaket“] zur Änderung der Richtlinie [EU] 2017/1132, Zustimmung des Europäischen Parlaments vom 18.4.2018, 2018/0113 [COD], 2018/0114 [COD], erhältlich unter https://ec.europa.eu/info/publications/company-law-package_en), namentlich mit der sog. EU-Digital-Richtlinie [EU] 2019/1151, dazu sogleich). Diese EU-Agenda reicht jedoch weit zurück, vor den Erlass der als solches bezeichneten EU-Digital-Agenda selbst. Man denkt an die frühen Ansätze im Bereich des Handels- und Unternehmensregisterrechts schon Anfang des Jahrtausends, seiner Digitalisierung und Verknüpfung zu einem EU-Unternehmensregister. Man denkt dann heute an das Digitalpaket für das EU-Gesellschaftsrecht selbst (sog. EU-Digital-Richtlinie [EU] 2019/1151, die viele Teile der allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Kodifikations-Richtlinie [EU] 2017/1132 im Hinblick auf den Einsatz digitaler Werkzeuge und Verfahren im Gesellschaftsrecht modifizierte). Dabei ist freilich zu bedenken, dass schon zuvor erst die Digitalisierung den wichtigsten Schritt in der internen Organisation im EU-Gesellschaftsrecht, nämlich die grenzüberschreitende, binnenmarktweite Ausübung der mitgliederschaftlichen Verwaltungsrechte, namentlich Stimmrechte, überhaupt ermöglichte (Aktionärsrechte-Richtlinien I und II). Das eigentliche Digitalpaket im EU-Gesellschaftsrecht galt der Vertiefung dieser Grundlagen, darüber hinaus vor allem auch dem Einsatz digitaler Formate bei Gründung und Strukturmaßnahmen. Das Gesellschaftsrecht bildet jedoch nur ein Teilstück des für ein Gesetz über elektronische Wertpapiere relevanten Bereichs. Man denkt im Zivil-, Handels- und Wirtschaftsrecht bei der Digitalisierung gleichermaßen an die Digitalagenda für Verträge, Märkte, Hybridformen, namentlich Plattformen. Diese Agenda reicht von der EU-Richtlinie (EU) Nr. 2019/770 für Digitale Inhalte über die EU-Richtlinie (EU) Nr. 2019/771 für Waren allgemein und deren (häufig sehr zentralen) digitalen Komponenten, etwa Steuerungseinheiten, bis hin heute zur Initiative zur Regulierung der zentralen Intermediäre, der Plattformen, ursprünglich mit der sog. Informationsgesellschafts-Richtlinie 2001/29/EG, im Fokus der gegenwärtigen Regulierungsbemühungen der sog. Digital Services Act (geplant als EU-VO), COM(2020) 825 final. Und auch in diesem Bereich reichen die ersten Schritte bis an den Anfang des Jahrtausends zurück, mit der Regelung des elektronischen Vertragsschlusses durch die E-Commerce-Richtlinie 2000/31/EG, und fußt die Entwicklung in einer breiten Digitalagenda (vgl. Mitteilung der Kommission an das europäische Parlament, den Rat, den europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen; KOM[2010] 245 endgültig/2 – mit Unterdokumenten für einzelne Akte.). All

dies – digitale Register, digitale Märkte und Abschlüsse, digitale Plattformen, digitale Inhalte und Verbürgungen der Rechte – ist Teil einer breiten, fast schon flächendeckenden EU-Digitalisierungsagenda.

Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren ist demgegenüber ein Besonderes. Denn es entspringt dem autonomen Willen des deutschen Gesetzgebers. Es hat in den Initiativen des Deutschen Bundestages zur Stärkung der Grundlagen von Digitalisierung sogar einen wichtigen Ursprung im Herzen des parlamentarischen Gesetzgebungsprozesses, des obersten Gesetzgebungsorgans selbst – nicht nur in Regierungsinitiativen und schon gar nicht nur auf Europäischer Ebene. Es handelt sich also um ein autonom gestaltetes Gesetz – eine Insel im Meer der Europäischen Digitalisierungsagenda. Und es ist besonders außerdem auch in dem Punkte, dass gerade die Gestaltung durch Globalurkunde und Wertpapiersammelverwahrung immer als eine besonders krude „Krücke“ gesehen und von allen führenden Bank- und Depotrechtlern als solche gegeißelt wurde (i. d. R. mit Hinweis auf die zahlreichen Initiativen im Europäischen und globalen Umfeld, im Soft Law, Konventions- und Richtlinienrecht), und dies in einem Land, das auf seine rechtswissenschaftlich-systematische Tradition, seine Kodifikationen in Zivil-, Handels- und Wirtschaftsrecht (gerade wegen dieser Qualität) besonders stolz ist. Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren hatte also auch im Effekten- und Depotrecht einen Standard anzustreben, der dem großen Geist von Pandektistik, aber auch Schuldrechtsmodernisierung oder Aktiengesetzbuch zumindest nahekommen sollte.

Für das Gesetz stellen sich daher vor allem drei Fragen:

Das Gesetz hat die Vorteile rein elektronischer Abwicklung – über die Ästhetik der dogmatisch stringenteren Ausgestaltung hinaus – möglichst weitgehend zu realisieren, d. h. echte Effizienzgewinne zu ermöglichen. Und in der Tat rückt die Begründung von Entwurf und Vorschlag gerade diese auch in den Mittelpunkt. Die präzisere und verlässlichere Abbildung der materiellrechtlich zutreffenden Berechtigung wäre in vielen Bereichen – vom Rechtserwerb über den Schutz der Werte gegen Drittzugriff in Vollstreckungssituationen, ggf. auch bei hoheitlichen Eingriffen, bis hin zum Aufsichts- oder gar Steuerrecht – potentiell ein signifikanter, teils sogar ein überragend bedeutsamer (Effizienz-) Gewinn. Ein anderer signifikanter Gewinn könnte – unabhängig von der Alternative Zentralregister oder dezentrale Registergestaltung – in der größeren Verlässlichkeit, verbesserten Publizitätswirkung und gesteigerten Fälschungssicherheit liegen. Beide Punkte erörtert zentral – und mit substantieller Kritik – *Mathias Habersack*.

Das Gesetz hat eine Architektur zu schaffen und dabei insbesondere der Vielzahl an Anlageinstrumenten eine klare depotrechtliche Ordnung zu geben – wobei die Ausklammerung von Anteilspapieren hinter dieser Zielvorstellung jedenfalls zurückbleibt. Kernziel müsste eines der Ordnung sein und dieses

namentlich in zweierlei Hinsicht: bezogen auf die Instrumente und bezogen auf die Register, in denen sie erfasst sind. Bezogen auf die Instrumente wäre eine Ordnung zentral wichtig, die im Hinblick auf Zirkulationsfähigkeit, Standardisierungsklarheit und Wichtigkeit für den Effektenverkehr überzeugt. Zentrale Kriterien arbeitet *Mathias Lehmann* heraus, *Florian Möslein* vor allem auch, wie ein Provisorium (unter Ausklammerung der Anteilspapiere) dennoch Pfadabhängigkeiten schaffen kann, solchermaßen eher Rückschritt bedeutet. Ein wichtiger Aspekt wäre hier, dass im Spannungsverhältnis zwischen Inhaber- und Namensaktien nicht eine Entwicklung gegenüber der anderen behindert werden sollte, wenn beispielsweise aus Governance-Überlegungen heraus der Trend hin zur Namensaktie Vorteile hat (gestalterische Neutralität). Bezogen auf die Register stellt sich zentral die Frage, welche Werte besser in Zentralregistern erfasst werden – und dann auch so, dass die Berechtigungen transparent werden – und welche besser in dezentralen Registern für Kryptowerte – wobei die Überlegung, dass diese noch am Anfang der Diskussion stehen, Gewicht hat und daher eine Festschreibung zum gegenwärtigen Zeitpunkt anders bewertet werden kann als bei den Zentralregistern, für die eine lange Erfahrung vorliegt und daher eine ausgereifte Lösung zu erwarten ist.

Eine dritte zentrale Frage – wiederum zur Gesamtarchitektur, jetzt jedoch noch stärker inhaltlicher Art – zielt auf die Leitbilder ab. Hierbei zentral ist zunächst die Frage nach der Ausgestaltung nach sachenrechtlichen Prinzipien, die nach einhelliger Meinung fortgeschrieben werden soll, für die sich jedoch vor allem die Alternative eröffnet, ob jeweils die mobiliarsachenrechtlichen, stärker an Übertragungsketten orientierten Wertungsprinzipien den Ausschlag geben oder eher die immobiliarsachenrechtlichen mit ihrer stärkeren Betonung der Registerverlässlichkeit und -dominanz – oder auch, in manchen Fragen jenes und in anderen wiederum dieses. Hierher zählt auch die Klärung der Bezüge zur allgemeinen Rechtsgeschäftslehre, namentlich mit der Frage, welche Verfügungshindernisse sinnvoll in einem Register vermerkt werden, welche nicht (und ggf. unabhängig davon durchgesetzt werden sollten). Die Referate von *Omlor* und *Lieder* zeigen in diesem Bereich Optimierungs- und Glättungspotential immer wieder auf. Ähnlich wichtig und für die Praxis wohl sogar überragend wichtig ist eine zweite Unterscheidung, namentlich zwischen Einzel- und Sammelverwahrung. Vor allem *Einsele* weist überzeugend darauf hin, dass die Einzelverwahrung zwar das gesetzgeberische Leitbild bildet, an das die Gestaltung der Sammelverwahrung durch umfangreiche Verweise anknüpft, jene jedoch in der praktischen Wichtigkeit hinter dieser weit zurücksteht. Umso problematischer ist jede Gestaltung im neuen Gesetz, das Konstellationen der Sammelverwahrung nicht gleichwertig mit einbezieht und vor allem diese überzeugend durchgestaltet.

Alles andere als eine zügige Verabschiedung des Gesetzes wäre eine Überraschung. Ob es noch gelingt, in manchem Teil des Gesamtgerüsts zentrale

Petita zu verankern, ist die vielleicht wichtigste verbleibende Frage – weil man sich nicht leichtfertig auf eine Korrektur des Provisoriums verlassen sollte. Drei der wichtigsten Petita sind: die Abrundung des Anwendungsbereichs, etwa im Hinblick auf Mitgliedschaftsrechte, aber auch hybride Instrumente; die Klärung der (sachenrechtlichen) Vorbilder, die Vermutungen, Rechteinhaberschaft und -übertragung leiten; und die Schaffung noch größerer Transparenz bei der Rechteinhaberschaft. Die Schweizerische Regelung, vorgestellt durch *Zellweger-Gutknecht*, mag noch stärker als Vorbild berücksichtigt werden.

Geleitwort

Christine Lambrecht

Blockchain und Recht? Es ist noch nicht lange her, da galt das vielen als randständiges Thema. Doch inzwischen haben sich die Verhältnisse gewandelt. Der vorliegende Band belegt das eindrücklich. Er behandelt ein aktuelles und ambitioniertes Gesetzgebungsvorhaben aus der Blockchainstrategie der Bundesregierung, die Einführung von elektronischen Wertpapieren; er versammelt ein breites Spektrum an Expertinnen und Experten; und er steht in Zusammenhang mit einem von meinem Haus geförderten Forschungsvorhaben, dem Projekt „Blockchain und Recht“ an der Philipps-Universität Marburg. All das unterstreicht: Das Thema Digitalisierung ist in der Mitte von Rechtspolitik und -wissenschaft angekommen. Und damit dort, wo es hingehört.

Die Einführung von elektronischen Wertpapieren und die in diesem Band versammelten Beiträge zeigen auch: Das Recht an die digitale Entwicklung anzupassen ist eine anspruchsvolle Aufgabe. Natürlich leuchtet es heute nicht mehr ein, dass Wertpapiere in einer Papierurkunde verbrieft werden müssen. Aber mit dieser Einsicht allein ist noch nicht viel gewonnen. Denn gerade bei einer so anspruchsvollen Materie wie dem Recht der Finanzinstrumente steckt der Teufel im Detail. Was ist zu tun, damit elektronische Wertpapiere am Kapitalmarkt genauso viel Vertrauen genießen wie Papierurkunden? Wie lassen sich Effizienz im Handelsverkehr und ein starker Anlegerschutz verbinden? Wie müssen die neuen Regelungen aussehen, damit sie sich stimmig in unsere Rechtsordnung einfügen? Und, in diesem dynamischen Umfeld besonders wichtig: Wie öffnen wir das Recht für technologische Innovationen? Das sind nur einige der Fragen, die bei der Einführung von elektronischen Wertpapieren zu beantworten sind. Und schon sie machen deutlich, wie groß die Aufgabe ist.

Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren wird erstmals die elektronische Begebung von Schuldverschreibungen und von Fondsanteilscheinen ermöglichen. Damit wird das Gesetz – so viel lässt sich heute schon absehen – nicht den Endpunkt der Modernisierung des Wertpapierrechts markieren. Denn natürlich gilt auch für Aktien und andere Wertpapiere: Eine zwingende Verbrieftung ist nicht länger zeitgemäß. Bevor auch für diese Wertpapiere eine elektronische Form vorgesehen werden kann, sind allerdings noch weitere, anspruchsvolle Fragen zu klären. Und das wird nur gelingen, wenn sich

Wissenschaft, Technik, Rechtspraxis und Politik eng austauschen – so wie das im Rahmen der Tagung geschehen ist, auf die der vorliegende Band zurückgeht.

Den Veranstaltern der Tagung – dem Institut für das Recht der Digitalisierung (IRDi) an der Philipps-Universität Marburg und dem Institut für Bank- und Kapitalmarktrecht an der Humboldt Universität zu Berlin, den Herren Professoren Omlor, Möslein und Grundmann und ihren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern – gilt mein herzlicher Dank. Möge dem vorliegenden Band die Aufmerksamkeit zuteilwerden, die er verdient. Und mögen Wissenschaft, Politik und Gesellschaft bei der Bewältigung der Herausforderung der Digitalisierung weiterhin produktiv zusammenarbeiten!

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Geleitwort	XI

Teil 1: Einordnung

Editorial: Das eWpG im digitalen Aufbruch des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts <i>Heribert Hirte</i>	3
§1 Internationaler Kontext: Schweizerisches Registerwertrecht <i>Corinne Zellweger-Gutknecht/Lucien Monnerat</i>	7

Teil 2: Regelungsvorschläge

§2 Die allgemeinen privatrechtlichen Regelungen für elektronische Wertpapiere. National und international <i>Dorothee Einsele</i>	33
§3 Wertpapierarten <i>Matthias Lehmann</i>	59
§4 Zentrales Register und Kryptowertpapierregister <i>Mathias Habersack</i>	83
§5 Eintragung und Publizität elektronischer Wertpapiere <i>Jan Lieder</i>	103
§6 Verfügungen über elektronische Wertpapiere <i>Sebastian Omlor</i>	137
§7 Aufsicht und Sanktionen <i>Julia von Buttlar</i>	157

Teil 3: Ausblick

§ 8 Elektronische Geschäftsanteile <i>Florian Möslein</i>	179
§ 9 Elektronische Fondsanteile <i>Thomas Eckhold</i>	207
Autorenverzeichnis	225

Teil 1

Einordnung

Editorial

Das eWpG im digitalen Aufbruch des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts

Heribert Hirte

Das Computerrecht, später dann das Informationsrecht, fristete lange ein Nischendasein. Die sprunghafte Steigerung der Rechenleistung und damit einhergehende Entwicklungen wie die *Distributed-Ledger-Technologie* (DLT) oder Künstliche Intelligenz insbesondere mittels *Machine Learning* sprengen aber die Grenzen des bislang Denkbaren. Die sogenannte zweite Welle der Digitalisierung führt heute zu Diskussionen und neuen Fragen in allen Bereichen des Rechts, ohne dass sie sich noch auf ein bestimmtes Rechtsgebiet wie das Computerrecht isolieren ließen. Zeitgleich unterliegt der Kapitalmarkt einem großen digitalen Wandel. Es werden *FinTechs* gegründet und neue finanztechnische Geschäftsideen entwickelt, die Abwicklung von Bankgeschäften wird automatisiert, im Hochfrequenzhandel ist kaum noch ein Mensch eingebunden. Dadurch stehen herkömmliche Banken und Finanzdienstleister vor großen Herausforderungen. Welche Auswirkungen die digitale Vernetzung und Abstimmung an den Finanzmärkten hervorbringen, konnten wir an der *Causa Gamestop* beobachten.

Die Digitalisierung der Finanzbranche ist zugleich auch Aufgabe für Politik und Gesetzgebung. Der moderne und effizienzgetriebene Kapitalmarkt bietet Chancen, verlangt aber auch nach Antworten auf seine Risiken. Das Eckpunktepapier der CDU/CSU-Bundestagsfraktion zur Blockchain verweist bereits auf das Erfordernis eines agilen Vorgehens des Gesetzgebers. Dabei wollen CDU und CSU schrittweise Gesetzesveränderungen durchführen, die Innovationen in Deutschland unterstützen, ohne bewährte rechtliche Prinzipien aufzugeben. Es gilt, sinnvolle Anwendungsfelder neuer Technologien zu identifizieren und Innovationen zu fördern. Dies gelingt zum einen durch die Schaffung einer innovationsfreundlichen Gesetzeslage und zum anderen durch eigene Kompetenz in digitalen Themen. Die Bundesregierung setzte sich in ihrer Blockchain-Strategie das Ziel, das deutsche Recht für elektronische Wertpapiere zu öffnen und startete mit einem Eckpunktepapier für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren den Konsultationsprozess.

Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren sieht vor, mittels Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister die Begebung von elektronischen Schuldverschreibungen und Anteilscheinen zu ermöglichen. Das kann und soll allerdings nur ein erster Schritt sein, denn elektronische Gesellschaftsanteile wie die E-Aktie oder der elektronische GmbH-Anteil werden mit dem Gesetz nicht eingeführt. Sie sind der nächste logische Schritt und wären vor allem auch für Kapitalgesellschaften jenseits der Börsennotierung und Start-ups eine Erleichterung. Sie würden unabhängig von der neuen Online-Gründung die Gründung von Kapitalgesellschaften erleichtern und durch eine günstigere Übertragbarkeit der Aktien und Anteile die Eigenkapitalbeschaffung und die Mitarbeiterkapitalbeteiligung vereinfachen. Hier wird es in der nächsten Legislaturperiode darauf ankommen, am Ball zu bleiben, und das Tempo der digitalen Erneuerung von Kapitalmarkt und Gesellschaftsrecht noch zu erhöhen.

Deutschland kann hier aber nicht autonom agieren. Es ist auf die Konsistenz mit europarechtlichen Vorgaben und Initiativen in diesem Bereich zu achten. Die aufsichtsrechtlichen Regelungen werden nicht weniger und durch MiFID II und MiFIR noch komplexer. Das eWpG wird mit den Ideen der europäischen Krypto-Regulierung im MiCAR harmonisieren müssen. Für die Finanzmärkte ist es elementar, keine Bruchstellen entstehen zu lassen, die in Folge den Finanzstandort Deutschland behindern würden. Schließlich kommt es maßgeblich auf das Zusammenspiel und das Verständnis von Gesellschaftsrecht, nationalem und europäischem Kapitalmarktrecht und digitalen Techniken an. Im Hinblick auf einen agilen und modernen Regulierungsansatz sei auf das DLT Pilot Regime der EU verwiesen, das regulatorische Ausnahmen ermöglicht, um Pilotprojekte für die Nutzung von *Distributed-Ledger-Technologie* zu fördern.

Wenn man den Blick zum Abschluss noch etwas weiter schweifen lässt, blicken wir unmittelbar auch auf den digitalen Euro. Nach einer aktuellen Studie denken bereits 86 Prozent der befragten Zentralbanken über eigene digitale Zentralbankwährungen nach. In China und Schweden laufen bereits Pilotphasen, die EZB befindet sich dagegen noch in einem sehr frühen Stadium, möchte aber Mitte 2021 über den Start des Projekts entscheiden. Der digitale Euro könnte den Zahlungsverkehr im Euroraum erheblich beschleunigen und in manchen Fällen auch vollständig automatisieren. Somit würde er Innovationen im Massenzahlungsverkehr aktiv fördern und dadurch, dass Geschäftsbanken nur als Mittler zwischen EZB und dem Inhaber des E-Euros dienen würden, auch im Vergleich zu ApplePay oder GooglePay für mehr Vertrauen und Sicherheit im Zahlungsverkehr sorgen. Zu beachten ist allerdings, dass die Einführung digitalen Zentralbankgelds mit erheblichem Kostenaufwand verbunden ist. Aus diesem Grund haben sich die Schweiz und Dänemark gegen dessen Einführung entschieden. Auf die Entscheidung der EZB und deren Folgen kann man gespannt sein.

Es zeigt sich, dass die nahe Zukunft viele spannende Herausforderungen im Bereich der Digitalisierung des Kapitalmarkts und der damit zusammenhängenden Rechtsgebiete bereithält. Der Gesetzgeber, aber auch der Autor, stellen sich den damit zusammenhängenden Fragen nicht erst seit dem eWpG. Die Herausforderungen werden zwischen notwendiger Regulierung, um Rechtssicherheit und Vertrauen zu schaffen, sowie wichtiger Technologie- und Innovationsoffenheit nicht kleiner. Gerade deshalb ist auch in diesem Bereich ein enger Austausch zwischen der Wissenschaft, Innovationstreibern und dem Gesetzgeber erforderlich. Ich bin optimistisch, dass sich dieser Austausch auch über die Tagung zum eWpG und diesen Tagungsband hinaus fortsetzen wird.

Internationaler Kontext: Schweizerisches Registerwertrecht

*Corinne Zellweger-Gutknecht/Lucien Monnerat**

I. Einleitung	7
II. Rechtsnatur und Einordnung	8
III. Voraussetzungen	13
1. Registerwertrechtsfähige Rechte	13
2. Wertrechtregister	17
3. Registrierungsvereinbarung	19
4. Registrierung	22
5. Weitere, nicht konstitutive Anforderungen	22
IV. Wirkungen	23
1. Rechte am Registerwertrecht	23
a) Statisch (Abwehr und Auskehr)	23
b) Dynamisch (Verfügung)	26
2. Rechte aus dem Registerwertrecht	28
IV. Ausblick	29

I. Einleitung

Zum 1. Februar bzw. zum 1. August 2021 ist das Schweizerische „Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register“ in Kraft getreten.¹ Es handelt sich um ein reines Rahmengesetz, das zehn bestehende Bundesgesetze anpasst mit dem Ziel, eine sichere rechtliche Basis zu schaffen für den Handel von Rechten mittels Distributed-Ledger-Technologie (DLT), aber auch mittels heute noch unbekannter Technologien, die eine ausreichend manipulationsresistente Datenverarbeitung gewährleisten.² Die Chancen, welche mit solchen neuen Technologien einhergehen, sollen künftig genutzt werden können, ohne dass korrespondierende

* Die Autoren danken Prof. Dr. iur. Rolf H. Weber, Rechtsanwalt, Zürich für wertvolle Hinweise.

¹ Vgl. zu Entstehung und Inhalt im Einzelnen *Zellweger-Gutknecht/Seiler*, Country Report Switzerland, in: Maume/Maute (Hrsg.), *The Law of Crypto Assets* (erscheint demnächst).

² Bundesrat, Botschaft zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwick-

Risiken die Interessen der Akteure und die Integrität und Reputation des Finanz- und Wirtschaftsstandorts Schweiz beeinträchtigen.³ Schließlich sollte die rechtliche Basis ausreichend flexibel ausgestaltet werden, so dass sich die Schweiz als ein führender, innovativer und nachhaltiger Standort für Fintech- und DLT-Unternehmen etablieren und weiterentwickeln kann.⁴ Einer der Dreh- und Angelpunkte des Rahmengesetzes bildet das neu geschaffene Registerwertrecht, das im Zentrum des vorliegenden Beitrages steht.

II. Rechtsnatur und Einordnung

Die neuen Bestimmungen zu den Registerwertrechten stehen in der fünften und letzten Abteilung des Obligationenrechts betreffend „Die Wertpapiere“ (Art. 965 ff. OR) und dort, gleich eingangs, unter den Allgemeinen Bestimmungen (Art. 965–973i OR) über die Namen-, Inhaber- und Orderpapiere (Art. 965–1155 OR). Indes wollte der Gesetzgeber das Registerwertrecht mit dieser systematischen Verortung nicht etwa als normativ fingiertes Wertpapier konzipieren.⁵ Vielmehr hat er ein eigenständiges, wenn auch wertpapierähnliches Instrument geschaffen.

Die Ähnlichkeit ist funktional bedingt: Beim Wertpapier verknüpft eine sog. einfache Wertpapierklausel⁶ Recht und Urkunde so, dass ohne Urkunde über das Recht nicht verfügt werden kann (Art. 965 OR); mithin folgt das Recht aus dem Wertpapier dem Recht am Wertpapier. Diese Verknüpfung führt punkto Transport, Legitimation und Verkehrsschutz zu Privilegien, welche durch Legitimationsklauseln⁷ noch vermehrt werden können und so die Umlauffähigkeit

lungen der Technik verteilter elektronischer Register, 27. November 2019, BBl. 2020, S. 233, 234.

³ Die Botschaft (Fn. 2), S. 234 erwähnt zwar den Anlegerschutz nicht explizit. Zumindest einzelnen Normen des Rahmengesetzes sind indes eindeutig individualschützend ausgestaltet (so etwa Art. 973i OR zur Haftung). Zum technologieneutralen Ansatz etwa S. 259.

⁴ Botschaft (Fn. 2), S. 239.

⁵ Die Fiktion wäre notwendig, da die für das Wertpapier in Art. 965 OR vorausgesetzte *Urkunde* nach herrschender Lehre einen *physischen* Transfer gewährleisten muss: von der *Crone/Derung*, Aktien als digitalisierte Werte, SZW 5 (2019), 481, 483; *MacCabe*, Die Abbildung von Vermögenswerten durch Anlage-Tokens (2019), S. 6 ff.; *Ifflan/Ben Hattar*, Central Securities Depositories in the Age of Tokenized Securities, CapLaw 5 (2020), 419 f.; *Pasquier/Ayer*, Formungültige Aktienübertragungen auf der Blockchain, Anwaltsrevue 5 (2019), 196, 198; a. M. immerhin *Weber/Iacangelo*, Rechtsfragen bei der Übertragung von Token, Jusletter IT (24. Mai 2018), S. 10; Swiss Blockchain Federation (SBF), Stärkung des Blockchain-Standorts Schweiz, Whitepaper der Blockchain-Taskforce, (April 2018), S. 6 ff.

⁶ Sog. doppelseitige Präsentationsklausel, dergemäss ein Schuldner ohne Vorlage der Urkunde weder leisten muss noch darf: vgl. schon *Jäggi/Druey/von Greyerz*, Wertpapierrecht – unter besonderer Berücksichtigung von Wechsel und Check (1985), S. 79 (dort zum Sparheft).

⁷ Die einfache Legitimationsklausel erlaubt dem Schuldner, befreiend an den durch die Urkunde ausgewiesenen Gläubiger zu leisten (bei Orderpapier mit Blankoindossament und

von Wertpapier und verbrieftem Recht (im Vergleich zu unverbrieften oder gar unverurkundeten Rechten)⁸ entscheidend fördern.

Beim Registerwertrecht verknüpft nun eine sog. Registrierungsvereinbarung Recht und Eintrag (Registrierung) in einem Wertrechtregister derart, dass das Recht nurmehr „über dieses Wertrechtregister geltend gemacht und auf andere übertragen werden kann“ (Art. 973d Abs. 1 Ziff. 2 OR).

Das Registerwertrecht ist mithin entgegen seiner Bezeichnung und der unglücklichen Legaldefinition⁹ gerade kein Recht. Stattdessen ist es, wie schon das Wertpapier,¹⁰ nur, aber immerhin, ein gesetzlich qualifiziertes *Informationsmedium*.¹¹ An ihm können zwar Rechte erworben und sogar mit Wirkung gegenüber Dritten verteidigt und ausgeübt werden,¹² wobei hier nun das Recht aus der Registrierung (Eintrag im Wertrechtregister) dem Recht an der Registrierung folgt.¹³ Dadurch wird aber die Registrierung, das Registerwertrecht, nicht selbst zum Recht, so dass eine Bezeichnung als „Wertregistrierung“ treffender gewesen wäre. Wenigstens die englische Übersetzung als *ledger-based security* (wie auch die in der Praxis inzwischen geläufigere Bezeichnung *register security*) vermeidet die Bezugnahme auf das bloß repräsentierte Recht.¹⁴

Derartige terminologische Unstimmigkeiten sind solange unschädlich, als sie nicht zu unsachgerechten Schlüssen verleiten. Solche sind indes im noch jungen Schrifttum zum Registerwertrecht bereits erkennbar,¹⁵ so dass ihnen hier begegnet werden soll.

Inhaberpapier also der Urkundsbesitzer; bei Orderpapieren der dort oder in der lückenlosen Indossamentkette als berechtigt genannte Urkundsbesitzer). Die doppelte Legitimationsklausel (Inhaberklause) verbietet es dem Schuldner, einen anderen Legitimationsnachweis zu verlangen. *Meier-Hayoz/von der Crone*, Wertpapierrecht (3. Aufl. 2018), §1 Rn. 30ff.

⁸ Der Gläubiger eines unverurkundeten Rechts trägt die Beweislast für dessen Bestand (Art. 8 ZGB). Schon die Verurkundung in einem einfachen Schuldschein kehrt die Beweislast zwar um. Die Gläubigerstellung bleibt aber eine relative und die Verfügung über das Recht verlangt weiterhin einfache Schriftlichkeit (Art. 165 Abs. 1 OR), wobei gutgläubiger (unbelasteter) Rechtserwerb nur in den (praktisch kaum relevanten) engen Schranken von Art. 18 Abs. 2 und 164 Abs. 2 OR möglich ist (vgl. insb. Art. 167 und 169 OR). Erst die Verbriefung in einem Wertpapier führt zu Wirkungen *erga omnes* und erhöhter Umlauffähigkeit.

⁹ Vgl. Art. 973d pr OR: „Ein Registerwertrecht *ist* ein Recht, [...]“ (Hervorhebung hinzugefügt).

¹⁰ Vgl. Botschaft (Fn. 2), S. 243 und 259.

¹¹ Vgl. schon *Kuhn*, Digitale Aktiven im schweizerischen Privatrecht, in: Weber/Kuhn (Hrsg.), *Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht* (2021), S. 51, Rn. 8. Der Bundesrat spricht von einem „qualifizierten Kleid“: Botschaft (Fn. 2), S. 277.

¹² Vgl. IV. Wirkungen.

¹³ Es kann also, laut Bundesrat „das Recht im qualifizierten Kleid des Registerwertrechts übertragen werden“: Botschaft (Fn. 2), S. 277.

¹⁴ Dabei sollte *security* (aus dem lateinischen *securus* bzw. *sine cura* bzw. ohne Sorge) nicht mit „Wertpapier“ gleichgesetzt, sondern als (stoffunabhängiger, den Inhalt aber qualifiziert sichernder) Informationsträger verstanden werden. Nur so wird auch die (international ganz anerkannte) englische Übersetzung des Wertrechts als *uncertificated security* nicht zum Oxymoron (im Sinne eines „unverbrieften Wertpapiers“).

¹⁵ Vgl. IV.I.b und insb. Fn. 118.

Der Name des Registerwertrechts lehnt sich leicht erkennbar an die „Wertrechte“ an, welche seit 2010 in Art. 973c OR geregelt sind und nun zur besseren Abgrenzung in „einfache Wertrechte“ umbenannt wurden. Ihre bisherige Legaldefinition als „Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere“ wurde schon länger kritisiert¹⁶ und ist mit der Gesetzesrevision zu Recht entfallen. Denn die suggerierte funktionelle Äquivalenz von Wertrecht und Wertpapier beschränkt sich darauf, dass beide als Grundlage zur Schaffung der sogleich noch näher erläuterten Bucheffekten dienen (Art. 6 BEG). Die vom Wertpapier erzeugten privilegierten Rechtswirkungen (wie etwa dinglicher Schutz und Gutgläubenserwerb) vermag das schweizerische Wertrecht hingegen regelmässig nicht zu erzeugen, da ein dafür qualifiziertes Informationsmedium gerade fehlt: Sein Bestand ergibt sich zwar aus dem konstitutiven¹⁷ Eintrag in ein Wertrechtbuch (Art. 973c Abs. 3 OR). Letzteres ist indes nicht öffentlich, wird vom Schuldner selbst geführt und muss der Emission nachfolgende Verfügungen nicht dokumentieren. Entsprechend erlangt der Gläubiger eine bloss relative Rechtsposition, über die er nur durch schriftliche Abtretung verfügen kann (Art. 973c Abs. 4 i. V. m. 165 Abs. 1 OR), wenn er weder den Schuldner (mittels Vertragsübernahme) noch einen Dritten (durch Anweisung nach Art. 466 ff. OR) einbeziehen will.¹⁸

Damit unterscheidet sich das schweizerische Wertrecht – trotz gleichen Namens – fundamental von dem, was schon *Opitz* (auf den der Begriff massgeblich zurückgeht) als Wertrecht verstanden wissen wollte. Zwar ist auch bei ihm das „Wertrecht [...] im Gegensatz zum Wertpapier ohne körperliche Erscheinungsform“ und „Grundlage des Wertrechts das Schuldbuch“. Indessen ist „nicht jede Schuldbuchforderung bereits Wertrecht“, sondern nur „die durch die Wertpapiersammelbank vermittelten Anteile an den auf den Namen der Wertpapiersammelbank eingetragenen Schuldbuchforderungen“.¹⁹ Die so ein-

¹⁶ Vgl. nur *Kuhn*, Handkommentar zum Schweizer Privatrecht (3. Aufl. 2016), Art. 973c OR Rn. 1b; *Kuhn* (Fn. 12), Rn. 19 und Fn. 42 m. w. H.

¹⁷ Vgl. auch Bundesrat, Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen, 15. November 2006, BBl. 2006, S. 9315, 9394. Zu Wertrechten ohne Wertrechtbuch-Eintrag, welche dann nicht i. S. v. Art. 973c OR qualifizieren *von der Crone/Monsch/Meisser*, Aktien-Token, Eine privatrechtliche Analyse der Möglichkeit des Gebrauchs von DLT-Systemen, GesKR 2019, 1, 4 und Fn. 34 m. w. H.

¹⁸ Eine Ausnahme bildeten nur die nach deutschem Vorbild gestützt auf das Bundesgesetz über das eidgenössische Schuldbuch vom 21. September 1939 (BBl. 1939 II 377) geschaffenen Schuldbuchforderungen gegenüber dem Bund: Art. 3 erklärte die Schuldbuchforderungen als „hinsichtlich Schuldverhältnis und Sicherheit den [verbrieften] Schuldverschreibungen der Eidgenossenschaft gleichgestellt“. Abgesehen davon bestand indes ein weiterer entscheidender Unterschied zu den Wertrechten nach Art. 973c OR: die Buchführung oblag der Nationalbank, die kraft ihres Mandates und ihrer institutionellen Fundierung den entsprechenden Ein- und Umbuchungen eine den Wertpapieren mindestens ebenbürtige Sicherheit verlieh. Vgl. auch *Meier-Hayoz/von der Crone* (Fn. 8), § 25 Rn. 29.

¹⁹ *Opitz*, Die Sammelverwahrung von Wertpapieren mit Gruppenauslosung (Bankwirt-