



# Stellungnahme

## des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Bank- und Kapitalmarktrecht

### zu den Eckpunkten des BMF und BMVJ für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token

GZ VII A 3 - WK 5634/13/10003 :024  
DOK 2019/0193124

Stellungnahme Nr.: 14/2019

Berlin, im April 2019

#### Mitglieder des Ausschusses Bank- und Kapitalmarktrecht

- Rechtsanwalt Dr. Andreas Fandrich, Stuttgart (Vorsitzender)
- Rechtsanwältin Daniela Bergdolt, München
- Rechtsanwalt Dr. Stephan Heinze, LL.M.oec., Magdeburg
- Rechtsanwältin Julia Heise, LL.M. Frankfurt am Main
- Rechtsanwalt Dr. Berthold Kusserow, LL.M., Hofheim (Berichterstatler)
- Rechtsanwalt Klaus Rotter, München

#### Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

- RAin Christine Martin, DAV-Berlin

**Deutscher Anwaltverein**  
Littenstraße 11, 10179 Berlin  
Tel.: +49 30 726152-0  
Fax: +49 30 726152-190  
E-Mail: [dav@anwaltverein.de](mailto:dav@anwaltverein.de)

**Büro Brüssel**  
Rue Joseph II 40, Boîte 7B  
1000 Brüssel, Belgien  
Tel.: +32 2 28028-12  
Fax: +32 2 28028-13  
E-Mail: [bruessel@eu.anwaltverein.de](mailto:bruessel@eu.anwaltverein.de)  
Transparenz-Registernummer:  
87980341522-66

## Verteiler

---

### Deutschland

- Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
- Bundesministerium der Finanzen
- Vorsitzender des Rechtsausschusses des Bundestages
- Fraktionen der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien
- Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins
- Landesgruppen und -verbände des DAV
- Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV
- Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV
- Bundesrechtsanwaltskammer
- Bundesnotarkammer
- Deutscher Notarverein
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)
- Deutscher Richterbund
- Deutscher Juristinnenbund
- Frauen in die Aufsichtsräte e.V. (FidAR)
- Bundesverband der Freien Berufe
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)
- Deutscher Steuerberaterverband
- Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
- Bundesverband Deutscher Banken
- Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung –
- Die Aktiengesellschaft
- GmbH-Rundschau
- NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
- WM Wertpapiermitteilungen
- ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
- Börsenzeitung
- Betriebs-Berater
- NJW Neue Juristische Wochenschrift
- Handelsblatt
- Frankfurter Allgemeine Zeitung

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit rund 63.000 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

---

## **Zusammenfassung**

Der DAV begrüßt das Vorhaben, elektronische Wertpapiere unter Wahrung der Erfordernisse des Anlegerschutzes zu ermöglichen und im Aufsichts- und Zivilrecht die notwendige Rechtssicherheit hierfür zu schaffen.

Die Wertpapierurkunde hat im Bereich der zentralverwahrten Wertpapiere einen nahezu vollständigen Funktionsverlust erfahren. Sämtliche den Wertpapierbegriff im Wesentlichen kennzeichnenden Funktionen (Legitimationsfunktion, Liberationsfunktion, Übertragungsfunktion) kommen bei zentralverwahrten immobilisierten Globalurkunden nicht mehr zum Tragen. Die Realität des Effektengiroverkehrs hat sich vollständig von der Wertpapierurkunde gelöst: Es werden ideelle Anteile am Gesamtemissionsbetrag übertragen und durch elektronische Buchungen auf jeder Stufe der Verwahrkaskade nachvollzogen. Aus Gründen des Verkehrsschutzes wird weiter so getan, als fände eine sachenrechtliche Übertragung statt. Hierbei handelt es sich jedoch um eine reine Fiktion.

Zahlreiche Mitgliedstaaten der Europäischen Union sowie die Schweiz haben inzwischen die Schaffung von dematerialisierten Wertpapieren anerkannt, die aus Gründen des Verkehrsschutzes wie verbriefte Wertpapiere behandelt werden. Auch der Bundesgesetzgeber hat im Bereich der Bundesschuldenverwaltung dematerialisierte Wertrechte geschaffen, die durch Eintragung im Register entstehen und nach sachenrechtlichen Grundsätzen übertragen werden. Schließlich wurden durch die EU-Verordnung über Zentralverwahrer vollständig dematerialisierte Wertpapiere mit immobilisierten physischen Wertpapieren gleichgestellt und die nationalen Verwahrmärkte dem Wettbewerb durch europäische Zentralverwahrer geöffnet (siehe Art. 23 CSDR und § 1 Abs. 3 DepotG). Es ist daher dringend überfällig, dass das deutsche Wertpapier- und Verwahrrrecht mit der internationalen Entwicklung durch Anerkennung vollständig dematerialisierter elektronischer Wertpapiere gleichzieht, um im Wettbewerb der Systeme bestehen zu können.

## A. Elektronische Wertpapiere

Schuldverschreibungsemissionen, insbesondere solche, die in den Effektenverkehrsverkehr einbezogen sind, spielen bei der Kapitalversorgung des Finanzsektors, der Realwirtschaft und der öffentlichen Hand eine zentrale Rolle. Diese Allokationsfunktion können diese Schuldverschreibungen jedoch nur dann erfüllen, wenn der Verkehrsschutz bei der Begebung und im Sekundärmarkt vollständig gewährleistet ist. Der Verkehr muss sich darauf verlassen können, dass die Schuldverschreibung als wirksam entstanden gilt, dass Einwendungen weitgehend ausgeschlossen sind, dass der gutgläubige Rechtsverkehr eine durchsetzbare Position gegenüber dem Emittenten erlangt und seine Rechtsposition im Falle der Insolvenz des Zentralverwahrers oder von Zwischenverwahrern geschützt ist. Weiterhin muss der Emittent Gewissheit haben, an wen er mit befreiender Wirkung leisten kann. Schließlich stellt sich die Frage nach dem Regelungsort.

### I. Art des Verkehrsschutzes

Im Falle von elektronischen Wertpapieren stellt sich die Frage, ob dieser Verkehrsschutz durch eine Fiktion erreicht werden soll, indem die elektronischen Wertpapiere physischen Wertpapieren gleichgestellt werden, oder ob neue quasidingliche Rechte *sui generis* geschaffen werden sollen, wie dies etwa in der Schweiz und in USA geschehen ist.

Der DAV tritt dafür ein, grundsätzlich der Regelung zu folgen, die durch §§ 5ff. BSchWG vorgezeichnet ist. Hierdurch werden der erforderliche Verkehrsschutz und die notwendige Rechtssicherheit erreicht. Die Schaffung neuer quasidingliche Rechte *sui generis* würde dagegen die Gefahr in sich bergen, dass Rechtssicherheit erst nach einer längeren Phase erreicht werden könnte, während der Zweifelsfragen gerichtlich geklärt werden müssten. Dies würde die Akzeptanz elektronischer Wertpapiere behindern und die eingangs erwähnte Kapitalversorgungsfunktion gefährden. Hierdurch könnte das deutsche Recht gerade vor dem Hintergrund der EU-Verordnung für Zentralverwahrer als Emissionsrecht weiter an Boden verlieren. Dies gilt es zu verhindern.

## II. Entstehung der Wertpapiere

Herkömmliche physische Wertpapiere entstehen durch Begebungsvertrag, Niederlegung der Bedingungen in einer vom Emittenten unterzeichneten und gegebenenfalls mit einer Kontrollunterschrift versehenen Urkunde sowie durch das Inverkehrbringen der Urkunde (bei zentralverwahrten Wertpapieren Einlieferung der Globalurkunde beim Zentralverwahrer). Wurden die Wertpapiere auf diese Weise kreiert, konnte sich der Rechtsverkehr darauf verlassen, dass die verbrieften Forderungen tatsächlich entstanden waren.

Auch bei elektronischen Wertpapieren kann nach Auffassung des DAV auf den Begebungsvertrag nicht verzichtet werden, da auch elektronisch dokumentierte Verbindlichkeiten nicht durch einseitigen Akt, sondern nur durch Vertrag begründet werden können. Dementsprechend bedarf es zwischen Emittenten und dem ersten Gläubiger einer vertraglichen Einigung über die ökonomischen und rechtlichen Bedingungen des Wertpapiers. Die Dokumentation dieser Bedingungen erfolgt jedoch nicht in einer physischen Urkunde, sondern durch Eintrag in einem zentralen elektronischen Register. Damit sich der Rechtsverkehr auf die Einträge in diesem Zentralregister verlassen kann, sollte das Zentralregister nach Auffassung des DAV mit öffentlichem Glauben versehen sein. Dementsprechend sind an die Führung eines solchen Zentralregisters sehr hohe Anforderungen zu stellen, deren Einhaltung der staatlichen Beaufsichtigung bedarf. Nach Auffassung des DAV ist es jedoch nicht erforderlich, dass die Führung des Zentralregisters zwingend durch eine staatliche Stelle erfolgen muss. So können etwa Refinanzierungsregister gemäß § 22b KWG von Kreditinstituten geführt werden. Dasselbe gilt für das Deckungsregister nach § 5 PfandBG und für das Verwahrbuch nach § 14 DepotG. Angesichts der Tatsache, dass in das elektronische Zentralregister einzutragende Schuldverschreibungsgesamtemissionen zwangsläufig in den Effekten giroverkehr einbezogen werden, läge es nahe, die nach § 1 DepotG zugelassenen Wertpapiersammelbanken mit der Aufgabe der Führung des elektronischen Zentralregisters zu betrauen und sie insoweit einer besonderen staatlichen Beaufsichtigung zu unterwerfen.

Hinsichtlich der Art der zu schaffenden elektronischen Wertpapiere sollte im Zentralregister in erster Linie ein Sammeleintrag ermöglicht werden. Dieser sollte auf den Namen eines Zentralverwahrers lauten und die Einlieferung der Globalurkunde beim Zentralverwahrer ersetzen. Auf diese Weise könnte durch relativ geringe Eingriffe

die bisherige Technik des Effektengiroverkehrs beibehalten werden. Allerdings sollte, was die rechtliche Konstruktion anbelangt, auf die gekünstelte und dogmatisch umstrittene Miteigentumskonstruktion verzichtet werden. Wenn jedes einzelne elektronische Wertpapier als Sache gilt, ist die Miteigentumskonstruktion entbehrlich.

Weiterhin ist zu überlegen, ob – entsprechend der Regelungen des BSchuWG – neben einem Sammeleintrag im Namen eines Zentralverwahrers auch ein Bedürfnis für einen Einzeleintrag besteht oder ob es insoweit bei einer physischen Verbriefung entsprechend §§ 793ff. BGB verbleiben soll. Ein Bedürfnis könnte etwa dann bestehen, wenn die Schaffung elektronischer Wertpapiere nicht nur durch Eintrag in einem elektronischen Zentralregister, sondern auch durch Eintrag in einem dezentralen elektronischen Register unter Verwendung der sog. Distributed-Ledger-Technologie möglich sein soll. Außerhalb dieser Fälle sollte es nach Auffassung des DAV bei den Regeln der §§ 793ff. BGB verbleiben.

### **III. Übertragung der Wertpapiere**

Nach Auffassung des DAV kann der Verkehrsschutz, was Übertragung und Belastung von elektronischen Wertpapieren anbelangt, am besten durch eine gesetzliche Fiktion erreicht werden, durch die jedes einzelne elektronische Wertpapier als Sache gilt, da hierdurch insbesondere ein Gutgläubensschutz erreicht werden kann, wie er bereits für physische Wertpapiere gilt. Allerdings muss dabei der Tatsache Rechnung getragen werden, dass bei unkörperlichen Gegenständen ein Besitz nicht möglich ist. An die Stelle der Übergabe durch Besitzverschaffung im Sinne der §§ 929ff. BGB sollte die Buchung treten, so dass der Übertragungstatbestand im Falle von Registereinzelforderungen Einigung und Einzeleintrag im Zentralregister und im Falle von Registersammelforderungen Einigung und Buchung im Verwahrsystem erfordert. Wie bisher kann in der Verwahrkette durch Kennzeichnung der Depots als Fremd- oder Eigendepot sichergestellt werden, dass die elektronischen Wertpapiere nicht in das Vermögen der Verwahrer übergehen und die elektronischen Wertpapiere im Falle der Insolvenz des Zwischenverwahrer ausgesondert und auf einen anderen Zwischenverwahrer übertragen werden können.

Neben der Übertragung durch Einigung und Buchung sollte allerdings eine Abtretung der „verbrieften“ Forderung, wie sie bislang bei Schuldverschreibungen ohne weiteres

möglich ist, bei elektronischen Wertpapieren ausgeschlossen werden, da hierdurch die Integrität des Registers beeinträchtigt werden könnte.

#### **IV. Erfüllung der Leistungspflicht**

Ein weiterer Aspekt des Verkehrsschutzes besteht darin, dass der Emittent Gewissheit haben und auf einfache Weise feststellen können muss, an wen er mit befreiender Wirkung leisten kann (Liberationswirkung). Dies wurde bei klassischen physischen Wertpapieren dadurch gewährleistet, dass Leistung an den Wertpapierinhaber die gewünschte Befreiungswirkung zeitigte, der das Wertpapier physisch beim Emittenten oder einer von ihm beauftragten Person vorlegen musste.

Bei elektronischen Wertpapieren scheidet eine Vorlage naturgemäß aus. Hier tritt der Eintrag im elektronischen Zentralregister an die Stelle der Vorlage: Der Emittent kann darauf vertrauen, dass eine Leistung an den im Zentralregister eingetragenen Inhaber befreiende Wirkung hat. Bei Registersammeleinträgen im Namen eines Zentralverwahrers hätte dies zur Folge, dass der Emittent mit befreiender Wirkung nur an den Zentralverwahrer leisten kann, der diese Beträge dann über die Verwahrkette an die tatsächlichen Inhaber der elektronischen Wertpapiere weiterleitet. Dies entspricht bereits heute geübter Praxis.

Umgekehrt hätte dies aber auch zur Konsequenz, dass nur der eingetragene Inhaber seine Rechte unmittelbar gegen den Emittenten durchsetzen könnte. Dem könnte man zwar dadurch abhelfen, dass der tatsächliche Inhaber Umschreibung auf seinen Namen im elektronischen Register verlangen kann, wenn er seine Rechte individuell durchsetzen möchte. Dies würde jedoch bedeuten, dass das elektronische Wertpapier zur Registereinzelforderung wird und aus der Zentralverwahrung ausscheidet. Diese unerwünschte Konsequenz ließe sich jedoch dadurch vermeiden, indem man durch gesetzliche Anordnung im Falle der Zentralverwahrung einen Depotauszug genügen lässt, wie dies bereits heute häufig in den Emissionsbedingungen zentralverwahrter Wertpapiere geregelt ist.

## **V. Regelungsort**

Es stellt sich weiterhin die Frage, welcher Regelungsort für die Schaffung von elektronischen Wertpapieren vorgesehen werden soll. Zur Wahl stehen im Wesentlichen (i) eine Änderung der §§ 90ff., 793ff. BGB, (ii) eine Änderung des SchuVG, oder (iii) ein Sondergesetz ähnlich dem BSchWG. Auch wenn eine Änderung des BGB zweifellos reizvoll wäre, da bei dieser Gelegenheit – wie dies bereits in der Literatur vorgeschlagen wurde – das Sachenrecht in Bezug auf unkörperliche Gegenstände modernisiert werden könnte, wären die praktischen Hürden wohl so groß, dass eine zeitnahe Umsetzung dieses Gesetzgebungsvorhabens nicht gewährleistet werden könnte. Der DAV befürwortet daher eine Einführung elektronischer Wertpapiere entweder durch Änderung des SchuVG oder Schaffung eines Sondergesetzes. Die Beantwortung der Frage hängt davon ab, ob außerhalb des Anwendungsbereichs des SchuVG ein Bedürfnis für elektronische Wertpapiere besteht. Da zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht genau vorhergesehen werden kann, in welche Richtung sich die Bedürfnisse der Praxis entwickeln, sollte einem Sondergesetz der Vorzug gegeben werden. Gegebenenfalls kann dieses zu einem späteren Zeitpunkt in das SchuVG integriert werden.

## **VI. Folgeänderungen**

Die Einführung elektronischer Wertpapiere wird zahlreiche Folgeänderungen bedingen. Nachfolgend sollen nur einige wenige erwähnt werden:

§ 1 Abs. 1 Satz 2 DepotG sollte klarstellen, dass elektronische Wertpapiere im Sinne des Sondergesetzes auch Wertpapiere im Sinne des DepotG sind. Die §§ 6-9a DepotG sind an die Besonderheiten elektronischer Wertpapiere anzupassen.

§ 2 SchuVG sollte klarstellen, dass sich im Falle elektronischer Wertpapiere die Rechte und Pflichten des Schuldners samt der Emissionsbedingungen aus dem elektronischen Zentralregister ergeben müssen. §§ 10 Abs. 3 und 21 Abs. 2 SchuVG sind entsprechend anzupassen.

Zu erwägen ist, ob das PfandBG und das KAGB für elektronische Wertpapiere geöffnet werden sollen. Dann müsste klargestellt werden, dass gedeckte Schuldverschreibungen im Sinne von § 1 Abs. 1 PfandBG auch solche sind, die nach



den Bestimmungen des Sondergesetzes entstanden sind. Entsprechendes gilt für Anteilscheine an Sondervermögen von offenen Investmentfonds, da § 95 KAGB bislang eine Urkunde erfordert.

Im KWG wären u.a. eine Änderung der folgenden Bestimmungen nötig: § 1 Abs. 1 Nr. 5 KWG, § 1 Abs. 11 Nr. 3 KWG indem klargestellt wird, dass die dort genannten Instrumente auch elektronische Wertpapiere mitumfassen.

In § 2 WpPG müsste klargestellt werden, dass der Begriff „Wertpapier“ auch elektronische Wertpapiere mit umfasst. Dasselbe gilt für § 2 WpHG. In § 14 Abs. 2 WpPG würde es sich anbieten zu regeln, dass der gebilligte Prospekt auch im elektronischen Zentralregister zu veröffentlichen ist.

Die §§ 2, 32ff. BörsG sowie die BörsZulVO sind im Hinblick auf elektronische Wertpapiere anzupassen.

## **B. Blockchain-Wertpapiere**

Besondere Themen stellen sich, wenn elektronische Wertpapiere nicht nur durch Eintrag in einem elektronischen Zentralregister geschaffen und übertragen werden, sondern wenn dies auch durch Eintrag in einem dezentralen Register durch Einsatz der sog. Distributed-Ledger-Technologie möglich sein soll. Die Besonderheit des Distributed-Ledger besteht darin, dass die Rechner aller teilnehmenden Personen derart miteinander vernetzt sind, dass sämtliche Informationen bezüglich sämtlicher Transaktionen, die zwischen Teilnehmern stattfinden, gleichzeitig auf allen Rechnern des Netzwerkes gespeichert werden. Die Transaktionsdaten befinden sich daher nicht in einer zentralen Datenbank, sondern „überall und nirgends“. Möglich sind Netzwerke mit freiem Zugang und solche mit beschränktem Zugang. Weiterhin sind asymmetrische Lese- und Schreibrechte innerhalb des Kreises der Teilnehmer möglich. Durch spezielle Protokolle werden die Authentizität und Validität der Daten sowie deren Transparenz (bzw. der Grad der gewünschten Transparenz) sichergestellt. Hierdurch kann ein sehr hoher Schutzgrad der Daten gegen Verfälschungen erreicht werden.

## **I. Sitz des Registers**

Ein erstes Sonderproblem besteht darin, dass nach herkömmlichem Wertpapierrecht das Recht des Begebungsstaates darüber entscheidet, ob überhaupt ein Wertpapier im engen Sinne vorliegt („Wertpapierrechtsstatut“). Das Recht des Lagerorts („lex cartae sitae“) entscheidet sodann darüber, nach welchem Recht Übertragungen und Belastungen vorgenommen werden („Wertpapiersachstatut“). Wurde also das Wertpapier in Deutschland begeben und wurde es bei Clearstream Frankfurt eingeliefert, ist sichergestellt, dass in jeder Hinsicht deutsches Recht zur Anwendung kommt. Fehlt es an einer Wertpapierurkunde, kann diese IPR-rechtliche Anknüpfungsregel nicht zur Anwendung kommen. Wird die Wertpapierurkunde im Falle von dematerialisierten Wertpapieren durch einen Eintrag in einem Register ersetzt, kann der Ort des Registers („lex libri siti“) über das anwendbare Recht entscheiden, was im Falle eines elektronischen Zentralregisters gewährleistet ist. Bei Einsatz der Distributed-Ledger-Technologie lässt sich jedoch weder der für das Wertpapierrechtsstatut noch der für das Wertpapiersachstatut maßgebliche Ort eindeutig bestimmen, wenn das Netzwerk grenzüberschreitend agiert. Es könnte mithin zu erheblichen Rechtsunsicherheiten kommen, ob überhaupt ein elektronisches Wertpapiervorliegt und welche Rechtsregeln auf seine Übertragung anwendbar sind.

Sollen also im Wege der Distributed-Ledger-Technologie geschaffene elektronische Wertpapiere ermöglicht werden, muss nach Auffassung des DAV bereits an dieser Stelle gesetzgeberisch sichergestellt werden, dass das Wertpapierrechtsstatut und das Wertpapiersachstatut eindeutig feststehen, indem der Betrieb eines solchen Netzwerkes einer staatlichen Genehmigung bedarf, das Register als in Deutschland ansässig gilt und für im Rahmen des Registers geschaffene elektronische Wertpapiere deutsches Recht gilt, jedenfalls wenn die Begebung auch an Privatanleger stattfinden soll. Diese Einschränkung sollte jedenfalls solange gelten bis entsprechende nationale Bestimmungen durch europäische Gesetzgebung abgelöst werden.

## **II. Zentralverwahrung**

Ein zweites Sonderproblem besteht darin, dass bei Einsatz der Distributed-Ledger-Technologie eine Wertpapierverwahrung im klassischen Sinne ersatzlos entfällt. Die elektronischen Wertpapiere zirkulieren dann im Netzwerk der Teilnehmer als Registereinzelforderungen, die durch Einigung und Eintragung im Register aufgrund

einer § 8 BSchuWG entsprechenden Regelung übertragen werden. Da sämtliche Transaktionen simultan auf allen Netzwerkrechnern dokumentiert werden, befinden sich die Wertpapiere überall im Netzwerk. Die Art der Verbuchung (zentral oder dezentral) sollte jedoch rechtlich nicht darüber entscheiden, ob materiell Depotgeschäft vorliegt. Da die elektronischen Wertpapiere letztlich im System verwahrt werden, sollte erwogen werden, ob nicht der Betreiber als das Depotgeschäft im Sinne von § 1 Abs. 1 Nr. KWG betreibend angesehen werden sollte. Dementsprechend kämen nur Kreditinstitute als Betreiber eines Distributed-Ledger-Netzwerkes in Betracht, in dem elektronische Wertpapiere geschaffen und übertragen werden. In diesem Kontext stellt sich auch die Frage der Interoperabilität der Verwahrsysteme.

Zum einen: Können im Distributed-Ledger-System geschaffene elektronische Wertpapiere in das klassische Verwahrsystem einbezogen werden? Nach Auffassung des DAV ist diese Frage zu bejahen. Die zur Einführung in das klassische Verwahrsystem vorgesehenen elektronischen Wertpapiere müssten im Distributed-Ledger-System entsprechend § 6 Abs. 1 BSchuWG auf den Namen des Zentralverwahrers verbucht werden. Hierdurch findet die „Einlieferung“ der elektronischen Wertpapiere beim Zentralverwahrer statt. Da jedes einzelne elektronische Wertpapiere einer Sache entsprechend behandelt wird, können diese anschließend nach den Regeln des Zentralverwahrers übertragen werden. Es muss dann einerseits technisch sichergestellt, dass nicht mehr elektronische Wertpapiere im klassischen Verwahrsystem zirkulieren als auf den Namen des Zentralverwahrers eingetragen wurden, und andererseits, dass die im Distributed-Ledger-System auf den Namen des Zentralverwahrers registrierten elektronischen Wertpapiere im Distributed-Ledger-System nicht weiterübertragen werden können.

Zum anderen: Können in das klassische Verwahrsystem eingelieferte Wertpapiere in ein Distributed-Ledger-System überführt werden? Dies erscheint rechtlich problematisch. Da die im klassischen Verwahrsystem befindlichen Wertpapiere auf der Basis einer physischen Globalurkunde als Miteigentumsanteile am Gesamtbestand zirkulieren, können sie nicht einfach ins Distributed-Ledger-System übertragen werden, da sie von den dort zirkulierenden elektronischen Wertpapieren artverschieden sind. Denkbar wäre es, die die klassischen Wertpapiere repräsentierende Globalurkunde um die Anzahl der Wertpapiere abzuschreiben, die ins Distributed-Ledger-System überführt

werden sollen, und gleichzeitig im Distributed-Ledger-System eine entsprechende Anzahl elektronischer Wertpapiere neu zu schaffen. Dies wäre jedoch rechtlich eine neue Emission, sofern nicht der Emittent von Anfang an der Schaffung von Registereinzelforderung bis zu einer bestimmten Größenordnung zugestimmt hat, so dass wie bei kommunizierenden Röhren ein Herauf- und Herunterschreiben ermöglicht wird. Dann müsste das die elektronischen Wertpapiere ermöglichende Sondergesetz diese Art der „bis-zu“ Begebung elektronischer Wertpapiere ermöglichen. Alternativ könnten im Distributed-Ledger-System neue elektronische Wertpapiere geschaffen werden, die die klassischen Wertpapiere, die ins Distributed-Ledger-System überführt werden sollen, in der Art von depository receipts repräsentieren. Im klassischen System müsste dann eine Übertragung der entsprechenden Anzahl klassischer Wertpapiere ausgeschlossen werden, da diese dann den Deckungsbestand für die elektronischen depository receipts bilden.

### **III. Zugang zum System**

Ein drittes Sonderproblem besteht in der Frage, wer Zugang zum Distributed-Ledger-System erhalten soll. Sollen Privatanleger im Distributed-Ledger-System geschaffene elektronische Wertpapiere überhaupt erwerben können, und falls ja, sollen sie unmittelbar oder nur mittelbar am Distributed-Ledger-System teilnehmen können?

Die erste Frage ist nach Auffassung des DAV uneingeschränkt zu bejahen. Wie bereits ausgeführt, ist der DAV der Meinung, dass ein Distributed-Ledger-System nur von den das Depotgeschäft betreibenden Kreditinstituten und von Zentralverwahrern betrieben werden darf, um eine umfassende staatliche Aufsicht hinsichtlich der Integrität des Systems zu gewährleisten. Weiterhin ist zu gewährleisten, dass die elektronischen Wertpapiere nach deutschem Recht geschaffen werden und für ihre Übertragung deutsches Sachenrecht gilt. Wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, unterscheiden sich die im Distributed-Ledger-System geschaffenen elektronischen Wertpapiere nicht wesentlich von elektronischen Wertpapieren, die in einem elektronischen Zentralregister geschaffen wurden. Überdies kommen die kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzbestimmungen vollständig zur Anwendung, wenn klarstellende Bestimmungen hinsichtlich des Wertpapierbegriffs eingefügt wurden (soweit nötig). Daneben müsste im Rahmen der Risikofaktoren im Wertpapierprospekt dargelegt werden, ob und gegebenenfalls welche besonderen Risiken mit dem Erwerb von

elektronischen Wertpapieren verbunden sind, die im Distributed-Ledger-System geschaffen wurden. Hierfür ist nach Auffassung des DAV jedoch keine gesetzliche Sonderregelung nötig, da die Verpflichtung alle wesentlichen Umstände offenzulegen, die für die Anlageentscheidung relevant sind, ohnehin nach geltendem Prospektrecht besteht. Es gibt daher keinen Grund, warum Privatanlegern der Zugang zu im Distributed-Ledger-System geschaffenen Wertpapieren verwehrt werden sollte.

Die zweite Frage ist nach Auffassung des DAV dahingehend zu beantworten, dass der Zugang zu diesen Wertpapieren für Privatanleger nur über Intermediäre möglich sein sollte. Abgesehen davon, welche technischen Anforderungen an die Teilnehmer-IT-Infrastruktur zu stellen sind und ob Privatanleger diese Anforderungen typischerweise erfüllen können, haben Privatanleger typischerweise weder einen Zugang zu den Wertpapierhandelssystemen, noch haben sie einen Zugang zu den Wertpapierverwahrsystemen. Vielmehr erwerben Privatanleger Wertpapiere typischerweise über Intermediäre. Die erworbenen Wertpapiere werden anschließend einem Depotkonto gutgeschrieben, das die Privatanleger bei einem Kreditinstitut unterhalten. Durch die Zwischenschaltung eines Intermediärs kommt es im Verhältnis zwischen Intermediär und Privatanleger zur Anwendung zahlreicher öffentlich-rechtlicher und zivilrechtlicher Regelungen, die dem Schutz des Privatanlegers z.B. vor ungeeigneten Anlagen, Interessenkonflikten und Marktmanipulation dienen. Es ist fraglich, ob ein vergleichbares Schutzniveau erreicht werden könnte, wenn Privatanleger unter Ausschluss von Intermediären direkt am Distributed-Ledger-System teilnehmen und z.B. Schuldverschreibungsemissionen direkt beim Emittenten zeichnen könnten. Dies würde bedeuten, dass dann der Privatanlegerschutz direkt durch die Emittenten und/oder durch den Systembetreiber gewährleistet werden müsste, insbesondere auch was die Geeignetheit einer konkreten Anlage für einen spezifischen Privatanleger anbelangt. Es spricht daher viel dafür, es gerade auch für Zwecke des Erwerbs von elektronischen Wertpapieren bei der Zwischenschaltung von Intermediären zu belassen.