



## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes

### 1. Verhältnis der Pflichtenstellung des Emittenten (§ 21 Abs. 1 eWpG) zur Haftung des Registerführers (§ 7 Abs. 2 S. 2 eWpG)

Zur Steigerung der Rechtssicherheit sollte klargestellt werden, dass unter diesem rechtlichen Aspekt (§ 21 Abs. 1 eWpG) keine Schadenersatzhaftung des Emittenten gegenüber Registerteilnehmern entstehen kann, sondern eine Sanktionierung ausschließlich über § 21 Abs. 2 S. 2 eWpG erfolgt.

**Vorschlag: § 21 Abs. 2 eWpG wird um folgenden neuen Satz ergänzt:**

*„Eine über § 7 eWpG hinausgehende Schadenersatzpflicht des Emittenten wird hierdurch nicht begründet.“*

**Rückfallposition:** Aus Perspektive der Emittenten sollte aber mindestens klargestellt werden, dass dem Sorgfaltsmaßstab von Emittenten aus § 21 eWpG dadurch ausreichend Rechnung getragen ist, eine sorgfältige Auswahl eines beaufsichtigten Dienstleisters als Kryptowertpapierregisterführer getroffen zu haben.

#### Hintergrund:

- *De lege lata* besteht für Emittenten eine große Unsicherheit hinsichtlich des eigenen Pflichtenkreises und des damit verbundenen Haftungsrisikos aus § 21 eWpG. Auch die teilweise stark divergierende Rezeption in der vorhandenen Literatur kann dies nicht auflösen (dort wird von einem reinen Auswahlverschulden bis zur vollständigen Haftung für Erfüllungsgehilfen vieles vertreten).
- Diese Unsicherheit des Normtextes greift auch bereits die Regierungsbegründung auf. Sie bestimmt, dass die genauen Anforderungen an den Emittenten nach § 21 Abs. 1 eWpG im Verordnungswege durch die eWpRV konkretisiert werden sollen (BT-Drs. 19/26925, S. 65); die eWpRV enthält jedoch keine diesbezüglichen Konkretisierungen.
- § 7 eWpG und § 21 eWpG unterscheiden sich in ihrem Normcharakter, weshalb die vorgeschlagene Klarstellung berechtigt ist.
  - § 7 Abs. 2 S. 2 eWpG und § 7 Abs. 3 S. 2 eWpG sind Anspruchsgrundlagen und regeln eine Schadenersatzpflicht des Kryptowertpapierregisterführers („ist dem Berechtigten zum Ersatz des Schadens verpflichtet, der [...]“ und „haftet sie [die registerführende Stelle] dem Berechtigten für den Schaden, der [...]“).



- § 21 eWpG ist eine Verkehrssicherungsnorm des Emittenten („*Der Emittent trifft die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen [...]*“).

→ Die existierende Rechtsunsicherheit führt zu einer **nicht erforderlichen Markteintrittshürde** für Emittenten und beschränkt potenziell die Nutzung der neuen Wertpapierform.

## 2. Konsistenz der Begriffsverwendung „Inhaber“ vs. „Berechtigter“ (§ 3 eWpG)

§ 3 eWpG regelt die begriffliche Unterscheidung der rechtlichen Stellung der Beteiligten und der jeweils daraus erwachsenden Rechtsposition. Es wird zwischen der formellen Inhaberschaft (§ 3 Abs. 1 eWpG) und der materiellen Berechtigung (§ 3 Abs. 2 eWpG) unterschieden. Dies ist v.a. relevant für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung. Bei in Einzeleintragung eingetragenen Wertpapieren fallen Inhaberschaft (Eintragung im Register) und materielle Berechtigung (Zustehen des *Rechts aus dem Papier*) regelmäßig zusammen.

Bei in Sammeleintragung geführten elektronischen Wertpapieren fallen formeller Inhaber und materiell Berechtigter indes regelmäßig auseinander.

### Vorschlag:

Um die jeweils korrekte Verwendung der Begriffe „Inhaber“ und „Berechtigter“ auch und im Besonderen im Zusammenhang mit Sammeleintragungen sicherzustellen, scheint eine Überprüfung der jeweiligen Begriffsverwendung im eWpG durch den Gesetzgeber angezeigt.

Zusätzlich sollte § 6 Abs. 2 S. 3 DepotG um einen neuen Satz 3 ergänzt werden. Dieser würde künftig wie folgt lauten:

*„Wem die Depotbescheinigung zur Rechtsausübung den hinterlegten Anteil am Sammelbestand zuweist, gilt zum Zwecke der Beweisführung als sein Inhaber; in Bezug auf die im Gesetz über elektronische Wertpapiere verwendeten Begrifflichkeiten sowie die daran geknüpften Rechte und Pflichten gilt er weiterhin als „Berechtigter““ (Herv. d. d. Verf.).*

### Hintergrund:

- Das Begriffsverständnis für den Begriff des „Inhaber“ im Sinne des Depotgesetzes und des Gesetzes über elektronische Wertpapiere unterscheidet sich.
  - Nach § 3 Abs. 1 eWpG ist Inhaber derjenige, der im elektronischen Wertpapierregister eingetragen ist (formelle Anknüpfung und Stellung).
  - Inhaber im Sinne des Depotgesetzes setzt keine tatsächliche Verfügungsgewalt über die Wertpapiere voraus; es reicht vielmehr, *„wenn der Berechtigte das Papier in einer Weise besitzt, in der sichergestellt ist,*



*dass die Benützung durch andere [...] praktisch ausgeschlossen ist“* (materiell-rechtliche Anknüpfung und Stellung, vgl. Zöllner, in: FS Raiser 271; ders., Wertpapierrecht § 3 IV 1; zust. Hueck/Canaris § 1 III 4 b; Soergel/Welter Rn. 2; Marburger in Staudinger, BGB (2015), Vorbem § 793 Rn. 4.).

- Über § 9b Abs. 1 S. 1 iVm § 6 Abs. 2 S. 3 DepotG gilt derjenige als Inhaber, der seine materielle Berechtigung am Anteil eines Sammelbestands durch Depotbescheinigung darlegen kann. Ohne die vorgeschlagene Klarstellung, dass sich der Inhaberbegriff aus § 6 Abs. 2 S. 3 DepotG allein auf das depotrechtliche Verständnis bezieht, würde das im eWpG enthaltene Definitionsgefüge von „Inhaber“ und „Berechtigter“ unterlaufen werden.

### 3. Einzeleintragung vs. Sammeleintragung beim Kryptowertpapier (§ 8 eWpG)

Das eWpG sieht nach Wahl des Emittenten zwei Eintragungsmöglichkeiten für elektronische Wertpapiere vor: Einzeleintragungen oder Sammeleintragungen.

Nach § 9b Abs. 2 Hs. 2 DepotG besteht für elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung die Möglichkeit, eine verpflichtende Überführung derselben in Einzeleintragung in den Emissionsbedingungen (d.h. auch in AGB) auszuschließen.

Ein Äquivalent für den Ausschluss einer Umwandlung von elektronischen Wertpapieren in Einzeleintragung hin zu einer Sammeleintragung ist durch das eWpG nicht vorgesehen, ohne dass eine Begründung oder ein Erfordernis hierzu besteht und sollte daher im Sinne der registerführenden Stelle analog der Regelung aus § 9b Abs. 2 Hs. 2 DepotG ergänzt werden.

#### Vorschlag: Änderung von § 8 Abs. 2 eWpG:

*„Einzeleintragungen können auf Antrag des Inhabers in eine Sammeleintragung umgewandelt werden, **wenn nicht in den Emissionsbedingungen anderes geregelt ist.**“* (Herv. d. d. Verf.)

#### Hintergrund:

- Gemäß § 8 Abs. 1 eWpG legt der Emittent die Art der Eintragung der elektronischen Wertpapiere fest. Entsprechend seiner Wahl bindet der Emittent eine registerführende Stelle ein, die die jeweilige Art der Registerführung bzw. Eintragung prozessseitig darstellen und umsetzen kann.
- § 6 eWpRV bestimmt, dass eine registerführende Stelle nicht gezwungen ist, gleichzeitig die technischen Vorkehrungen für die Registerführung von elektronischen Wertpapieren in Sammeleintragung und Einzeleintragung vorzuhalten. Der registerführenden Stelle kommt vielmehr ein Wahlrecht zu; sie kann beispielsweise auch nur eine Eintragungsform umsetzen.
- Die Ergänzung ist erforderlich, um **unerwünschte zusätzliche Lizenzpflichten** der registerführenden Stelle **rechtssicher ausschließen** zu können.  
§ 7 Abs. 4 eWpG bestimmt zwar, dass die reine Registerführung keine Verwahrung i.S.d. Depotgesetz darstellt. In der Praxis lassen sich Übergänge hierzu aber nicht immer trennscharf durchführen. Angebotene Dienstleistungen oder ausgeübte



- Tätigkeiten auf verschiedenen Stufen der Abwicklung könnten im Einzelfall den Tatbestand des Depotgeschäfts auslösen.
- Bestünde die Möglichkeit zum Ausschluss wie vorgeschlagen nicht, hätte dies zur Folge, dass eine registerführende Stelle faktisch gezwungen wird, stets beide Formen der Eintragung technisch vorzuhalten. Andernfalls hätte bereits die Entscheidung eines einzelnen Anlegers zur Folge, dass ein Registerwechsel erforderlich werden kann, wenn die jeweils andere Eintragungsart prozesseitig nicht umgesetzt werden kann.
  - Dies kommt einer **nicht erforderlichen Markteintrittshürde** für eine registerführende Stelle gleich und beschränkt potenziell den Wettbewerb unter diesen.

#### 4. Abstimmung eWpG und EU-Pilotregime DLT TSS

Während ausländische Regelgeber, insbesondere in Italien, die Spielräume der europäischen Pilotregelung (EU-Verordnung Nr. 858/2022) offensiv ausnutzen, um Krypto-Wertpapiere in großem Umfang zu ermöglichen (Decreto-Legge Nr. 23 v. 17.3.2023, vgl. dazu Patti/Annunziata, RD 2023, VI), fehlt im eWpG-Entwurf bislang jeder Bezug zu diesem Pilotregime. Sinnvoll wäre zumindest eine Vorschrift, die das gegenseitige Verhältnis beider Regelungskomplexe klärt. Nach aktueller Entwurfsfassung steht zu erwarten, dass beide Erlaubnisse bzw. Ausnahmen kumulativ erfüllt sein müssen, weil nach dem DLT-Pilotregime „nationale Anforderungen, die nicht in den Anwendungsbereich des Unionsrechts fallen“, weiterhin erfüllt werden müssen. Dieses Kriterium dürfte beim eWpG größtenteils gegeben sein. Bei der eigentlichen Registerführung, aber möglicherweise auch ab Geltung der MiCAR bestehen in gewissen Teilbereichen des eWpG jedoch durchaus Schnittmengen mit unionsrechtlichen Vorgaben, so dass Klärungsbedarf besteht, von welchen eWpG-Anforderungen im Rahmen des Pilotregime u.U. abgewichen werden kann.

#### 5. Verhältnis von Aktienregister und elektronischem Wertpapierregister (§ 30a eWpG-E)

§ 30a eWpG-E äußert sich einschließlich seiner sehr kurzen Begründung nicht dazu, ob das elektronische Wertpapierregister auch zugleich als Aktienregister fungieren dürfte. Auch bleibt offen, in welchem Verhältnis beide Register zueinanderstehen. Natürlich sind die Zielrichtungen beider Register im Ausgangspunkt unterschiedlich, da das Aktienregister vor allem das Innenverhältnis der Gesellschafter zur Gesellschaft im Blick hat (vgl. § 67 Abs. 2 AktG), während das elektronische Wertpapierregister auch auf eine externe Transparenz ausgerichtet ist (vgl. § 10 Abs. 1-2 eWpG). Dennoch kann es im Interesse der Gesellschafter wie der Gesellschaft sein, einen zumindest teilweisen Gleichlauf der Registerinhalte sicherzustellen. Berührungspunkte ergeben sich beispielsweise bei der Eigentumsvermutung nach § 27 eWpG und der relativen Gesellschafterstellung nach § 67 Abs. 2 AktG. Bei unterschiedlichen Eintragungen in beiden Registern könnten beide Vorschriften zu unterschiedlichen Ergebnissen und damit zu Friktionen führen.