

## Hubert Malik: Die Einführung elektronischer Aktien durch das ZuFinG

Der Autor ist Student der Rechtswissenschaft im 11. Fachsemester (Universität Bayreuth). Der Beitrag ist im Rahmen des studienbegleitenden Seminars Unternehmen, Kapital & Strukturierung bei Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M. (Nottingham) (Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht) entstanden.

### A. Einführung: Wohlstandssicherung durch das ZuFinG

„Wir haben Know-how. Wir haben Kapital. Wir haben großartige Unternehmen. Und wenn die schneller zueinander finden, dann heißt es in Zukunft hoffentlich auch immer häufiger nicht Zukunft made in California [...], sondern immer häufiger Zukunft made in Germany.“<sup>1</sup> Mit diesen Worten beendete der damalige Justizminister Buschmann seinen Beitrag in der ersten Beratung des Regierungsentwurfs zum später erlassenen ZuFinG<sup>2</sup>. Sie symbolisieren die Motive und Ziele, die der Gesetzgeber mit diesem zu erreichen vermag.

Deutschland ist erheblichem Investitionsbedarf ausgesetzt – für 2024 ist mit Steuermindereinnahmen von 595 Mio. EUR zu rechnen, die Tendenz der Folgejahre ist steigend.<sup>3</sup> Um dem gerecht zu werden und Wohlstand auch in Zukunft zu sichern, soll das ZuFinG „die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts stärken und die Attraktivität des deutschen Finanzstandortes als bedeutenden Teil eines starken Finanzplatzes Europa erhöhen“.<sup>4</sup> Besonders die Rechtsform der Aktiengesellschaft soll attraktiver werden, um die Zahl börsennotierter Unternehmen in Deutschland zu erhöhen.<sup>5</sup> Diesen ist nämlich ein eindeutiger Abwärtstrend zu attestieren: im letzten Jahrzehnt hat sich ihre Zahl in Deutschland halbiert,<sup>6</sup> zugleich ist immer häufiger eine Entscheidung deutscher Unternehmen gegen die inländischen Kapitalmärkte und für einen Börsengang in den USA zu erkennen.<sup>7</sup>

Konkret setzt das ZuFinG auf einen umfassenden Ansatz im Sinne der Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung, von dem neben finanzmarktrechtlichen Anpassungen das Gesellschafts- und Steuerrecht betroffen sind.<sup>8</sup> Im Gesellschaftsrecht wird neben Erleichterungen beim

Börsengang und bei Kapitalerhöhungen sowie der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien das deutsche Recht für elektronische Aktien geöffnet.<sup>9</sup>

Die Einführung elektronischer Aktien durch das ZuFinG ist Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Zunächst erfolgt eine Bestandsaufnahme, die sich der Bedeutung und Historie der Aktienurkunde sowie der rechtlichen Einordnung der Übertragung von Aktien widmet. Im Anschluss werden die Neuerungen zur elektronischen Aktie dargestellt und nebst einem Blick auf Implikationen für die aktienrechtliche Praxis vor dem Hintergrund der Zielsetzung des ZuFinG beurteilt. Zuletzt erfolgt eine Evaluation, die sich auf Grundlage der gewonnenen Erkenntnisse mit der These beschäftigt, das deutsche Wertpapierrecht müsse grundlegend reformiert werden, und diese in Bezug zum ZuFinG setzt.

### B. Bestandsaufnahme

#### I. Die Aktienurkunde

Für das Verständnis der Motive und des Rechtsrahmens elektronischer Aktien ist es geboten, zunächst die Historie der Aktienurkunde zu umreißen.

##### 1. Wirkung und Zweck der Verbriefung

Das AktG<sup>10</sup> geht traditionell davon aus, dass die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre in Urkunden verbrieft werden.<sup>11</sup> Indes ist die Verbriefung keine Wirksamkeitsvoraussetzung für das Entstehen der Aktie und daher lediglich deklaratorischer Natur.<sup>12</sup> Gesetzlich lässt sich dies aus § 214 IV 1 AktG ableiten, der die Existenz von Aktiengesellschaften ohne Aktienurkunden

<sup>1</sup> BT-PIPr. 20/122, S. 15021A.

<sup>2</sup> Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) v. 14.12.2023, BGBl. I Nr. 354.

<sup>3</sup> Bundestag billigt das Zukunftsfinanzierungsgesetz, <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2023/kw46-de-zukunftsfinanzierungsgesetz-976556> [Stand: 18.2.2025].

<sup>4</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 1.

<sup>5</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 1.

<sup>6</sup> Denga, Die e-Aktie, AG 2024, S. 137.

<sup>7</sup> BT-PIPr. 20/122, S. 15021D.

<sup>8</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 1.

<sup>9</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 1 f.

<sup>10</sup> Aktiengesetz v. 6.9.1965, BGBl. I, 1089.

<sup>11</sup> Koch, AktG, 18. Aufl. 2024, § 10 Rn. 3a.

<sup>12</sup> RGZ 31, 17 (22); RGZ 34, 110 (115); Heider in: MüKoAktG, 6. Aufl. 2024, § 10 Rn. 8.

anerkennt.<sup>13</sup> Aktien entstehen bereits mit der konstitutiv wirkenden Eintragung der Gesellschaft oder einer durchgeführten Kapitalerhöhung im Handelsregister (vgl. §§ 41 I 1, 189, 203 I 1 AktG).<sup>14</sup> Im Grundsatz besteht daher aktienrechtlich auch keine Pflicht, Urkunden auszugeben.<sup>15</sup> Ungeachtet dessen kann die Gesellschaft einem Anspruch auf Verbriefung ausgesetzt sein.<sup>16</sup> Jedem Aktionär steht ein solcher grundsätzlich zu,<sup>17</sup> da erst die Verbriefung der Aktie eine wirksame Legitimation gegenüber der Gesellschaft und Dritten ermöglicht und sie die Verkehrsfähigkeit der Aktie steigert,<sup>18</sup> die ihrerseits zum Strukturmerkmal der aktienrechtlichen Mitgliedschaft zählt.<sup>19</sup> Ohne Urkunde kann das Mitgliedschaftsrecht nur durch Abtretung (§§ 413, 398 BGB<sup>20</sup>) übertragen werden, bei der ein gutgläubiger Erwerb nicht möglich ist.<sup>21</sup> Ein dafür nötiger Rechtsscheintatbestand ist erst bei Vorlage einer Aktienurkunde gegeben.

## 2. Depotgeschäft und Globalurkunde

Die Ausgabe einzelner Urkunden an Aktionäre hat in der Vergangenheit allerdings erheblich an Bedeutung verloren, sodass die Vorstellung des AktG von der Einzelverbriefung die Rechtswirklichkeit nur noch geringfügig widerspiegelt.<sup>22</sup> Bereits im 19. Jahrhundert fungierten Banken als Lager- und Verwaltungsstellen für die Aktienurkunden (Depotgeschäft), um Aufbewahrungs- und Transportrisiken bei der Verwahrung durch die Aktionäre selbst zu vermeiden.<sup>23</sup> Aufgrund immer kleinerer Stückelung von Aktien ist die Praxis zur Vermeidung von Stückmassen ferner dazu übergegangen, die Aktionärsrechte einer Gesellschaft in einer einzigen Global- oder Sammelurkunde zusammengefasst zu verbrieften, ohne dass die Einzelrechte dabei ihre Selbstständigkeit verlieren.<sup>24</sup> Die Begebung von Globalurkunden wurde mit § 9a DepotG<sup>25</sup> gesetzlich anerkannt.<sup>26</sup> Mit § 10 V AktG wurde ferner die

Möglichkeit geschaffen, die Einzelverbriefung satzungsmäßig auszuschließen, wobei nach überwiegender Auffassung den Aktionären bisher auch in einem solchen Fall stets ein Anspruch auf Ausstellung einer Globalurkunde verblieb.<sup>27</sup>

## 3. Die Girosammelverwahrung

Die gesetzliche Regelform der Verwahrung bildet heute die Girosammelverwahrung (vgl. § 2 I Hs. 2 DepotG). Bei ihr werden vertretbare Wertpapiere oder Globalurkunden durch eine Wertpapiersammelbank verwahrt (§§ 5 I 1, 9a I 1 DepotG). Die Vertretbarkeit (§ 91 BGB) ist bei Inhaberaktien stets gegeben, Namensaktien müssen hierfür blankoindossiert sein.<sup>28</sup> Die einzige Wertpapiersammelbank i. S. v. § 1 III DepotG ist in Deutschland die Clearstream Banking AG mit Sitz in Frankfurt am Main („CBF“).<sup>29</sup> Da Kunden der CBF nur Kreditinstitute sein können, muss die Einlieferung der Urkunde über eine Depotbank erfolgen.<sup>30</sup> Es liegt somit eine Drittverwahrung i. S. d. § 3 DepotG vor, bei der die Urkunde für den Aktionär von einer Depotbank bei der CBF verwahrt ist. Neben der Normierung als gesetzlicher Regelfall ist die Girosammelverwahrung auch deshalb von hervorgehobener Bedeutung, da sie die Grundlage für einen börslichen Handel der Aktien ist. Sie ermöglicht den Handel ohne körperliche Übergabe von Urkunden, der allein im Wege von Umbuchungen bei den beteiligten Depotbanken erfolgt (Effektengiroverkehr).<sup>31</sup> Der Einbezug in den Effektengiroverkehr ist wiederum gem. Art. 3 I CSDR<sup>32</sup> Voraussetzung für den Handel an regulierten Handelsplätzen.

<sup>13</sup> Omlor, Elektronische Aktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz, RD i 2024, S. 19 f.; Vatter in: BeckOGK AktG, Stand 1.10.2024, § 10 Rn. 36.

<sup>14</sup> BGH NJW 1993, 1983 (1987); Heider in: MüKoAktG (Fn. 12), § 10 Rn. 5; eine Ausnahme gilt bei der Ausgabe von Aktien im Rahmen bedingter Kapitalerhöhungen, die zwingend der Verbriefung bedarf, vgl. Koch, AktG (Fn. 11), § 199 Rn. 2.

<sup>15</sup> Vatter in: BeckOGK AktG (Fn. 13), § 10 Rn. 37.

<sup>16</sup> Omlor, RD i 2024, S. 19 (20).

<sup>17</sup> RGZ 94, 61 (64); Koch, AktG (Fn. 11), § 10 Rn. 3.

<sup>18</sup> Heider in: MüKoAktG (Fn. 12), § 10 Rn. 10.

<sup>19</sup> Koch, AktG (Fn. 11), § 10 Rn. 3.

<sup>20</sup> Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) v. 2.1.2002, BGBI. I, 42, 2909; 2003 I, 378.

<sup>21</sup> RGZ 86, 154 (157); BGH NJW 1993, 1983 (1986).

<sup>22</sup> Koch, AktG (Fn. 11), § 10 Rn. 3a.

<sup>23</sup> Noack/Zetsche, Die Legitimation der Aktionäre bei Globalaktien und Depotverbuchung, AG 2002, S. 651 (652).

<sup>24</sup> Zöllner, Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren in: Baur, Fritz/Esser, Josef/Kübler, Friedrich/Steindorff, Ernst [Hrsg.], Festschrift für Ludwig Raiser, 1974, S. 251 (252 f.); Kumpan in: Hopt, HGB, 43. Aufl. 2024, DepotG § 9a Rn. 1.

<sup>25</sup> Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz – DepotG) v. 11.1.1995, BGBI. I, 34.

<sup>26</sup> Zöllner in: Festschrift für Ludwig Raiser (Fn. 24), S. 251 (253 f.).

<sup>27</sup> OLG München NZG 2005, 756 (757); statt aller Vatter in: BeckOGK AktG (Fn. 13), § 10 Rn. 2, 127.

<sup>28</sup> Vatter in: BeckOGK AktG (Fn. 13), § 10 Rn. 47; Einsele in: MüKoHGB, 5. Aufl. 2024, Depotgeschäft Rn. 49; beim Blankoindossament wird der Erwerber des Wertpapiers (Indossatar) nicht benannt, § 68 Abs. 1 S. 2 AktG i. V. m. Art. 13 Abs. 2 S. 1 WG. Hinsichtlich der Übertragung nähert sich die Namensaktie so der Inhaberaktie an, Vatter in: BeckOGK AktG (Fn. 13), § 10 Rn. 89. Zur Übertragung sogleich II.

<sup>29</sup> Kumpan in: Hopt, HGB (Fn. 24), DepotG § 1 Rn. 7; die Begriffe „Wertpapiersammelbank“ und „CBF“ werden nachfolgend synonym benutzt.

<sup>30</sup> Hagemann/Jannott in: Frodermann/Jannott, HdB AG, 9. Aufl. 2017, Grundlagen Rn. 165.

<sup>31</sup> Einsele in: MüKoHGB (Fn. 28), Depotgeschäft Rn. 56.

<sup>32</sup> VO (EU) Nr. 909/2014.

## II. Übertragung von Aktien

Bei der rechtlichen Einordnung der Übertragung von Aktien ergeben sich Unterschiede zwischen Inhaber- und Namensaktien sowie zu Girosammelverwahrten Aktien.

### 1. Verbriefte, unverwahrte Aktien

Inhaberaktien sind Inhaberpapiere, bei denen die Übertragung des verbrieften Rechts durch Übertragung des Eigentumsrechts an der Urkunde nach den allgemeinen sachenrechtlichen Regeln, einschließlich der Möglichkeit gutgläubigen Erwerbs (§§ 929 ff. BGB), erfolgt – es gilt: „das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier.“<sup>33</sup> Namensaktien hingegen sind Orderpapiere, bei denen insofern eine Besonderheit gilt, als dass das Recht an der Urkunde allein noch keine Berechtigung zur Ausübung des hierin verbrieften Rechts herbeiführt.<sup>34</sup> Die Übertragung setzt neben der Übereignung der Aktienurkunde als rechtsverstärkende Handlung das Indossament (§ 68 I AktG), eine schriftliche Übertragungserklärung auf dieser, voraus.<sup>35</sup> Auch hier ist ein gutgläubiger Erwerb möglich (§ 68 I 2 AktG i. V. m. Art. 16 WG<sup>36</sup>).

Verbrieft Aktien können ferner durch Abtretung übertragen werden, wobei ein gutgläubiger Erwerb dann nicht in Betracht kommt.<sup>37</sup>

### 2. Aktien in Girosammelverwahrung

Trotz des Umstandes, dass die Übertragung Girosammelverwahrter Aktien im Effekten giroverkehr faktisch nur in Form von Umbuchungen erfolgt, wird sie rechtlich in den hergebrachten Figuren des Sachenrechts verortet. Die Drittverwahrung und die fehlende körperliche Übergabe der Urkunde führen indes zu einem dogmatisch recht konstruierten Gebilde.

Mit Einlieferung der (Global-)Urkunde(n) bei der CBF entsteht für die Aktionäre Miteigentum nach Bruchteilen am

Sammelbestand (§§ 6 I 1, 9a II DepotG). Der Aktionär hat im Rahmen des mehrstufigen Verwahrungsverhältnisses Herausgabeansprüche in Höhe des für ihn verwahrten Anteils am Sammelbestand gegenüber seiner Depotbank sowie der CBF (§§ 7 I, 8 I, 9a II DepotG),<sup>38</sup> sodass sich Besitzmittlungsverhältnisse ergeben, die zu folgender Besitzkonstellation an der Aktienurkunde führen: der Aktionär ist mittelbarer Eigenbesitzer zweiter Stufe, die Depotbank mittelbare Fremdbesitzerin erster Stufe und die CBF unmittelbare Fremdbesitzerin.<sup>39</sup>

Die Übertragung eines Girosammelanteils im Effekten giroverkehr erfolgt gem. § 929 I BGB.<sup>40</sup> Zwischen Inhaber- und Namensaktien besteht hier kein Unterschied, da sammelverwahrte Namensaktien blankoindossiert sind und ihre Übertragung dann wie bei Inhaberaktien erfolgt.<sup>41</sup> Die dingliche Einigung zwischen Veräußerer und Erwerber erfolgt durch Einschaltung der jeweiligen Depotbanken als Verkaufs- bzw. Einkaufskommissionärin sowie der CBF als Empfangsvertreterin der Erwerberdepotbank.<sup>42</sup> Die Übergabe wird durch die Umbuchung von Depotgutschriften ersetzt,<sup>43</sup> indem das Besitzmittlungsverhältnis mit der CBF auf Anweisung der Veräußererdepotbank durch die CBF auf die Depotbank des Erwerbers und damit auf diesen umgestellt wird.<sup>44</sup> Die Umstellung des Besitzmittlungswillens der CBF manifestiert sich nach außen durch Belastung des Kontos der Veräußererdepotbank und Erteilung einer Gutschrift auf dem Konto der Erwerberdepotbank.<sup>45</sup>

Die Konstruktion stößt an ihre dogmatischen Grenzen, wenn der Anspruch der Aktionäre auf Einzelverbriefung nach § 10 V AktG ausgeschlossen ist, da in diesem Fall die Auslieferungsansprüche des Aktionärs gem. § 9a III 2 DepotG nicht bestehen. Ein Teil des Schrifttums lehnt die Annahme mittelbaren Besitzes an der Aktienurkunde daher in diesen Fällen ab, mit der Folge, dass der beschriebene Weg der

<sup>33</sup> Vogel in: BeckOGK BGB, Stand 1.10.2024, § 793 Rn. 22 f.; Solveen in: Hölters/Weber, AktG, 4. Aufl. 2022, § 10 Rn. 14.

<sup>34</sup> Habersack in: MüKoBGB, 9. Aufl. 2024, Vor § 793 Rn. 17.

<sup>35</sup> Bayer in: MüKoAktG (Fn. 12), § 68 Rn. 3; Busche in: Staudinger, 2022, § 413 BGB Rn. 17.

<sup>36</sup> Wechselgesetz v. 21.6.1933, RGBl. I, 399.

<sup>37</sup> BGHZ 160, 253, Rn. 15 (für Namensaktien); vgl. BGH NZG 2013, 903 (zur Inhaberschuldverschreibung); Solveen in: Hölters/Weber, AktG (Fn. 33), § 10 Rn. 14; Vatter in: BeckOGK AktG (Fn. 13), § 10 Rn. 84; str. ist, ob die Übergabe der Aktienurkunde erforderlich ist, vgl. Koch, AktG (Fn. 11), § 68 Rn. 3 m.w.N.

<sup>38</sup> Eder, Die rechtsgeschäftliche Übertragung von Aktien, NZG 2004, S. 107 (110 f.); eine Globalurkunde muss insoweit durch einzelne Wertpapiere ersetzt werden, als dies für die Auslieferung nötig ist, § 9a Abs. 3 S. 1 Hs. 1 DepotG.

<sup>39</sup> Mentz/Fröhling, Die Formen der rechtsgeschäftlichen Übertragung von Aktien, NZG 2002, S. 201 (205); BGH NJW 1997, 2110 (2111).

<sup>40</sup> BGHZ 160, 121, Rn. 12; Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, Rn. 2020; K. Schmidt in: MüKoBGB (Fn. 34), § 747 Rn. 22.

<sup>41</sup> Solveen in: Hölters/Weber, AktG (Fn. 33), § 10 Rn. 15.

<sup>42</sup> Mentz/Fröhling, NZG 2002, S. 201 (206); Eder, NZG 2004, S. 107 (111).

<sup>43</sup> BGH NZG 2016, 187 (189).

<sup>44</sup> Eder, NZG 2004, S. 107 (112); Mentz/Fröhling, NZG 2002, S. 201 (206); Einsele in: MüKoHGB (Fn. 28), Depotgeschäft Rn. 116.

<sup>45</sup> Scholz, Die Übertragung von Aktien im sachenrechtlichen Korsett, WM 2022, S. 1104 (1107); Clearstream Banking AG, Allgemeine Geschäftsbedingungen, September 2024, XXV (1): <https://www.clearstream.com/resource/blob/4028260/c4c7983bab16bfd9c34031fa813021c0/gtcs-cbf-september-2024-deutsch-pdf-data.pdf> [Stand: 18.2.2025].

Übereignung gem. § 929 I BGB nicht gangbar ist.<sup>46</sup> Indes ist die Rechtsprechung bestrebt, Verfügungen über Aktien auch dann in sachenrechtlichen Bahnen zu ermöglichen, was jedoch stark gekünstelt wirkt.<sup>47</sup> So behilft sich der BGH mit der Annahme eines Besitzmittlungsverhältnisses auf Grundlage eines Herausgabeanspruches des Aktionärs, der sich zwar nicht auf die Ausgabe einzelner Urkunden richtet, sondern auf Vornahme der beschriebenen Umbuchung bei der CBF.<sup>48</sup> Besitzrechtlich überzeugt dies nicht, da die CBF wegen § 9a III 2 DepotG dauerhaft zum unmittelbaren Besitz berechtigt bleibt.<sup>49</sup>

### III. Fazit: Bedeutungsverlust der Aktienurkunde

Es zeigt sich, dass die Aktienurkunde bereits vor dem Zeitalter der Digitalisierung erheblich an Bedeutung verloren hat. Aus Aktionärssicht stellt die Aktie heute mehr eine Buchungsposition auf einem Depotauszug als ein physisches Wertpapier dar.<sup>50</sup> Zugespielt formuliert besteht die Aufgabe der Aktienurkunde nur noch darin, als Grundlage – man mag sogar sagen als „geistige Krücke“<sup>51</sup> – der Verortung von Buchungen im sachenrechtlichen Konstrukt zu dienen, die ihrerseits nur durch erhebliche „dogmatische Klimmzüge“ möglich ist.<sup>52</sup> Sehr treffend beschreibt die Diskrepanz zwischen Recht und Wirklichkeit bereits 1942 (!) *Opitz*, der behauptet, „daß der Effektenverkehr [...] auch ohne das Drucken von Wertpapierurkunden auskommt“ und „man nicht aus juristischen Gründen an der althergebrachten Verbriefung festzuhalten hat“.<sup>53</sup> Unterdessen wird seit geraumer Zeit gefordert, das deutsche Wertpapierrecht grundlegend zu reformieren und unter Abkehr von der Verkörperung in Urkunden und Loslösung vom Sachenrecht zu entmaterialisieren.<sup>54</sup>

## C. Die Neuerungen des ZuFinG

Der Arbeitstitel stellt eine solche Entmaterialisierung der Aktie prima facie in Aussicht. Ob dem tatsächlich so ist, soll unter

Zugrundelegung der zunächst folgenden Darstellung des neuen Rechtsrahmens zur elektronischen Aktie an späterer Stelle untersucht werden. Die Befürchtung, dass ein entscheidender Entmaterialisierungserfolg ausbleibt, kommt jedoch schon mit einem Blick auf die Regelungstechnik des ZuFinG auf: die Öffnung des deutschen Rechts für elektronische Aktien erfolgt auf Grundlage eines minimalinvasiven Ansatzes, der sich auf punktuelle Änderungen des AktG, des DepotG und des eWpG<sup>55</sup> beschränkt.<sup>56</sup> Der Schwerpunkt liegt dabei mit Art. 16 ZuFinG im eWpG; die Anpassungen des AktG und des DepotG begrenzen sich auf Einzelheiten.<sup>57</sup>

### I. Elektronische Aktien im eWpG

Mit dem eWpG wurde in Anerkennung der Finanzmarktpraxis, die die traditionelle Publizitätsfunktion des Besitzes an Papierurkunden faktisch durch elektronische Buchungen ersetzt hat, beabsichtigt, einen Rechtsrahmen für die elektronische Begebung von Wertpapieren zu errichten.<sup>58</sup> Der Anwendungsbereich war dabei auf Inhaberschuldverschreibungen beschränkt (§ 1 eWpG a.F.). Aktien wollte der Gesetzgeber zunächst mit dem Hinweis auf erhebliche gesellschaftsrechtliche Auswirkungen bewusst nicht aufnehmen, was seinerzeit auf erhebliche Kritik gestoßen ist und in den vereinzelt aktienrechtlichen Anpassungen des ZuFinG in Bezug auf elektronische Aktien nun auch keinen Anklang mehr findet.<sup>59</sup> Mit dem eWpG wurde aber der Anspruch erhoben, dass eine spätere, in Aussicht gestellte Öffnung für Aktien regelungstechnisch problemlos umzusetzen sei.<sup>60</sup>

Dies ist mit dem ZuFinG erfolgt. Kern der Anpassung des eWpG ist die Ausweitung des Anwendungsbereiches, von dem fortan auch Aktien erfasst sind (§ 1 Nr. 2, 3 eWpG) und somit

<sup>46</sup> *Habersack/Mayer*, Globalverbriefte Aktien als Gegenstand sachenrechtlicher Verfügungen? – Ein (weiteres) Plädoyer für die Ablösung der Globalurkunde durch Wertrechte, WM 2000, S. 1678 (1681); *Mentz/Fröhling*, NZG 2002, S. 201 (210); *Eisele* in: MüKoHGB (Fn. 28), Depotgeschäft Rn. 102.

<sup>47</sup> *Berger*, Verpfändung und Verwertung von Aktien, WM 2009, S. 577 (581); *Scholz*, WM 2022, S. 1104 (1108).

<sup>48</sup> BGH NJW 2005, 1275; BGH NJW-RR 2005, 1135 (1136); BGH NZG 2016, 187 (189).

<sup>49</sup> *Guntermann*, Die elektronische Aktie und das eWpG, AG 2021, S. 449 (450).

<sup>50</sup> *Heider* in: MüKoAktG (Fn. 12), § 10 Rn. 11.

<sup>51</sup> *Zöllner* in: Festschrift für Ludwig Raiser (Fn. 24), S. 251 (255).

<sup>52</sup> *Geurts*, Elektronische Aktien nach dem ZuFinG, ZdiW 2023, S. 181 (184); *Guntermann*, Vorhang auf für die e-Aktie, AG 2023, S. 426 (434).

<sup>53</sup> *Opitz*, Die Vervollkommnung des Effektenverkehrs, in: ders. [Hrsg.], Fünfundzwanzig depotrechtliche Abhandlungen, 1954, S. 494 (513).

<sup>54</sup> *Zahn/Kock*, Die Emission von unverbrieften Schuldtiteln durch die Europäische Zentralbank, WM 1999, S. 1955 (1960 ff.); *Habersack/Mayer*, WM 2000, S. 1678 (1684); *Segna*, Bucheffekten, 2018, S. 601 ff.

<sup>55</sup> Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) v. 3.6.2021, BGBl. I, 1423.

<sup>56</sup> *Poelzig/von Zehmen*, Kryptoaktien nach dem Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, RD 2023, S. 333.

<sup>57</sup> *Omlor*, RD 2024, S. 19.

<sup>58</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 1, 38.

<sup>59</sup> *Lehmann*, Zeitenwende im Wertpapierrecht, BKR 2020, S. 431 (432); *Reger/Langheld/Haagen*, Elektronische Aktien, RD 2021, S. 83 (87).

<sup>60</sup> *Segna*, Elektronische Wertpapiere im zentralen Register – Anmerkungen zum BMF-/BMJV-Referentenentwurf vom 10.8.2020 aus wertpapier- und depotrechtlicher Sicht, WM 2020, S. 2301; BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 38.

als elektronische Wertpapiere (elektronische Aktien)<sup>61</sup> begeben werden können (§ 2 I 1 eWpG). Im Übrigen wurden die bestehenden Normen nur insoweit geändert, als dies durch aktienspezifische Besonderheiten gegenüber Inhaberschuldverschreibungen erforderlich war.<sup>62</sup>

## 1. Änderung der Begebungsform

Festzuhalten ist zunächst, dass die elektronische Aktie keine neue Aktienart bildet, die das Wesen der Aktiengesellschaft oder das Verhältnis zwischen ihr und dem Aktionär verändert.<sup>63</sup> Sie entfaltet daher grundsätzlich dieselbe Rechtswirkung wie eine solche, die mittels Urkunde begeben worden ist (§ 2 II eWpG). Funktionell ist das Mitgliedschaftsrecht daher auch bei der elektronischen Aktie „verbrieft“.<sup>64</sup> Der Unterschied ist allein, dass eine elektronische Aktie dadurch begeben wird, dass der Emittent an Stelle der Ausstellung einer Urkunde eine Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister bewirkt (§ 2 I 2 eWpG). Im Übrigen bestehen Spezialregelungen nur dann, wo es die Art der elektronischen Begebungsform erfordert, weil die Vorschriften der urkundlichen Begebung insoweit nicht übertragbar sind und ein rechtlicher Gleichlauf geschaffen werden muss.<sup>65</sup> Das Fehlen des körperlichen Bezugsobjekts wird etwa durch eine Sachfiktion kompensiert: gem. § 2 III eWpG gilt ein elektronisches Wertpapier als Sache i. S. d. § 90 BGB.

## 2. Elektronische Wertpapierregister

Das eWpG unterscheidet zwei Arten elektronischer Wertpapierregister: zentrale Register (§§ 4 I Nr. 1, 12 ff. eWpG) und Kryptowertpapierregister (§§ 4 I Nr. 2, 16 ff. eWpG). Elektronische Wertpapiere in zentralen Registern sind Zentralregisterwertpapiere, während diejenigen in Kryptowertpapierregistern als Kryptowertpapiere gelten (§ 4 II, 3 eWpG). Die Register sind exklusiv – ein Zentralregisterwertpapier kann nicht zugleich ein Kryptowertpapier sein.<sup>66</sup> Innerhalb beider Register stehen ferner die Eintragungsmodalitäten der Sammel- bzw. Einzeleintragung zur Verfügung (§ 8 I eWpG).

Elektronische Aktien unterliegen mithin einer zweifachen Dichotomie, sowohl in Bezug auf das Register als auch die Eintragungsmodalität.<sup>67</sup>

### a) Zentrale Register

Zentrale Register dienen gem. § 12 I eWpG der zentralen Eintragung und Publizität von Zentralregisterwertpapieren. Bestimmend für die Einordnung als zentral ist, dass ausschließlich die registerführende Stelle als Letztverantwortliche entscheidet, ob und mit welchem Inhalt ein Wertpapier im Register eingetragen, geändert oder gelöscht wird.<sup>68</sup> Die Integrität einer Urkunde wird beim zentralen Register durch das Vertrauen in die Integrität des Registerführers ersetzt.<sup>69</sup> Die Registerführung muss danach Stellen vorbehalten sein, die ein hohes Maß an Vertrauenswürdigkeit und Zuverlässigkeit bieten.<sup>70</sup> Entsprechend sind dafür gem. § 12 II eWpG nur Wertpapiersammelbanken und Verwahrer ermächtigt. Wertpapiersammelbank i. S. v. § 4 V eWpG ist in Deutschland – wie nach § 1 III DepotG – die CBF. Verwahrer müssen gem. § 4 VI eWpG über eine Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts verfügen. In Betracht kommen dafür Kreditinstitute mit einer KWG<sup>71</sup>-Erlaubnis.<sup>72</sup>

Die Eintragung einer Aktie in das zentrale Register setzt gem. § 4 IV eWpG die Aufnahme der nach § 13 I, II eWpG erforderlichen Angaben voraus, namentlich u.a. eine Wertpapierkennnummer, den Emittenten, oder, ob es sich um Namens- oder Inhaberaktien handelt. Ferner verlangt § 4 IV eWpG eine Bezugnahme auf die Emissionsbedingungen, die zuvor bei der registerführenden Stelle niederzulegen sind (§ 5 I 1 eWpG i. V. m. § 4 VII eWpG). Aktien verfügen aber in der Regel über keine begleitenden Emissionsbedingungen, sodass dies häufig gegenstandslos sein wird.<sup>73</sup> Die Satzung ist nicht niederzulegen

<sup>61</sup> Das eWpG verwendet einheitlich den Begriff „Wertpapier“ und nicht „Aktie“; die Begriffe werden hier synonym benutzt. Zum Wertpapierbegriff: *Bartlitz* in: Conreder/Meier, eWpG, 2023, § 2 Rn. 8 ff.

<sup>62</sup> Vgl. BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 141 f. („Folgeänderungen“).

<sup>63</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 119.

<sup>64</sup> *Omlor*, RD 2024, S. 19 (20): die Terminologie aus § 10 Abs. 5 AktG mit ihrem engen körperlichen Verbriefungsbegriff ist daher überholt.

<sup>65</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 39.

<sup>66</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 42.

<sup>67</sup> *Meier*, Einführung der elektronischen Aktie in Deutschland, WM 2023, S. 2035 (2036 f.).

<sup>68</sup> *Dieckmann* in: Conreder/Meier, eWpG (Fn. 61), § 12 Rn. 7.

<sup>69</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 54.

<sup>70</sup> *Segna*, WM 2020, S. 2301 (2305).

<sup>71</sup> Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG) v. 9.9.1998, BGBl. I, 2776.

<sup>72</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 43.

<sup>73</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 141.

(§ 5 V eWpG), da sie bereits aus dem Handelsregister ersichtlich ist.<sup>74</sup>

### aa) Sammeleintragung

Eine zentrale Angabe ist die zum Inhaber des elektronischen Wertpapiers. Inhaber ist gem. § 3 I eWpG derjenige, der im Register als solcher eingetragen ist. Das Recht aus dem Wertpapier geht daraus nicht hervor. Ein solches hat nur der Berechtigte inne, der insofern vom Inhaber zu differenzieren ist (§ 3 II eWpG).

Inhaberschaft und Berechtigung können somit auseinanderfallen, insbesondere im Kontext der Sammeleintragung, bei der als Inhaber eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer eingetragen wird (§ 8 I Nr. 1 eWpG). Die Wertpapiersammelbank oder der Verwahrer hat dabei selbst kein Recht aus dem Wertpapier, sondern verwaltet die Sammeleintragung für die Berechtigten (§ 9 II 1 eWpG).<sup>75</sup> Elektronische Wertpapiere in Sammeleintragung gelten als Wertpapiersammelbestand, an dem die Berechtigten Miteigentümer nach Bruchteilen sind (§ 9 I eWpG). Ferner ordnet der neue § 9b I 1 DepotG die sinngemäße Geltung der depotrechtlichen Vorschriften über die Sammelverwahrung an. Die Parallele zur herkömmlichen Sammelverwahrung von physischen (Global-)Aktienurkunde(n) ist damit eindeutig. Noch klarer wird dies mit Blick auf § 12 III eWpG, der für elektronische Wertpapiere, die in ein von der CBF geführtes Register eingetragen werden und als dessen Inhaber die CBF selbst eingetragen wird, die Abwicklung im Effktengiro anordnet. Nach den Worten der Gesetzesbegründung zum eWpG handelt es sich bei dieser Eintragsform „um die digitale Abbildung des Effktengiroverkehrs, bei dem im derzeit praktisch relevantesten Fall die Dauerglobalurkunde durch die Wertpapiersammelbank verwahrt wird“.<sup>76</sup> Sie ist das Äquivalent zu einer herkömmlichen Emission mit dem alleinigen Unterschied, dass anstelle der Ausstellung und Einlieferung einer Urkunde bei der CBF eine Eintragung mit der CBF als Inhaber in ein von dieser geführtes zentrales Register bewirkt wird.<sup>77</sup> Sofern ein Verwahrer als Inhaber eingetragen ist, ist ein Einbezug in den Effktengiro aufgrund des insofern eindeutigen Wortlauts von § 12 III eWpG nicht

möglich. Derartig begebene elektronische Aktien sind insofern nicht kapitalmarktauglich, sodass diese Eintragsform nur für solche Aktien in Betracht kommt, die nicht an regulierten Handelsplätzen, sondern auf privaten Kapitalmärkten gehandelt werden sollen.<sup>78</sup>

### bb) Einzeleintragung

Sofern der am Wertpapier Berechtigte in das Register eingetragen wird, spricht man von der Einzeleintragung (§ 8 I Nr. 2 eWpG). Im Fall der elektronischen Aktie ist der Inhaber damit stets Aktionär. Ein Einbezug in den Effktengiro ist nicht möglich und damit auch hier nur ein Handel auf privaten Kapitalmärkten denkbar. An der wirtschaftlichen Relevanz von Einzeleintragungen in zentralen Registern wurde deshalb bereits in der Gesetzesbegründung zum eWpG gezweifelt.<sup>79</sup> Auch bei diesen bleibt es nämlich bei der Zentralität des Registers in Form der Letztentscheidungsbefugnis des Registerführers. Der private Kapitalmarkt möchte darauf jedoch in der Regel verzichten, sodass für diesen wohl überwiegend Kryptowertpapierregister genutzt werden.<sup>80</sup>

### b) Kryptowertpapierregister

Kryptowertpapierregister werden nämlich gerade nicht von einem Intermediär mit Letztentscheidungsbefugnis, sondern dezentral geführt.<sup>81</sup> Maßgeblich für das Kryptowertpapierregister ist gem. § 16 I eWpG, dass es auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt wird, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden. Das Vertrauen in die Integrität einer physischen Urkunde wird dabei nicht wie bei zentralen Registern durch die Integrität des Registerführers, sondern durch die des Aufzeichnungssystems ersetzt.<sup>82</sup> Die Anforderungen an das Aufzeichnungssystem (§ 4 XI eWpG) sind technikoffen formuliert und vor dem Hintergrund des jeweiligen Entwicklungsstandes zu interpretieren.<sup>83</sup> Der Gesetzgeber hatte jedoch in erster Linie Systeme auf Basis der Distributed-Ledger-Technologie (DLT), insbesondere die

<sup>74</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 141.

<sup>75</sup> Jedenfalls, soweit es sich nicht um eigene Bestände handelt, *Wieneke/Kunz*, Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, NZG 2021, S. 316 (319).

<sup>76</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 49.

<sup>77</sup> *Wieneke/Kunz* (Fn.75), S. 316 (319).

<sup>78</sup> *Dieckmann* in: *Conreder/Meier*, eWpG (Fn. 61), § 12 Rn. 4.

<sup>79</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 50.

<sup>80</sup> *Conreder/Diederichsen/Okonska*, Das neue Gesetz über elektronische Wertpapiere – digitale Zeitenwende im Wertpapierbereich, DStR 2021, S. 2594 (2595); BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 50.

<sup>81</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 41.

<sup>82</sup> *Gleske/Raetz* in: *Hopt/Seibt*, SchuldverschreibungsR, 2. Aufl. 2023, eWpG § 4 Rn. 16.

<sup>83</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 41, 59.

Blockchain-Technologie, vor Augen.<sup>84</sup> Die Vision dieser ist gerade die eines dezentral verteilten Systems (Blockchain), das Transaktionen unmittelbar zwischen Teilnehmern des Netzwerks ohne die Einschaltung von Intermediären ermöglicht.<sup>85</sup> Vermögenswerte werden dabei als Token digital auf der Blockchain abgebildet, die in chronologischer Reihenfolge alle Transaktionen enthält und bei allen Teilnehmern des Netzwerks mit identischem Inhalt vorliegt.<sup>86</sup> Transaktionen der Token erfolgen auf Grundlage der „Public-Key-Kryptographie“ unter Verwendung von Private und Public Keys.<sup>87</sup> Dabei wird eine Transaktion zunächst mittels des Private Key, der die Verfügungsberechtigung über den Token enthält, durch die beteiligten Parteien autorisiert.<sup>88</sup> Danach sendet der übertragende Nutzer eine Nachricht an das Blockchain-Netzwerk, deren Teilnehmer mittels des Public Key die Authentizität der Transaktion überprüfen.<sup>89</sup> Sofern eine Mehrheit die Transaktion validiert, wird sie unter Zuordnung des Empfängers in der Blockchain gespeichert.<sup>90</sup> Dabei muss die Blockchain-Technologie die im Vergleich zum zentralen Register fehlende zentrale Instanz durch einen Algorithmus ersetzen, der gewährleistet, dass nur autorisierte Transaktionen eingetragen werden.<sup>91</sup>

Trotz der automatisierten Registerführung bedarf es auch bei Kryptowertpapierregistern einer registerführenden Stelle, die zwar nichts an der Dezentralität ändert, aber als verantwortliches Rechtssubjekt hinsichtlich der Registerführung und damit einhergehender Pflichten (vgl. § 7 eWpG) zur Verfügung stehen soll.<sup>92</sup> Der Kreis zur Führung des Registers Berechtigter ist indes größer: nach § 16 II eWpG ist registerführende Stelle, wer vom Emittenten gegenüber dem Inhaber als solche benannt ist (S. 1); unterbleibt die Benennung, gilt der Emittent als registerführende Stelle (S. 2). Gleichwohl werden operativ tätige Gesellschaften bei der Ausgabe von Kryptoaktien für die Registerführung wohl auf einen

Dienstleister setzen, da auch hier eine KWG-Erlaubnis vorausgesetzt ist.<sup>93</sup>

Die Eintragung einer Aktie in ein Kryptowertpapierregister erfolgt analog zur der in ein zentrales Register durch Aufnahme der hierfür nach § 17 I, II eWpG erforderlichen Angaben.

### aa) Ausklammerung von Inhaberaktien

Wesentlicher Unterschied dabei ist die Angabe nach § 17 I Nr. 8 lit. a) eWpG nicht ob, sondern dass die Aktie auf den Namen lautet. Inhaberaktien können nicht als Kryptoaktien begeben werden, sondern kommen nach § 1 Nr. 3 eWpG sowie dem neuen § 10 I S. 2 Nr. 3 AktG nur als Zentralregisteraktien in Betracht. Grund dafür sind geldwäscherechtliche Bedenken des Gesetzgebers: Inhaberaktien seien als tendenziell risikobehaftetes Instrument einzuordnen, bei dem es entscheidend auf die Nachvollziehbarkeit von Übertragungsvorgängen ankomme, was bei der intermediärlosen Blockchain-Technologie erschwert sei.<sup>94</sup> Substantiiert ist diese Befürchtung jedoch nicht. Im Fall einer Sammeleintragung von Kryptoaktien sind Wertpapiersammelbanken oder Kreditinstitute als eingetragene Inhaber beteiligt, die eine Ermittlungspflicht (ggf. entlang einer Depotkette) des wirtschaftlichen Aktionärs trifft (§ 2 I Nr. 1 GwG<sup>95</sup>).<sup>96</sup> Bei Einzeleintragungen muss die Bezeichnung des zugleich berechtigten Inhabers zumindest unter einer eindeutigen Kennung erfolgen (§ 17 II 2 eWpG), die eine eindeutige Zuordnung ermöglicht.<sup>97</sup> Der wirtschaftlich Berechtigte i. S. v. § 3 GwG lässt sich damit stets nachvollziehen. Eine Erweiterung um Inhaberaktien soll jedoch nach Finalisierung der Geldwäsche-VO<sup>98</sup> überprüft werden.<sup>99</sup>

### bb) Sammel-/Einzeleintragung

Die Sammeleintragung von Kryptoaktien ist möglich, führt jedoch zur Beteiligung von Intermediären, die die privaten

<sup>84</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 42; die Begriffe „DLT“ und „Blockchain-Technologie“ werden nachfolgend synonym benutzt.

<sup>85</sup> Blockchain-Strategie der Bundesregierung, [https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Digitale-Welt/blockchain-strategie.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=22](https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Digitale-Welt/blockchain-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=22) [Stand: 18.2.2025], S. 3.

<sup>86</sup> *Eckhold/F. Schäfer* in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, 6. Aufl. 2024, § 17 Rn. 1 f.; *Reger/Langheld/Haagen*, RD 2021, S. 83 (84).

<sup>87</sup> *Dieckmann* in: Conreder/Meier, eWpG (Fn. 61), WpPG § 4 Rn. 9; *Eckhold/F. Schäfer* in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB (Fn. 86), § 17 Rn. 8.

<sup>88</sup> *Fromberger/Zimmermann*, in Maume/Maute, HdB Kryptowerte, 2020, § 1 Rn. 15 ff.; *Reger/Langheld/Haagen*, RD 2021, S. 83 (84).

<sup>89</sup> *Schwemmer*, Das Tokensachstatut – Zur kollisionsrechtlichen Behandlung der Übertragung von Bitcoin, Kryptowertpapieren und anderen Kryptotoken, IPRax 2022, S. 331 (333).

<sup>90</sup> *Buhl*, Die dingliche Zuordnung von Kryptowerten im Kollisionsrecht, RD 2024, S. 74 (75); *Schrey/Thalhofer*, Rechtliche Aspekte der Blockchain, NJW 2017, S. 1431 (1432).

<sup>91</sup> *Reger/Langheld/Haagen*, RD 2021, S. 83 (84).

<sup>92</sup> *Poelzig/von Zehmen*, RD 2023, S. 333 (335); *Denga*, AG 2024, S. 137 (139).

<sup>93</sup> *Eisenschmidt*, Die Einführung der elektronischen Aktie, NZG 2023, S. 825 (828).

<sup>94</sup> RefE ZuFinG,

[https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze\\_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung\\_VII/20\\_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.pdf?__blob=publicationFile&v=2) [Stand: 18.2.2025], S. 92.

<sup>95</sup> Gesetz über das Aufspüren von Gewinnen aus schweren Straftaten (Geldwäschegesetz – GwG) v. 23.6.2017, BGBl. I, 1822.

<sup>96</sup> *Lübke*, Das Gesellschaftsrecht der elektronischen Aktie, in: Möslein, Florian/Omlor, Sebastian [Hrsg.], Kryptoaktien, 2024, S. 39 (47 f.); *Geurts*, ZdiW 2023, S. 181 (188).

<sup>97</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 61.

<sup>98</sup> COM(2021) 420; zu dessen Implikationen für Kryptoinhaberaktien *Lübke* in: Kryptoaktien (Fn. 96), S. 39 (49 f.).

<sup>99</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 119.

Kapitalmärkte, auf die Kryptowertpapierregister ausgerichtet sind, in der Regel vermeiden möchten. Mangels einer mit § 12 III eWpG vergleichbaren Vorschrift ist ein Einbezug in den Effektenmarkt nicht möglich. Die Einzeleintragung und der Handel auf privaten Kapitalmärkten werden daher den Regelfall darstellen.<sup>100</sup>

### cc) Exkurs: DLT-Pilot

Aufgrund Letzteren wurde die Befürchtung geäußert, dass mangels ausreichenden Rechtsrahmens für einen Handel von Kryptowertpapieren und dem Verweis auf die privaten Kapitalmärkte allenfalls der unregulierte, graue Markt gefördert werde.<sup>101</sup> Zwischenzeitlich hat der europäische Gesetzgeber mit der DLT-Pilot-VO<sup>102</sup> in einer sog. Sandkasten-Lösung jedoch einen Rechtsrahmen geschaffen, um die Entwicklung von DLT-basierten Infrastrukturen – mithin auch Kryptowertpapieren – für Kapitalmärkte zu erproben.<sup>103</sup> Eine solche „regulatory sandbox“ ist ein Testrahmen unter reduzierten regulatorischen Vorgaben, der den Adressaten Spielraum bietet, innovative Tätigkeiten zu schaffen.<sup>104</sup> In der DLT-Pilot-VO betrifft dies insbesondere das Erfordernis der Einbuchung im Effektenmarktverkehr (Art. 3 I CSRD), von dem nach Art. 5 II DLT-Pilot-VO auf Antrag von der zuständigen Behörde befreit werden kann. Im Rahmen des Testregimes kann somit ein funktionsfähiger Sekundärmarkt für Kryptoaktien erprobt werden, wobei perspektivisch insbesondere interessant ist, ob ein DLT-basiertes System als „dezentrale Version eines Zentralverwahrers“ verwendet werden oder die Blockchain-Technologie gar als Ersatz des Effektenmarktverkehrs dienen könnte.<sup>105</sup>

## II. Übertragung elektronischer Aktien

### 1. Elektronische Aktien in Sammeleintragung

Die Übertragung elektronischer Aktien in Sammeleintragung erfolgt aufgrund der Sachfiktion und der gesetzlichen Anordnungen über den Sammelbestand nach sachenrechtlichen Grundsätzen.<sup>106</sup> Heranzuziehen sind insbesondere die im

Effektenmarkt bekannten Rechtsfiguren, insbesondere die Anerkennung des Anspruchs auf Umbuchungen als Herausgabeanspruch für das vom Aktionär zur CBF reichende Besitzmittlungsverhältnis.<sup>107</sup> Die Übertragung ändert den Berechtigten, nicht jedoch den Inhaber aufgrund der fortbestehenden Eintragung der CBF bzw. des Verwahrers im Register. Übertragungen von Aktien in Sammeleintragung erfolgen daher außerhalb des Registers „off-chain“.<sup>108</sup>

### 2. Elektronische Aktien in Einzeleintragung

Für elektronische Aktien in Einzeleintragung existiert mit den §§ 24–27 eWpG ein eigenes Regime, das auf den Verfügungstatbeständen des Zivilrechts aufbaut und diese ergänzt.<sup>109</sup> Aufgrund der Identität von Inhaberschaft und Berechtigung dokumentieren Register in dieser Eintragungsmodalität alle wertpapierrelevanten Transaktionen und die materielle Rechtslage.<sup>110</sup> Um ein Auseinanderfallen der Rechtswirklichkeit mit der Registerpublizität zu vermeiden, sollen sich Übertragungen daher auf der Infrastruktur des Registers vollziehen.<sup>111</sup> § 24 eWpG setzt für wirksame Verfügungen über elektronische Wertpapiere die Umtragung auf den neuen Inhaber (§ 4 VIII eWpG) voraus. Es gilt der Grundsatz „keine Verfügung außerhalb des Registers“,<sup>112</sup> Übertragungen vollziehen sich stets „on-chain“. Im Übrigen erfolgt die Übertragung im Grundsatz nach § 929 I BGB, wobei die Übergabe der Urkunde durch die Umtragung ersetzt wird.<sup>113</sup> Solange die Umtragung auf Weisung des Veräußerers nicht erfolgt, verliert dieser sein Eigentum nicht (§ 25 I 2 eWpG). Ein Unterschied zwischen Inhaber- und Namensaktien ergibt sich hierbei nicht; § 25 III 2 eWpG stellt klar, dass eine Übertragung von elektronischen Namensaktien in Einzeleintragung durch Indossament nicht möglich ist. Sofern letztere einer Vinkulierung unterliegen, darf die registerführende Stelle die Umtragung jedoch erst nach Zustimmung der Gesellschaft vornehmen (§ 25 III 1 eWpG). Darüber hinaus ist auch ein gutgläubiger Erwerb gesichert: zugunsten des gutgläubigen rechtsgeschäftlichen Erwerbers gilt

<sup>100</sup> Wöckener/Becker in: BeckOGK eWpG, Stand 1.1.2024, § 8 Rn. 35.

<sup>101</sup> Blockchain Bundesverband, Stellungnahme zum Referentenentwurf des BMJV und des BMF eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze\\_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung\\_VII/19\\_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-blockchain.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-09-einfuehrung-elektronische-wertpapiere/Stellungnahme-blockchain.pdf?__blob=publicationFile&v=1) [Stand: 18.2.2025].

<sup>102</sup> VO (EU) 2022/858.

<sup>103</sup> Poelzig/von Zehmen, RD 2023, S. 333 (341).

<sup>104</sup> Poelzig/von Zehmen, RD 2023, S. 333 (341).

<sup>105</sup> ErwG 9 S. 3 COM(2020) 594; Poelzig, Elektronische Aktien im Kapitalmarktrecht, in: Möslin, Florian/Omlor, Sebastian [Hrsg.], Kryptoaktien, 2024, S. 75 (85 f.).

<sup>106</sup> Vgl. BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 50.

<sup>107</sup> Gleske/Raetz in: Hopt/Seibt, SchuldverschreibungsR, (Fn. 82), eWpG § 9 Rn. 6.

<sup>108</sup> Omlor/Wilke/Blöcher, Zukunftsfinanzierungsgesetz, MMR 2022, S. 1044 (1047).

<sup>109</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 65.

<sup>110</sup> Kleinert/Mayer, Der deutsche Weg zum elektronischen Wertpapier, EuZW 2020, S. 1059 (1062).

<sup>111</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 66.

<sup>112</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 66.

<sup>113</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 66.

nach § 26 I eWpG der Inhalt des elektronischen Wertpapierregisters als vollständig und richtig sowie der Inhaber als Berechtigter. Eine Übertragung ist zudem durch Abtretung denkbar, für die Wirksamkeit der Verfügung tritt jedoch auch hier die konstitutive Umtragung hinzu.<sup>114</sup>

### III. Implikationen für Aktiengesellschaften

#### 1. Begebung elektronischer Aktien

Mit Inkrafttreten der Regelungen des ZuFinG zur elektronischen Aktie ohne Übergangszeit (Art. 35 I ZuFinG) können sie sich Aktiengesellschaften seit dem 15.12.2023 zunutze machen. Eine Pflicht hierzu trifft sie jedoch nicht, der Gebrauch der neuen Ausgabeform steht zur Dispositionsbefugnis der Gesellschaft. Für die Ausgabe ist eine Satzungsbestimmung erforderlich, die die Verbriefung der elektronisch begebenen Aktien ausschließt (§ 10 VI 1 AktG). Denkbar ist nach dessen Wortlaut („für solche Aktien ausschließen“) auch ein Teilausschluss, etwa bei der Vornahme einer Kapitalerhöhung, bei der existierende, urkundliche Aktien bestehen bleiben und lediglich die jungen Aktien elektronisch begeben werden. Möglich ist somit ein Mischbestand mit teils urkundlichen, teils elektronischen Aktien innerhalb einer Gesellschaft, wobei fraglich ist, wie dies operationell darzustellen wäre.<sup>115</sup> Gleichsam kann der Anspruch auf Verbriefung nunmehr vollständig ausgeschlossen werden, sodass entgegen der bisherigen Rechtslage dann auch kein Anspruch auf Ausstellung einer Globalurkunde mehr verbleibt.<sup>116</sup> Möchte die Gesellschaft Kryptoaktien ausgeben, muss die Satzung dies ausdrücklich zulassen, sodass ein reiner Ausschluss der Verbriefung hier nicht genügt (§ 10 VI 2 AktG). Nach Auffassung des Gesetzgebers sei dies nötig, da viele Menschen mit den für die Begebung von Kryptoaktien nötigen Technologien nicht vertraut seien und deshalb Vorbehalte bestehen könnten.<sup>117</sup> Urkundliche Aktien können zudem durch ihr elektronisches Pendant ersetzt werden, auch wenn sie vor Inkrafttreten des ZuFinG begeben wurden (§ 33 I eWpG). Neben den beschriebenen Satzungsbestimmungen kann hierfür im Einzelfall die Zustimmung des jeweiligen Aktionärs erforderlich sein (§ 6 III, IV 1 eWpG). Mit Eintragung in das Register werden die Urkunden kraftlos (§ 6 III 2, IV 2 eWpG). Möglich ist in praktisch selten denkbaren Fällen wiederum auch

die Ersetzung einer elektronischen Aktie durch eine urkundliche (§ 6 II eWpG).

Für Aktiengesellschaften besteht somit vorbehaltlich der erforderlichen Hauptversammlungsbeschlüsse für die Satzungsbestimmungen ein sehr liberales Regime zur Handhabung der neuen Begebungsform.

#### 2. Mittelbare Auswirkungen

Jenseits der neuen Begebungsform können sich mit der digitalen Registerlösung mittelbare Auswirkungen für die aktienrechtliche Praxis ergeben, etwa hinsichtlich der Beteiligungstransparenz. Für Namensaktiengesellschaften lässt sich die Datenerfassung im elektronischen Register für die Zwecke des Aktienregisters nutzen.<sup>118</sup> Nach § 67 I 7 AktG ist für die Übermittlung der hierzu erforderlichen Angaben ein Meldesystem mit der registerführenden Stelle einzurichten. § 30a 1 eWpG stellt ferner klar, dass die registerführende Stelle selbst mit der Führung des Aktienregisters beauftragt werden kann, was einer effizienteren Ausgestaltung des Aktienregisters, insbesondere ohne Zeitverzögerungen, zugutekommt.<sup>119</sup> Vorteile können sich zudem für Gesellschaften mit Inhaberaktien ergeben, bei denen kein Aktienregister zu führen ist. Insbesondere nicht börsennotierte Gesellschaften, denen die gesetzlichen Mittel zur Lüftung der Anonymität ihrer Aktionäre nicht zur Verfügung stehen (§ 67d AktG, §§ 33 ff. WpHG<sup>120</sup>),<sup>121</sup> könnten sich hierfür im Fall der Einzeleintragung die Registerinträge zunutze machen. Als Teilnehmerin des elektronischen Wertpapierregisters i. S. v. § 10 I eWpG steht dem Emittenten ein Auskunftsanspruch gegen den Registerführer nach Abs. 2 zu (vgl. § 2 I Nr. 1 eWpRV<sup>122</sup>). Zwar kann die Angabe im Register, auf die sich der Anspruch richtet, auch unter einer eindeutigen Kennung, also ohne Klarnamen erfolgen (§ 13 II 2 eWpG). Sollte eine rechtssichere Kommunikation mit den Aktionären dadurch nicht bereits gewährleistet sein, kommt auf Grundlage eines berechtigten Interesses gem. § 10 III eWpG auch ein weitergehender Auskunftsanspruch in Betracht.<sup>123</sup> Ferner haben insbesondere Kryptoaktien Potenzial für eine intensiviertere Digitalisierung der Aktiengesellschaft. Perspektiven, die sich auf Grundlage der DLT bieten, sind etwa eine automatisierte Dividendenauskehr oder die Kommunikation mit Aktionären

<sup>114</sup> BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 66.

<sup>115</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 119; *Liebert/Bauer* in: *Conreder/Meier*, eWpG (Fn. 61), § 9 Rn. 14.

<sup>116</sup> *Koch*, AktG (Fn. 11), § 10 Rn. 16.

<sup>117</sup> BegrRegE ZuFinG, BR-Drs. 362/23, S. 119.

<sup>118</sup> *Vatter* in: *BeckOGK AktG* (Fn. 13), § 10 Rn. 77.

<sup>119</sup> *Eisenschmidt*, NZG 2023, S. 825 (831); *Guntermann*, AG 2023, S. 426 (432).

<sup>120</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) v. 9.9.1998, BGBl. I, 2708.

<sup>121</sup> *Eisenschmidt*, NZG 2023, S. 825 (831).

<sup>122</sup> Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister (eWpRV) v. 24.10.2022, BGBl. I, 39.

<sup>123</sup> *Lübke* in: *Kryptoaktien* (Fn. 96), S. 39 (65).

über die Blockchain einschließlich der Berufung der Hauptversammlung, die ihrerseits bereits de lege lata virtuell stattfinden kann (§ 118a AktG).<sup>124</sup> Dies ist jedoch einer Entwicklung durch die Emittenten innerhalb des bestehenden gesetzlichen Rahmens vorbehalten, neue Regelungen schafft das ZuFinG hierfür nicht.<sup>125</sup>

#### IV. Beurteilung

Die Einführung elektronischer Aktien ist initial positiv zu bewerten. Die neue Fassung des eWpG schafft den überfälligen Rechtsrahmen für die elektronische Begebung von Inhaberschuldverschreibungen und Aktien, der gängigsten kapitalmarktlichen Finanzinstrumente. Ob sie allerdings mit Hinblick auf die Primärziele des ZuFinG einen signifikanten Beitrag leistet, ist disputabel.

##### 1. Kostenvorteile?

Mit der elektronischen Aktie kann fortan auf die Herstellung und Verwahrung einer physischen Urkunde verzichtet werden, wodurch zunächst eine Kostensenkung bei Aktienemissionen antizipiert werden könnte,<sup>126</sup> was die Rechtsform der Aktiengesellschaft attraktiver machen könnte. Hingegen dürften auch die Gebühren der Registereintragung und dessen fortlaufender Führung einen nicht unerheblichen Kostenposten darstellen, vergewagt man sich insbesondere die in § 7 eWpG niedergelegten Pflichten der registerführenden Stelle.<sup>127</sup> Bedeutende Kostenvorteile sind deshalb zu bezweifeln, vor allem für zentrale Register, die von einer Wertpapiersammelbank oder einem Verwahrer geführt werden müssen. Kryptowertpapierregister kann der Emittent zwar auch selbst führen, die erforderliche KWG-Erlaubnis wird hierbei allerdings ein beträchtliches Hindernis darstellen. Liegt diese bereits vor oder wird sie eingeholt, ist indes ein erheblicher Instandhaltungsaufwand des Aufzeichnungssystems angezeigt, da die Anforderungen hieran vor dem jeweiligen Stand der Technik zu interpretieren sind. Echte Vorteile können jedoch durch den Einsatz der DLT im Rahmen von Kryptoaktien entstehen. Die intermediärlose, automatisierte Abwicklung von Transaktionen kann zu wesentlichen Zeitersparnissen führen, wodurch die Opportunitätskosten im Vergleich zur

Einschaltung von Depotbanken namhaft niedriger sind.<sup>128</sup> Praktisch verdeutlicht dies eine Blockchain-basierte Emission durch Continental, Siemens und die Commerzbank, bei der die Erzeugung und der Handel eines Geldmarktwertpapiers in Minuten statt Tagen vollzogen werden konnte.<sup>129</sup>

##### 2. Praktische Bedeutung von Kryptoaktien

Jenseits des Potentials von Kryptoaktien stellt sich allerdings die Frage, in welchem Umfang ihnen eine praktische Bedeutung tatsächlich zukommt und ihre Vorteile somit von beachtlichem Nutzen sind. Vereitelt wird dies zumindest teilweise aufgrund der Ausklammerung von Inhaberaktien. Zweifel ergeben sich ferner aufgrund der fehlenden Möglichkeit zum Einbezug in den Effektenmarkt und des damit verbundenen Verweises des Gesetzgebers auf die privaten Kapitalmärkte. Innerhalb des DLT-Pilot-Regimes besteht zwar die Möglichkeit, einen funktionsfähigen Sekundärmarkt für Kryptoaktien zu entwickeln. Dessen Reichweite ist indes aufgrund seines Testcharakters zeitlich sowie kapitalmäßig begrenzt.<sup>130</sup> Im Vorfeld wurde daher abgesehen, dass Kryptoaktien praktische Relevanz vornehmlich zunächst für kleinere und mittlere börsenferne Gesellschaften erlangen.<sup>131</sup> Für diese Gesellschaften ist aber fraglich, ob überhaupt ein relevantes Interesse an der Ausgabe von Kryptoaktien besteht. Die Befürchtung bestätigt ein Blick auf die von der BaFin zu veröffentlichende Liste über Kryptowertpapiere (§ 20 III eWpG), der zeigt, dass sich seither nur eine sehr überschaubare Zahl von Gesellschaften für die Ausgabe von Kryptoaktien entschieden hat.<sup>132</sup> Das Potential von Kryptoaktien scheint daher, jedenfalls in nennenswertem Umfang, aktuell ungenutzt zu bleiben.

##### 3. Wohlstandssicherung durch elektronische Aktien?

Einen signifikanten Beitrag zu den Primärzielen des ZuFinG scheint die elektronische Aktie nicht zu leisten. Insbesondere entsteht durch das bloße Entfallen der Herstellung und Einlieferung einer physischen Urkunde bei Zentralregisteraktien, die in den Effektenmarkt einbezogen werden sollen, kein vermehrter Anreiz für eine

<sup>124</sup> Spindler, Gesellschaftsrecht und Digitalisierung, ZGR 2018, S. 17 (50 f.); Lübke in: Kryptoaktien (Fn. 96), S. 39 (66 f.).

<sup>125</sup> Vgl. Guntermann, Krypto-Aktie & Co., AG 2024, S. 13 (21).

<sup>126</sup> Preuße/Wöckener/Gillenkirch, Der Gesetzesentwurf zur Einführung elektronischer Wertpapiere, BKR 2020, S. 551 (555); BegrRegE eWpG, BT-Drs. 19/26925, S. 49.

<sup>127</sup> So auch Denga, AG 2024, S. 137 (143).

<sup>128</sup> Vgl. Preuße/Wöckener/Gillenkirch, BKR 2020, S. 551 f.

<sup>129</sup> Continental, Commerzbank und Siemens testen erfolgreich Blockchain-Technologie im Geldmarkt, <https://www.continental.com/de/presse/pressemitteilungen/blockchain> [Stand: 18.2.2025].

<sup>130</sup> Art. 3 Abs. 1 lit. a), Abs. 2 und ErWG 48 DLT-Pilot-VO.

<sup>131</sup> Poelzig/von Zehmen, RD 2023, S. 333 (343).

<sup>132</sup> BaFin, Kryptowertpapierliste nach eWpG, [https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Kryptowertpapiere/kryptowerte\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Kryptowertpapiere/kryptowerte_node.html) [Stand: 18.2.2024]; nur bei zwei Einträgen kann eindeutig auf Aktien geschlossen werden.

Börsennotierung in Deutschland. Die Einführung der Kryptoaktie ist zwar chancenreich, birgt aber aufgrund der eingeschränkten Nutzbarkeit und des Fehlens etablierter Märkte zumindest noch kein hinreichendes Potential, den deutschen Finanzstandort in dem erforderlichen Umfang zu stärken. Eine Wohlstandssicherung allein auf Grundlage der elektronischen Aktie ist deshalb nicht abzusehen. Einen derartigen Anspruch erhob das ZuFinG indes nicht. Vielmehr ist es mit seinem umfassenden Ansatz als Gesamtkonstrukt zu sehen, das von der Summe seiner Einzelregelungen und ihrer Korrelation profitieren soll. In der elektronischen Aktie sah der Gesetzgeber jedoch eine Fortschreitung der Digitalisierung im Kapitalmarkt. Dies mag durch die Einführung von Kryptoaktien geschehen sein, im Fall der praktisch derzeit relevanteren Zentralregisteraktien erfolgen Transaktionen im Effektenverkehrsverkehr ohnehin bereits digital. Der nun mögliche Verzicht auf die Herstellung und Einlieferung einer physischen Urkunde ändert daran wenig.

## D. Entmaterialisierungserfolg der elektronischen Aktie

### I. Elektronische Aktien als Sachen

In Rückbesinnung auf den eingangs dargestellten Bedeutungsverlust der Aktienurkunde ist zuletzt die Frage aufzuwerfen, ob mit der Einführung der elektronischen Aktie der Forderung nach einer Entmaterialisierung nachgekommen wurde. Bejahen kann man dies insofern, als die Ausstellung von Urkunden für die Verkehrsfähigkeit der Aktie nicht mehr zwingend ist. Aufgrund der weitläufigen Liberalität, die Emittenten hinsichtlich der Begebung elektronischer Aktien trifft, kann auf diesem Standpunkt jedoch allenfalls von einer optionalen Dematerialisierung gesprochen werden.<sup>133</sup> Ein eindeutiges Nein muss aber für den Umstand geäußert werden, dass elektronische Aktien im Regime des eWpG als Sachen gelten und – in den Worten des eWpG-Gesetzgebers – „deshalb mit dem hergebrachten sachenrechtlichen Denken des deutschen Wertpapierrechts verknüpft sind“.<sup>134</sup> Zwar stellt die Sachfiktion keine Eigentümlichkeit elektronischer Aktien dar, da § 2 III eWpG mit dem ZuFinG keine Änderung erfuhr. Dessen Ausweitung führt die einhergehenden Probleme nun jedoch auf der Ebene von Aktien fort. Insbesondere bei

Zentralregisteraktien, denen das Regime der §§ 24–27 eWpG nicht zur Verfügung steht, werden die dogmatischen Zweifel, die an der Einpassung der Übertragung girosammelverwahrter Wertpapiere in das sachenrechtliche Konstrukt bereits seit dem letzten Jahrhundert bestehen, auf einen neuen Höhepunkt gebracht,<sup>135</sup> der nunmehr nur über den weiteren gedanklichen Zwischenschritt, elektronische Registereinträge seien fernab jeglicher Körperlichkeit Sachen, zu erreichen ist. Erfreulicherweise wurde in den Gesetzesbegründungen zum eWpG sowie zum ZuFinG aber klargestellt, dass die Sachfiktion die – in den Gesetzesbegründungen zugleich angekündigte – Diskussion über eine Reform des Wertpapier- und Depotrechts nicht beenden solle und das hiesige Konzept deshalb gegebenenfalls als Brückenlösung zu betrachten sei.<sup>136</sup> Als mögliche Grundlage einer deutschen Reform erkennt der Gesetzgeber das Schweizer Bucheffektengesetz<sup>137</sup> (BEG) an.<sup>138</sup> Die „Bucheffekte“ ist ein Vermögensobjekt sui generis und erlaubt eine vom Sachenrecht gelöste Ordnung intermediär verwahrter Wertpapiere.<sup>139</sup> Ein geeignetes Vorbild für das deutsche Recht ist die Bucheffekte vor allem deshalb, da ihr sowohl physische Wertpapiere als auch reine Registerwertrechte – das Pendant zu den Kryptowertpapieren des eWpG<sup>140</sup> – zugrunde liegen können (Art. 6 I BEG) und ihr darüber hinaus der Status eines absoluten Rechts zukommt (Art. 3 II BEG). Eine Annäherung hieran erscheint für das deutsche Wertpapierrecht mit den verschiedenen Begebungsformen (urkundliche und elektronische Wertpapiere) sowie seiner eigentumsgestützten Konzeption umsetzbar.<sup>141</sup>

### II. Reform des Wertpapierrechts: Eine Aufgabe des ZuFinG?

Die Entmaterialisierung der Aktie ist mit dem ZuFinG nicht erfolgt. Ein Anspruch des Gesetzgebers hierauf wurde indes nicht erhoben. Zudem ist fraglich, ob das ZuFinG den geeigneten Kontext für einen grundlegenden Umbruch des Wertpapierrechts mit seiner sachenrechtlichen Konzeption geboten hätte. Ein Teil des Schrifttums bejahte dies im Gesetzgebungsprozess zum ZuFinG und forderte mit seinem Erlass eine umfassende Reform, statt ein „eWpG 2.0 mit

<sup>133</sup> So *Linardatos*, Elektronische Schuldverschreibungen auf den Inhaber – des Wertpapiers neue Kleider, ZBB 2020, S. 329 (331).

<sup>134</sup> *BegrRegE eWpG*, BT-Drs. 19/26925, S. 40.

<sup>135</sup> *Lübke* in: *Kryptoaktien* (Fn. 96), S. 39 (57); *Guntermann*, AG 2023, S. 426 (434); zur Inhaberschuldverschreibung bereits *Lahusen*, Das Sachenrecht der elektronischen Wertpapiere, RD 2021, S. 161 (166 ff.).

<sup>136</sup> *BegrRegE eWpG*, BT-Drs. 19/26925, S. 40; *BegrRegE ZuFinG*, BR-Drs. 362/23, S. 140.

<sup>137</sup> Bundesgesetz über Bucheffekten v. 10.10.2008 (Bucheffektengesetz, BEG), SR 957.1.

<sup>138</sup> *BegrRegE eWpG*, BT-Drs. 19/26925, S. 40.

<sup>139</sup> *Kuhn*, Wertpapierrecht als Technikregulierung: zehn Jahre Reform des schweizerischen Depotrechts, EuZW 2018, S. 409.

<sup>140</sup> *Dubovitskaya*, Gesetzesentwurf zur Einführung von elektronischen Wertpapieren: ein zaghafter Schritt nach vorn, ZIP 2020, S. 2551 (2559).

<sup>141</sup> *Casper*, Elektronische Schuldverschreibung: es ist Zeit für einen grundlegenden gesetzlichen Neustart, BKR 2019, S. 209 (213); zur Übernahme des BEG *Segna*, Bucheffekten (Fn. 54), S. 621 ff.

Aktien“ zu schaffen.<sup>142</sup> Dem mag für eine isolierte Betrachtung der elektronischen Aktie zwar möglicherweise beizupflichten sein. Außer Betracht wird dabei jedoch gelassen, dass die Einführung der elektronischen Aktie nur einen einzelnen Regelungsbereich im Rahmen eines weitaus umfassenderen Ansatzes darstellt. Ein grundlegender Bruch mit der Konzeption des Wertpapierrechts im Rahmen des ZuFinG wäre Gefahr gelaufen, für die Praxis nur schwer vermittelbar zu sein, zumal diese eine faktische Dematerialisierung von Wertpapieren im Effektenmarkt bereits lange vollzogen hat und dahingehende Reformforderungen insofern insbesondere dogmatisch indiziert sind. Der gerade gewünschte Ansatz des ZuFinG in Form von Erleichterung und Entbürokratisierung wäre vor diesem Hintergrund möglicherweise vereitelt worden. Dass mit dem ZuFinG keine weitreichendere Reform des Wertpapierrechts vorgenommen wurde, ist deshalb zu begrüßen. Der Gesetzgeber sollte sich einer solchen, wie angekündigt, gesondert annehmen.<sup>143</sup>

## E. Ausblick

Letztlich ist die Einführung der elektronischen Aktie zu befürworten, auch wenn damit beträchtliche Effizienzgewinne und ein signifikanter Beitrag zur gewünschten Wohlstandssicherung nach aktuellem Stand nicht abzusehen sind. Zu beobachten wird insbesondere sein, wie sich die neue Ausgabeform im Zusammenspiel mit den anderen Regelungsbereichen des ZuFinG auf eine Stärkung des Finanzstandorts Deutschland auswirkt und, auf europäischer Ebene, sich im Rahmen des DLT-Pilot-Testregimes ein funktionsfähiger Sekundärmarkt für Kryptoaktien entwickelt, sodass deren Potential auch in einem größeren Umfang realisiert werden kann. Zu einer wesentlichen Entmaterialisierung der Aktie hat das ZuFinG zwar nicht beigetragen, jedoch hätten dessen Regelungszweck und -ansatz ohnehin nicht den geeigneten Kontext dafür geboten. Es bleibt indes zu hoffen, dass die angekündigte Reform des Wertpapierrechts nicht mehr lange auf sich warten lässt und diese unter Emanzipation vom Sachenrecht die kapitalmarktliche Realität schließlich auch rechtlich aufgreift.

<sup>142</sup> *Omlor/Wilke/Blöcher*, MMR 2022, S. 1044 (1046); in diese Richtung auch *Eisenschmidt*, NZG 2023, S. 825 (828).

<sup>143</sup> Im Ergebnis so auch *Guntermann*, AG 2021, S. 449 (456 f.); *Casper*, Das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG), AG 2022, S. 714 (724).