

Grundlagen des elektronischen Wertpapiers am Beispiel der eAktie

“Update Digitalisierung”, Tagung der Forschungsstelle
für Notarrecht, LMU München, 1. Dezember 2025

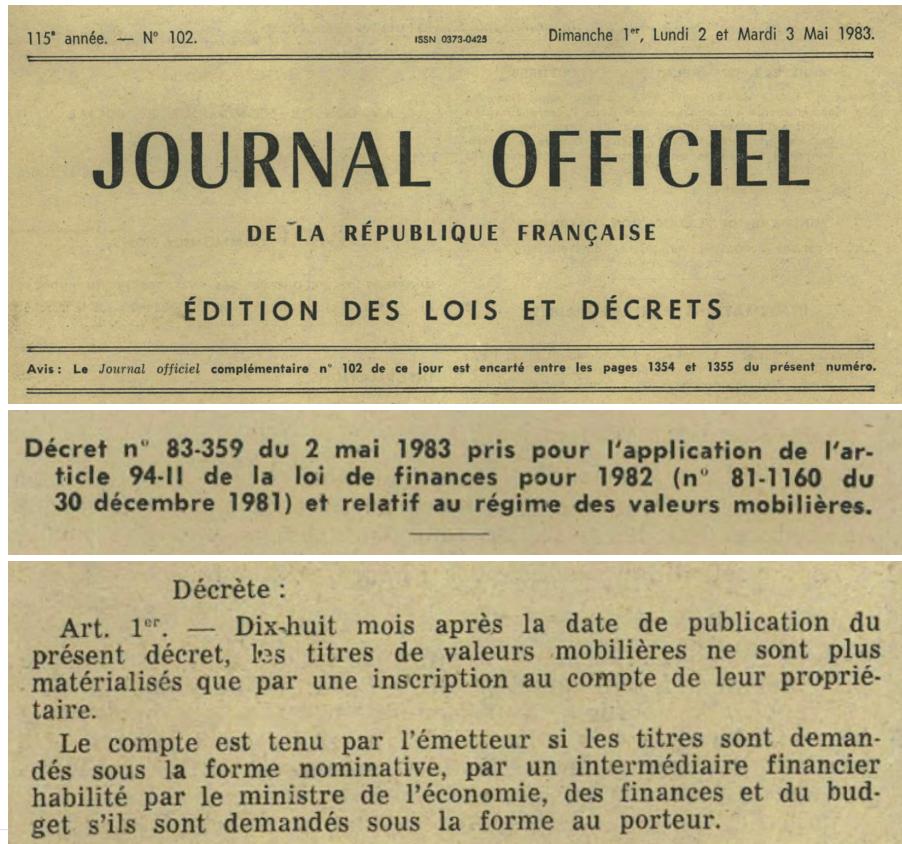
Florian Mösllein



INSTITUT FÜR DAS RECHT
DER DIGITALISIERUNG

“Europa der unterschiedlichen Geschwindigkeiten”

- **Frankreich:** Dématérialisation des valeurs mobilières – seit 1984 (!)



“Europa der unterschiedlichen Geschwindigkeiten”

- **Frankreich:** Dématérialisation des valeurs mobilières – seit 1984 (!)
- **Großbritannien:** Dematerialisation Market Action Taskforce (DEMAT) – seit 9. Oktober 2025 (!)

Digitisation Taskforce Final Report
July 2025

HM Treasury

Policy paper
Government response to Digitisation Taskforce final report
Updated 25 July 2025

gov.UK

Indicative Timeline of the Final Recommendations of the Digitisation Taskforce

Year	Recommendation
2025	Step 1: removal of paper shares and establishment of digitised registers
2026	As soon as possible: Formation of Technical Group
2027	By end of 2027: Physical share registers and share certificates replaced by digitised share registers
2028	Step 2: preparing for a fully intermediated system
2029	Step 3: All shares transition into the intermediated system

Within this Parliament

- Implementation of legislative and regulatory changes to improve the experience for UCIs in the intermediated securities chain
- Steps taken to facilitate UK digitisation for Jersey, Guernsey and Isle of Man companies admitted to trading in London
- Steps taken to facilitate the digitisation of UK plc with other international listings

By the end of this Parliament

- Digitised share registers potentially become a 'one-way street'
- Companies given powers to rematerialise shares, if CSN participants choose
- Issuers, registrars and intermediaries should ensure all stakeholders are made aware of the digitisation process

From: HM Treasury
Published 9 October 2025

Get emails about this page

Documents

HTML Terms of Reference for Dematerialisation Market Action Taskforce (DEMAT) HTML

Details

On 15 July 2025 the Digitisation Taskforce published its [final report](#), which recommended a staged approach to removing paper share certificates and ultimately moving to a fully intermediated system of shareholding in the UK. The government accepted the recommendations made in the report and set out in its [response](#) how it intends to take these forward.

One of the recommendations was to establish a 'Technical Group' to work with industry stakeholders to work on the [Terms of Reference](#). The government has therefore appointed Mark Austin CBE to establish and chair the Dematerialisation Market Action Taskforce (DEMAT) which will take forward this work. Mark is a corporate partner at Latham & Watkins, specialising in capital markets, and is a member of the Capital Markets Industry Taskforce.

The government has published [Terms of Reference](#) which set out the objectives for the DEMAT and its governance structure.

“Europa der unterschiedlichen Geschwindigkeiten”

- **Frankreich:** Dématerialisation des valeurs mobilières – seit 1984 (!)
- **Großbritannien:** Dematerialisation Market Action Taskforce (DEMAT) – seit 9. Oktober 2025 (!)

The screenshot shows a news article from the Euroclear website. The header features the Euroclear logo and navigation links for 'MyEuroclear', 'MENU', and a search icon. The main title of the article is 'Research reveals 4.7million still holding paper shares in the UK'. Below the title, a sub-headline reads 'Research reveals 4.7million still holding paper shares in the UK, with most unlikely to digitise before 2027 deadline'. The article contains a bulleted list of findings from a study by Euroclear's UK CSD, Euroclear UK & International in collaboration with Thinks Insights & Strategy. The study found that approximately 9% of UK adults still hold paper share certificates, equating to around 4.7 million individuals. Only a third say they plan to dematerialise their holdings by the 2027 deadline, and nearly a quarter (24%) couldn't identify a single benefit of owning paper shares. The article also notes that London, 12 November 2025 – New research published by Euroclear's UK CSD, Euroclear UK & International in collaboration with Thinks Insights & Strategy reveals that about 4.7 million people in the UK are still holding paper share certificates. The research follows the September publication of the Digitisation Taskforce's final report, which recommended the removal of paper share certificates by 2027 in favour of fully digitised shareholdings. The article concludes by stating that while the UK government has accepted the recommendations, the research findings reveal that the UK risks falling behind unless urgent steps are taken to support the transition and reach those still holding paper shares. A section titled 'The research highlights that the majority of paper shareholders are not opposed to digitisation' lists several reasons why shareholders might hold onto physical certificates, including 24% not identifying a single benefit, 8% citing better access to voting rights, 20% avoiding broker fees, 33% receiving them as a gift or inheritance, 52% purchasing directly, and 75% reporting a positive experience of converting shares from paper to digital. The footer of the article includes a link to the 'Full report' and the logos for Euroclear and Thinks Insights & Strategy.

“Europa der unterschiedlichen Geschwindigkeiten”

- **Frankreich:** Dématerialisation des valeurs mobilières – seit 1984 (!)
- **Großbritannien:** Dematerialisation Market Action Taskforce (DEMAT) – seit 9. Oktober 2025 (!)
- **D-A-CH:** Große rechtsvergleichende Unterschiede



„Elektronische Wertpapiere und Wertrechte:
Zwischen Reform und Realität“

Konferenz am 6. und 7. November 2025 in Wien

Abstract

International zeichnet sich ein Trend zur Entmaterialisierung des Wertpapierrechts ab. So wurden etwa in der Schweiz „Wertrechte“ geschaffen; Aktien können nun ohne physische Urkunden ausgegeben werden. Schon vorher hatte Liechtenstein ein Sondergesetz über „Vertrauenswürdige Technologien und Token“ geschaffen. Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) einen anderen Weg eingeschlagen, indem er die Körperllichkeit elektronischer Wertpapiere fingiert. In Österreich zeigt man sich bisher eher zurückhaltend: Hierzulande wurde lediglich eine digitale Sammelurkunde eingeführt.

Ziel der Veranstaltung ist es, den aktuellen Stand des Wertpapierrechts in Deutschland, Österreich, der Schweiz und Liechtenstein zu erfassen und gegenüberzustellen. Diese Erkenntnisse sollen in Reformvorschläge münden. Die zentrale Frage lautet: Welche rechtlichen Anpassungen sind erforderlich, um das Wertpapierrecht in das digitale Zeitalter zu führen?

Datum 6.–7. November 2025

Ort Juridicum, Schottenbastei 10–16, A-1010 Wien, Dachgeschoss



Überblick

- **Grundlagen: Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) – Update I**
 - Einführung
 - Anwendungsbereich
 - Struktur und Systematik, insbes.: Zentralregister - Kryptowertpapierregister
 - Begebung und Verfügungen
 - Bewertung: Gegenüberstellung öDiWpG-E
- **Beispiel: eAktie – Update II**
 - Praxisüberblick
 - Anwendungsbereich
 - Registerangaben
 - Übereignung
 - Sondervorschriften
 - Was fehlt?

I. Einführung

XXV.

Wertrechte und Wertpapiere

Von Rechtsanwalt Dr. Georg Opitz, Berlin

(Aus dem Bank-Archiv 1941, 36 ff.)

Wertrechte sind unverbriefte Rechte des Handelsverkehrs, die verbrieften Rechten derselben Leistungsanspruchs gleichstehen. Im Wertrecht hat also das Wertpapier ein Gegenstück erhalten (vgl. bereits Opitz, Bank-Archiv 1940, 298 Anm. 1 = Sammelband XX).

Daß Rechte, die als Wertpapiere verkörpert zu werden pflegen, ungedruckt bleiben können, ist für die Praxis nichts Neues. Eine Reichsanleihe z. B. kann in zwei Erscheinungsformen dem Gläubiger zur Auswahl stehen: als Schuldverschreibung, also als Wertpapier, oder als Reichsschuldbuchforderung; und die Aktie bleibt eine Aktie, mag das Anteilsrecht als Aktienurkunde verkörpert sein oder unausgedruckt bleiben. Betrachtet man hierbei den Anspruch des Berechtigten in seiner Beziehung zum Verpflichteten, so ergibt sich, daß dieser Anspruch keine Veränderung erfährt, wenn das Recht unverbrieft bleibt.

Diese beiden Erscheinungsformen von Anlagenwerten hat man aber bisher scharf unterschieden, und mußte es, weil nach dem bisherigen Recht nur die Wertpapiere sachensrechtlich beurteilt werden konnten, die ungedruckten Werte dagegen allein nach dem Recht der Schuldverhältnisse. Daraus ergaben sich erhebliche Unterschiede im Depot- und Börsenverkehr.

- **Vorteile traditioneller Verbriefung – Warum Wertpapierrecht?**
 - Kompensation der **mangelnden Verkörperung von Forderungen**
 - **Mobilisierungsfunktion:** Verkehrsfähigkeit durch Ver-Sach-lichung
=> §§ 929 ff. statt § 398 ff. BGB
 - **Ausschluss der Einwendungen** der § 404 ff. BGB (vgl. etwa §§ 796, 794 BGB)
 - **Legitimationsfunktion** (Besitz der Urkunde als Vermutung materieller Berechtigung, vgl. § 793 Abs. 1 S. 2 BGB)
 - **Präsentationsfunktion** (Geltendmachung des verbrieften Rechts setzt Vorlage der Urkunde voraus)

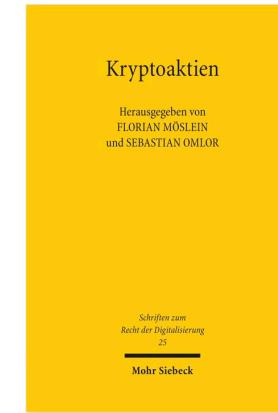


I. Einführung

- **Vorteile traditioneller Verbriefung**
- **Wertpapier ohne Papier**
 - Vorherige Tendenzen der **Entmaterialisierung**:
 - Verbriefung in Global-/Sammelurkunde; Girosammelverwahrung (seit 1925)
 - Buchung im Effektengiro (vgl. Art. 3 I CSD-VO, §§ 5 ff., 24 I DepotG)
 - Sachenrechtliche Wirkung von „**Einigung und Umbuchung**“: Einräumung von Mitbesitz – Urkunde nur noch „gedankliche Krücke“ (*Casper*)
 - Papierlose **Bucheffekte**:
 - Sammelschuldbuchforderungen: Wertpapierrechtliche Fiktion: § 6 II 1 BSchuWG, daher § 932 BGB mgl. – ähnlicher Ansatz im eWpG, aber gutgl. Erwerb: § 26 eWpG
 - [Einzelschuldbuchforderungen, § 7 BSchuWG: echtes Wertrecht, da Übertragung qua Zession (aber: gutgläubiger Erwerb möglich, § 8 BSchuWG) – praktisch selten]
 - Handelsrechtliche Transportpapiere gem. §§ 443 III, 475 III und 516 II HGB

I. Einführung

- **Vorteile traditioneller Verbriefung**
- **Wertpapier ohne Papier**
- **Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG)**
 - Eckpunktepapier BMF/BMV (2019), Blockchain-Strategie der B'Regierung
 - Gesetz verabschiedet am 3. Juni 2021, in Kraft seit 10. Juni 2021
 - Änderung durch Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) v. 14. Dezember 2023, in Kraft seit 1. Januar 2024
 - Zielsetzung: Alternative zur physischen Urkunde; Digitalisierung
 - Abschaffung zwingender Verbriefung => Dematerialisierung von Wertpapieren
 - Technologienutralität, aber Möglichkeit der Nutzung von Blockchain-/DLT-Technologie. Daher zwei Regime:
 - Zentralregisterwertpapiere
 - Kryptowertpapiere



II. Anwendungsbereich, § 1 eWpG

- **Erfasste Instrumente:**
 - Schuldverschreibungen auf den Inhaber (§ 1 Nr. 1)
 - Verbrieft Forderungen (§ 793 BGB)
 - Beispiele: Anleihen, Pfandbriefe, Genussrechte, Optionsscheine, Wandel- und GewinnSV – nicht jedoch: Order- oder Namenspapiere
 - Keine Schuldscheindarlehen (weil nicht wertpapierrechtlich verbrieft)

II. Anwendungsbereich, § 1 eWpG

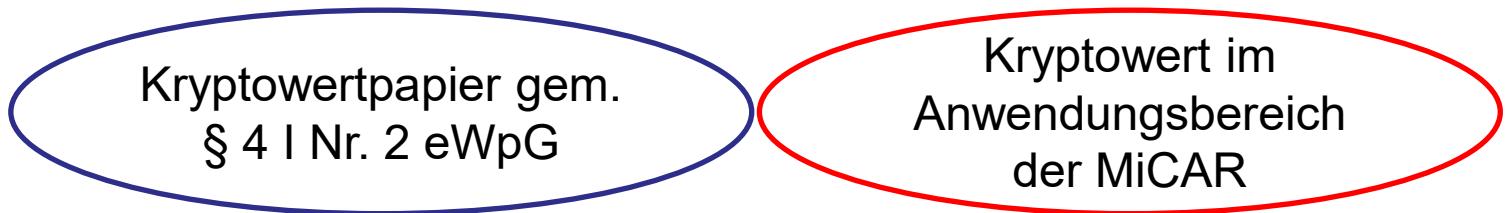
- **Erfasste Instrumente:**
 - Schuldverschreibungen auf den Inhaber (§ 1 Nr. 1)
 - Aktien (§ 1 Nr. 2 und 3)
 - Partielle Öffnung des eWpG durch Art. 16 ZuFinG (2023)
 - Differenzierung zwischen Inhaber- (nur im Zentralregister) und Namensaktien (Zentralregister oder Kryptowertpapier).

II. Anwendungsbereich, § 1 eWpG

- **Erfasste Instrumente:**
 - Schuldverschreibungen auf den Inhaber (§ 1 Nr. 1)
 - Aktien (§ 1 Nr. 2 und 3)
 - Anteilsscheine auf den Inhaber (§ 95 KAGB idF Art. 10 eWp-EG)
 - Nur “auf den Inhaber”, nur als Zentralregisterwertpapier (aber VO-Ermächtigung gem. § 95 Abs. 5 KAGB), nur offene inländische Investmentvermögen in Vertragsform
 - Fondsstandortgesetz (FoStOG 2021) erlaubt Krypto-Investments

II. Anwendungsbereich, § 1 eWpG

- **Erfasste Instrumente**
- **Nicht erfasst:**
 - Schulscheindarlehen (keine Wertpapiere)
 - Andere Wertpapiere, zB Transportpapiere, Schecks, Wechsel
 - Tokenisierte Werte außerhalb des Wertpapierrechts: Kryptowerte iSd MiCAR
 - Art. 3 I Nr. 5: **Kryptowert** = „digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts, der bzw. das unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden kann“

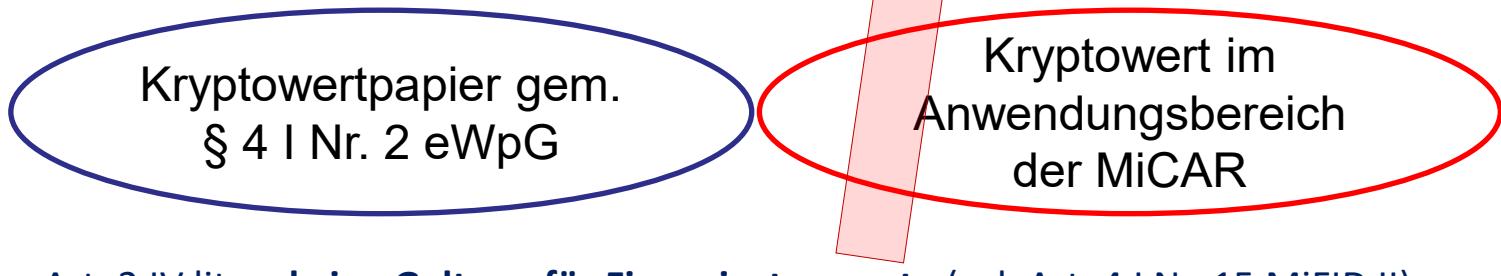


II. Anwendungsbereich, § 1 eWpG

- **Erfasste Instrumente**

- **Nicht erfasst:**

- Schulscheindarlehen (keine Wertpapiere)
- Andere Wertpapiere, zB Transportpapiere, Schecks, Wechsel
- Tokenisierte Werte außerhalb des Wertpapierrechts: Kryptowerte iSd MiCAR
 - Art. 3 I Nr. 5: **Kryptowert** = „digitale Darstellung eines Werts oder eines Rechts, der bzw. das unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden kann“



44. „übertragbare Wertpapiere“ die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, wie
- a) Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersönlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate;
 - b) Schuldverschreibungen oder andere verbriefte Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten (Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere;
 - c) alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird;

II. Anwendungsbereich, § 1 eWpG

- **Erfasste Instrumente**
- **Nicht erfasst**
- **Gestaltungsfreiheit:**
 - Emittent kann, muss aber nicht elektronisch begeben (§ 2 Abs. 1 S. 1 eWpG)
 - Nachträglicher Wechsel der Begebungsform möglich (§ 6 Abs. 2 bis 4 eWpG)

III. Struktur und Systematik

- **Abschnitte des eWpG**

- Allgemeine Bestimmungen (§§ 1-11): Begriffe, Grundprinzipien, Niederlegung
- Zentrale Register (§§ 12-15)
- Kryptowertpapierregister (§§ 16-23)
- Verfügungen (§§ 24-27)
- Ergänzende Vorschriften (§§ 28-33): Sondervorschriften zu BGB, für eAktien, Bußgeld- und Sanktionsvorschriften

- **Doppelte Zweiteilung: Matrixstruktur**

- Zentralregister- vs. Kryptowertpapierregister
 - (!) Wechsel der Registerform nur Krypto- => Zentralregister (§ 22 eWpG); Zustimmung aller oder der BaFin
- Einzel- vs. Sammeleintragung

IV. Zentrale Register

- **Registerführer**
 - Wertpapiersammelbanken (zB Clearstream Banking AG – zwingend für börsennotierte Papiere)
 - Verwahrer mit Depotgeschäftserlaubnis gem. § 1 S. 2 Nr. 5 KWG
- **Pflichten des Registerführers (§ 7 eWpG)**
 - Sicherung von Vertraulichkeit, Integrität, Authentizität
 - Verwendung modernster technischer Standards
- **Registerinhalte (§ 13 eWpG)**
 - Emittent, Nennbetrag, Emissionsvolumen, Inhaber, Bedingungen
- **Änderungen des Registerinhalts (§ 14 eWpG)**
 - Nur auf Weisung, nach Priorität, unveränderliche Transaktionshistorie
- **eWpRV (2022):** Technische Mindestanforderungen

IV. Zentrale Register vs. Kryptowertpapierregister

- **Alternatives Registersystem**
 - „fälschungssicheres Aufzeichnungssystem“ (Blockchain/DLT)
 - Zeitliche Protokollierung, Schutz gegen Löschung oder Manipulation
- **Technische Anforderungen (§ 16 Abs. 1 eWpG)**
 - Dezentralität, Integrität, Nachvollziehbarkeit
 - Kein absolut fälschungssicheres System: „Stand der Technik“
- **Registerführende Stelle (§ 16 Abs. 2 eWpG)**
 - Emittent oder benannte juristische/natürliche Person
 - Finanzdienstleistung iSd KWG
 - Pflichten:
 - Führung, Aktualisierung, Registerauszüge (§ 19 eWpG)
 - Sicherstellung der Datenintegrität (§ 7 eWpG)
 - Haftung:
 - Registerführer haftet verschuldensunabhängig (§ 7 Abs. 3 eWpG)
 - Emittent haftet nur bei Auswahlverschulden (§ 21 Abs. 1 nF eWpG)

V. Begebung und Verfügungen (I)

- **Sachfiktion gem. § 2 Abs. 3 eWpG**
 - Elektronisches Wertpapier gilt als „Sache“; Verweis auf § 90 BGB
 - Übertragung nach Mobiliarsachenrecht (§§ 929 ff. BGB)?
- **Begebung (§ 2 Abs. 1 S. 2 eWpG)**
 - Begebung durch Eintragung statt Urkunde
 - Gleichstellung mit Urkundenbegebung (§ 2 Abs. 2 eWpG)
- **Voraussetzungen**
 - Aufnahme der Registerangaben (§§ 13, 17 eWpG)
 - Niederlegung der Emissionsbedingungen (§ 5 eWpG)
 - Eindeutige Bezugnahme (Abrufbarkeit, Verlinkung)
- **Notwendigkeit eines Begebungsvertrags**
 - Ergänzung der Eintragung um vertragliche Grundlage
 - Konkludente Begebung möglich (zB Übermittlung des private key)

V. Begebung und Verfügungen (II)

- **Übertragung**
 - Sammeleintragung:
 - Anwendung der §§ 929 ff. BGB
 - Alternativ: Übertragung gem. DepotG (§§ 18 Abs. 3, 24 Abs. 3 eWpG)
 - Einzeleintragung: Ergänzende Vorschriften der §§ 24 ff. eWpG
 - Verfügung nur wirksam mit Registereintragung („keine Verfügung außerhalb des Registers“) – erfasst Übereignung, Pfandrechte, Nießbrauch, Pfändung
 - Übereignung (§ 25 eWpG)
 - Einigung + Weisung + Umtragung erforderlich
 - Eigentumserwerb erst mit Abschluss der Umtragung
 - Rechtsfolge: Recht aus dem Papier folgt Recht am Papier
- **Gutgläubiger Erwerb (§ 26 eWpG)**
 - EVermutung der Registerrichtigkeit und –vollständigkeit
 - Gutgläubigkeit schützt außer bei positiver Kenntnis / grober Fahrlässigkeit
 - Vermutung des Eigentums des Inhabers gem. § 27 eWpG

IV. Bewertung - Gegenüberstellung öDiWpG-E

- **Wissenschaftlicher Entwurf (Juli 2025)**
 - Abrufbar unter:
<https://www.wu.ac.at/unternehmensrecht/institut/prof-kalss-unternehmensrecht-i/projekte/diskussionsentwurf-diwpg>
- **Gemeinsamer Ausgangspunkt**
 - Gemeinsame Tradition langjähriger Papiergebundenheit
 - Zielsetzung: Digitalisierung und Stärkung des Kapitalmarkts
 - Privatrechtliche Regelungen (<=> regulatorischer Rahmen der MiCAR)
- **In Ö jedoch (etwas) „digitalaffinere“ Ausgangslage:**
 - weiter Sachbegriff des ABGB
 - Einführung der digitalen Sammelurkunde (§ 1 Abs. 4 öDpG) im Jahr 2021 (fast zeitgleich mit dem eWpG)



Diskussionsentwurf

Gesetz über digitale Wertpapiere und digitale Werte (DiWpG)

IV. Bewertung - Gegenüberstellung öDiWpG-E

- **Unterschiede:**
 - Umfang und Systematik: öDiWpG-E umfasst digitale Werte (zB Utility-Tokens)
 - Eigenes sachenrechtliches System → klarer als eWpG/BGB-Anbindung; Grundlage des umfassenderen AGBG-Sachenrechts
 - Flexiblere Übertragungstatbestände (z. B. Wallet-basiert)
 - Regulierung dezentraler Register (Hard Forks, Mindestanfdg.)
- **Gemeinsamkeiten:**
 - Register als alleiniger Ort d Verfüigung (registerbasierte Digitalisierung)
 - Eigentumserwerb erst mit Registerumschreibung
 - Schutz gutgläubigen Erwerbs; Vermutung der Registerrichtigkeit
 - Registerführer: Aufsicht und Haftung
 - Technologieneutralität und DLT-Nutzung

Überblick

- **Grundlagen: Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG)**
 - Einführung
 - Anwendungsbereich
 - Struktur und Systematik, insbes.: Zentralregister - Kryptowertpapierregister
 - Begebung und Verfügungen
 - Bewertung: Gegenüberstellung öDiWpG-E
- **Beispiel: eAktie**
 - Praxisüberblick
 - Anwendungsbereich
 - Registerangaben
 - Übereignung
 - Sondervorschriften
 - Was fehlt?



Anlässlich der millionsten Emission eines digitalen Wertpapiers stärken KfW und DZ Bank der Deutschen Börse den Rücken. Die will im Laufe des Jahres über Clearstream auch eine Verwahrung auf Blockchains anbieten.

I. Praxisüberblick

- **Einzelbeispiele**

- Erste vollständig **digitale Abwicklung eines Geldmarktwertpapiers** via Blockchain zwischen Continental und Siemens: Vorreiter (bereits **2019!**), aber nur Pilotprojekt (Vol. 100.000 €, Lfz. 3 Tage) nach luxemburgischem Recht
- Erste **digitale Anleihe** auf öffentlicher Blockchain **nach eWpG**: Siemens (Feb. **2023**, Vol. 60 Mio. €, Lfz. 1 Jahr)
- **Weitere Emissionen**, u.a. Anleihe NRW.Bank (2025, Vol. 100 Mio. €); KfW (eWp jetzt „Standard“; Emissionen ges. 13 Mrd. € in 2025, aber auch Erwerb)
- **Handelsplattformen**: SWIAT (Secure Worldwide Interbank Asset Transfer, u.a. Deka-Bank, seit 2022); D7 bzw. D7 DLT (Clearstream, seit 2022 bzw. Nov. 2025); DLT-Börse 21x („Europas erste Blockchain-Börse“, seit Sep. 2025)

Mehr Infos @KrypToFi: <https://www.youtube.com/@KrypToFi>



Henriette Koegel | KrypToFi-Interviewreihe
Komplette Playlist ansehen



Dirk Kruwinnus | KrypToFi-Interviewreihe
Komplette Playlist ansehen



Prof. Nils Urbach | KrypToFi-Interviewreihe
Komplette Playlist ansehen



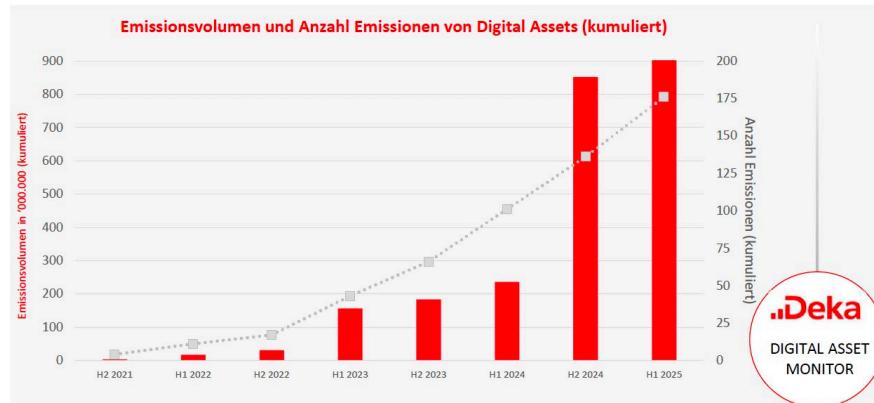
Prof. Sebastian Omlor | KrypToFi-Interviewreihe
Komplette Playlist ansehen



Maximilian Gagel | KrypToFi-Interviewreihe
Vor 2 Tagen aktualisiert
Komplette Playlist ansehen

I. Praxisüberblick

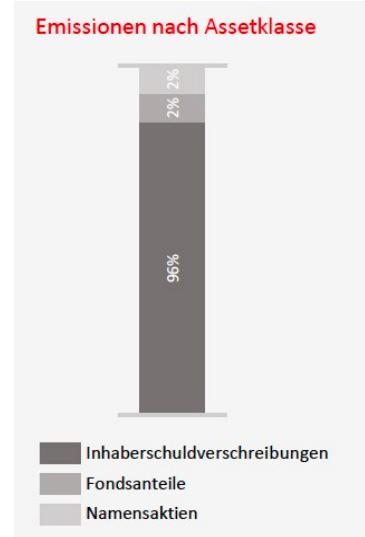
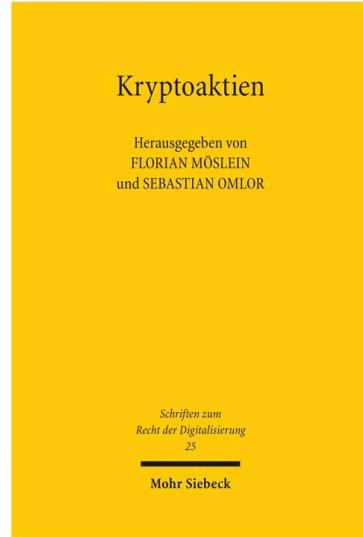
- Einzelbeispiele
- Marktüberblick (vgl. Deka Digital Asset Monitor*)
 - Emissionsvolumen 2023 ca. 153 Mio. € => 2024 ca. 668 Mio. €
 - 1. Hj. 2025 Rückgang des Volumens, Steigung der Anzahl; primär InhSV



- Ankündigung auf dem BAI InnovationsDay (30.9.2025): Clearstream AG will bis Herbst 2026 alle verwahrten Wertpapiere digitalisieren (!)

I. Praxisüberblick

- **Einzelbeispiele**
- **Marktüberblick**
- **Wie viele eAktien?**



- Emissionen betreffen ganz überwiegend InhSV
- Lediglich 2% (Namens-)Aktien
- Erste **tokenisierte Aktien nach eWpG**: Nyala AG (Jan. 2024)
 - Spezialist für die Verbriefung von Fondsanteilen
 - Volumen 3 Mio. €, 64.064 Stammaktien, gehalten von 17 Aktionären
- **Deka Digital Asset Monitor (2025):**

“Die Assetklasse der Schuldverschreibungen dominiert weiterhin den Digital-Asset-Markt. Emissionen in anderen Assetklassen sind im ersten Halbjahr 2025 nicht zu verzeichnen“.
- **Warum?** Beispiel Siemens AG.

II. Anwendungsbereich

- **Regierungsentwurf eWpG (2021), BT-Drs. 19/26925, S. 38:**

Die Regulierung von elektronischen Aktien sollte demgegenüber zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen, denn sie hätte erhebliche gesellschaftsrechtliche Auswirkungen. Das betrifft u. a. die Gründung der Gesellschaft, die Ausgabe von Aktien, die Übertragung der Aktien auf den internationalen Kapitalmärkten die Einberufung der Hauptversammlung, Kapitalmaßnahmen sowie den Informationsfluss von der Gesellschaft zum Aktionär. Gerade zu letzterem Punkt gibt es mit der zweiten Aktionärsrechte Richtlinie aktuelle europäische Vorgaben, die mit dem ARUG II (Bundesgesetzblatt 2019, Teil I, S. 2637) gerade erst umgesetzt wurden und sich erst noch in der Praxis etablieren müssen. Die Einführung der elektronischen Aktie sollte daher erst in einem nächsten Schritt erfolgen. Der Entwurf ist aber so gefasst, dass eine spätere Öffnung für elektronische Aktien rechtsetzungstechnisch problemlos erfolgen kann.

- **Regierungsentwurf ZuFinG (2023), BT-Drs. 20/8292, S. 60:**

Für die Einführung von elektronischen Aktien sind punktuelle Änderungen des eWpG und des Aktiengesetzes ausreichend. Das eWpG war bereits von Beginn an so formuliert worden, dass eine spätere Einführung von elektronischen Aktien problemlos erfolgen kann. Änderungen im Aufsichtsrecht sind im Zusammenhang mit der Einführung elektronischer Aktien nicht erforderlich. Insbesondere ändert sich die Aufsicht durch die Bundesanstalt über registerführende Stellen nicht dadurch, dass in einem Kryptowertpapierregister nicht mehr ausschließlich elektronische Inhaberschuldverschreibungen eingetragen werden, sondern auch (oder nur) elektronische Namensaktien.

II. Anwendungsbereich

§ 1 Anwendungsbereich

Dieses Gesetz ist anzuwenden auf

1. Schuldverschreibungen auf den Inhaber,
2. Aktien, die auf den Namen lauten, und
3. Aktien, die auf den Inhaber lauten, wenn sie in einem zentralen Register eingetragen sind.

• Gestufte Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Aktien

- Öffnung des eWpG durch Art. 16 ZuFinG (2023)
- Differenzierung: Namensaktien als Zentralregister-/Kryptowertpapier zulässig, **Inhaberaktien** nur als Zentralregister-, aber **nicht als Kryptowertpapier**
- Begründung (vgl. S. 92 RefE)
 - Internationale **Verbreitung von Namensaktien**
 - Öffnung für Inhaberaktien würde „komplexe Probleme mit sich bringen, die nicht so schnell zu lösen sind“, insbesondere:
 - **Gesellschaftsrechtliche Fragen**, besonders bzgl. Aktionärskommunikation und Dividendenauskehr
 - **Geldwäscheprävention**: beaufsichtigte Intermediäre als Garanten der Transparenz von Namensaktien; private-key-Weitergabe kaum zu kontrollieren – vgl. Art. 79 Abs. 3 EU-GeldwäscheVO
 - aber: zumindest bei Sammeleintragung Einbindung von Verwahrern
 - vgl. § 9 öDiWpG-E: „sicherzustellen, dass Identität aller unmittelbaren Inhaber namentlich festgestellt werden kann“

II. Anwendungsbereich

§ 1 Anwendungsbereich

Dieses Gesetz ist anzuwenden auf

1. Schuldverschreibungen auf den Inhaber,
2. Aktien, die auf den Namen lauten, und
3. Aktien, die auf den Inhaber lauten, wenn sie in einem zentralen Register eingetragen sind.

- **Gestufte Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Aktien**
- **Anwendbarkeit auf aktienähnliche Instrumente?**
 - **Zwischenscheine gem. § 8 VI AktG**
 - Wertpapiere, die Mitgliedsrechte wie Aktien verbrieften, allerdings nur vorläufig (bis zur Ausgabe der Aktienurkunden); erforderlich bei Inhaberaktien vor Leistung des Ausgabebetrags (vgl. § 10 II 1 AktG)
 - Wortlaut (Vorschriften des § 8 AktG „gelten auch für Anteilscheine, die den Aktionären vor der Ausgabe der Aktien erteilt werden (Zwischenscheine)“) spricht für Anwendbarkeit des eWpG
 - Folge: von Anfang an keine Verbriefung erforderlich, vor Ausgabe von Inhaberaktien jedoch sogar „Krypto-Zwischenscheine“ denkbar
 - Konsequent, weil wertpapierrechtlich – wie Namensaktie – Orderpapier

II. Anwendungsbereich

§ 1 Anwendungsbereich

Dieses Gesetz ist anzuwenden auf

1. Schuldverschreibungen auf den Inhaber,
2. Aktien, die auf den Namen lauten, und
3. Aktien, die auf den Inhaber lauten, wenn sie in einem zentralen Register eingetragen sind.

- **Gestufte Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Aktien**
- **Anwendbarkeit auf aktienähnliche Instrumente?**
 - Zwischenscheine gem. § 8 VI AktG
 - **Dividendenscheine, § 58 IV AktG**
 - praktisch zunehmend selten, jedoch: nach hM Anspruch auf Verbriefung
 - Inhaberpapier (vorbehaltlich anderweitiger Satzungsvorgabe)
 - Übertragung gem. §§ 793 ff. BGB
 - Im Ggs zu § 8 VI AktG keine Gleichstellung mit Aktien, daher außerhalb des Anwendungsbereichs der eWpG
 - Folge: Gefahr eines „Medienbruchs“

II. Anwendungsbereich

§ 1 Anwendungsbereich

Dieses Gesetz ist anzuwenden auf

1. Schuldverschreibungen auf den Inhaber,
2. Aktien, die auf den Namen lauten, und
3. Aktien, die auf den Inhaber lauten, wenn sie in einem zentralen Register eingetragen sind.

- **Gestufte Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Aktien**
- **Anwendbarkeit auf aktienähnliche Instrumente?**
 - Zwischenscheine gem. § 8 VI AktG
 - Dividendenscheine, § 58 IV AktG
 - **Bezugsscheine gem. § 186 AktG**
 - Übertragbarkeit und Börsenfähigkeit des konkreten Bezugsanspruchs
 - Rechtsnatur fraglich
 - Übertragung grds. nach §§ 413, 398 BGB, nur ausnahmsweise (soweit Bezugsanspruch nur unter Vorlage des Dividendenscheins ausübbbar) nach §§ 929 ff. BGB
 - Folge: außerhalb des Anwendungsbereichs des eWpG, aber idR ohnehin keine Verbriefung

II. Anwendungsbereich

§ 1 Anwendungsbereich

Dieses Gesetz ist anzuwenden auf

1. Schuldverschreibungen auf den Inhaber,
2. Aktien, die auf den Namen lauten, und
3. Aktien, die auf den Inhaber lauten, wenn sie in einem zentralen Register eingetragen sind.

- **Gestufte Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Aktien**
- **Anwendbarkeit auf aktienähnliche Instrumente?**
- **Anwendbarkeit auf Aktien nach KAGB**
 - Aktien von Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital, vgl. § 109 KAGB
 - Unternehmensaktien: zwingend Namensaktien gem. § 109 II 3 KAGB
 - eWpG daher vollumfänglich anwendbar

II. Wechsel der Begebungsform

- Bezugnahme in § 6 eWpG jeweils auf Emissionsbedingungen „**oder die Satzung der Aktiengesellschaft**“
 - **Ausschluss des Anspruchs auf Urkundenausreichung**, § 6 I eWpG
 - „oder“ alternativ; Hintergrund: § 10 Abs. 5 AktG
 - **Ersetzungsbefugnis des Emittenten** gem. § 6 II eWpG (in Urkunde) bzw. gem. § 6 III eWpG (in Zentralregisterwertpapier)
 - „oder“ kumulativ, weil § 6 V eWpG zwingend Satzungsregelung verlangt

§ 6 Verhältnis zu Wertpapierurkunden

(1) Ein Anspruch auf Ausreichung einzelner Wertpapierurkunden besteht nicht. Das gilt nicht, wenn die Emissionsbedingungen des elektronischen Wertpapiers oder im Fall von elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft einen solchen Anspruch ausdrücklich vorsehen.

(2) Der Emittent kann ein elektronisches Wertpapier durch ein inhaltsgleiches mittels Urkunde begebenes Wertpapier ersetzen, wenn

1. der Berechtigte zustimmt oder

2. die Emissionsbedingungen oder im Fall von elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft eine solche Ersetzung ohne Zustimmung des Berechtigten ausdrücklich zulassen.

Das elektronische Wertpapier ist im Falle einer Ersetzung durch ein mittels Urkunde begebenes Wertpapier aus dem Register zu löschen. An die Stelle der Eintragung im Register tritt die Verkörperung des Rechts in der neu zu begebenden Urkunde, sobald die Löschung vollzogen und die Urkunde ausgestellt ist.

(3) Der Emittent kann ein Wertpapier, das mittels Sammelurkunde begeben wurde oder mittels Einzelurkunden, die in Sammelverwahrung verwahrt werden, jederzeit und ohne Zustimmung der Berechtigten durch ein inhaltsgleiches Zentralregisterwertpapier ersetzen, wenn

1. das Zentralregisterwertpapier in ein bei einer Wertpapiersammelbank geführtes zentrales Register eingetragen wird,

2. für das Zentralregisterwertpapier eine Wertpapiersammelbank als Inhaber eingetragen wird und

3. dies in den Emissionsbedingungen oder im Fall von elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft

a) nicht ausgeschlossen ist oder
b) nicht von der Zustimmung der Berechtigten abhängig gemacht wird.

Mit der Eintragung des Zentralregisterwertpapiers wird die Urkunde kraftlos.

(4) In allen anderen als den in Absatz 3 geregelten Fällen setzt die Ersetzung eines mittels Urkunde begebenen Wertpapiers durch ein elektronisches Wertpapier die ausdrückliche Zustimmung des Berechtigten voraus. Mit der Eintragung des elektronischen Wertpapiers wird die Urkunde kraftlos.

(5) Bei elektronischen Aktien setzt die Anwendung des Absatzes 2 voraus, dass die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung nicht ausschließt. Die Anwendung der Absätze 3 und 4 setzt voraus, dass die Satzung der Aktiengesellschaft die Verbriefung ausschließt.

II. Wechsel der Begebungsform

- Bezugnahme in § 6 eWpG jeweils auf Emissionsbedingungen „**oder die Satzung der Aktiengesellschaft**“
- Anwendungsproblem bei **Aktien von Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital**
 - „**Anlagebedingungen**“ gem. § 111 KAGB
 - terminologische Anpassung erforderlich

III. Registerangaben

- (weitgehender) Gleichlauf von §§ 13, 17 eWpG
- Einzelangaben
 - Namens- vs. Inhaberaktien (A) § 17 eWpG
 - Ggf. Betrag der Teilleistung
 - Nennbetrags- vs. Stückaktien (mit Angabe der Zahl, Nr. 3)
 - Ggf. abweichendes Stimmgewicht
 - Ggf. Vinkulierung
- Anpassungsbedarf bei Aktien von Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital: Vgl. vor allem § 112 KAGB

§ 13 Registerangaben in zentralen Registern

(1) Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass das zentrale Register die folgenden Angaben über das eingetragene Wertpapier enthält:

1. den wesentlichen Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Wertpapierkennnummer,
 2. das Emissionsvolumen,
 3. den Nennbetrag, bei Stückaktien deren Zahl, außerdem, wenn mehrere Gattungen bestehen, die Gattung der Aktien und die Zahl der Aktien jeder Gattung
 4. den Emittenten,
 5. eine Kennzeichnung, ob es sich um eine Einzel- oder eine Sammeleintragung handelt,
 6. den Inhaber und
 7. Angaben zum Mischbestand nach § 9 Absatz 3, sowie
- bei Aktien zusätzlich
- a) ob sie auf den Namen oder auf den Inhaber lauten,
 - b) im Fall von vor der vollen Leistung des Ausgabebetrags ausgegebenen Namensaktien den Betrag der Teilleistung,
 - c) ob sie als Nennbetragsaktien oder als Stückaktien begründet wurden,
 - d) im Fall von Mehrstimmrechtsaktien die Zahl der auf sie entfallenden Stimmrechte,
 - e) ob sie als Aktien ohne Stimmrecht ausgegeben wurden und
 - f) ob die Satzung der Aktiengesellschaft die Übertragung an die Zustimmung der Gesellschaft bindet.

IV. Übereignung

§ 25 Übereignung

- (1) Zur Übertragung des Eigentums an einem elektronischen Wertpapier ist es erforderlich, dass das elektronische Wertpapier auf Weisung des Berechtigten auf den Erwerber umgetragen wird und beide sich darüber einig sind, dass das Eigentum übergehen soll. Bis zur Umtragung auf den Erwerber verliert der Berechtigte sein Eigentum nicht.
- (2) Das Recht aus dem Wertpapier wird mit der Übereignung des elektronischen Wertpapiers nach Absatz 1 übertragen. § 67 Absatz 2 Satz 1 des Aktiengesetzes bleibt unberührt.
- (3) Wenn bei elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft die Eigentumsübertragung an die Zustimmung der Gesellschaft bindet, darf die registerführende Stelle die Umtragung erst nach Zustimmung der Gesellschaft vornehmen. Eine Übertragung von elektronischen Namensaktien durch Indossament ist nicht möglich.

• Eigenständigkeit des Aktienregisters, § 67 II 2 eWpG

- § 25 II 2 eWpG verweist auf § 67 II 1 AktG („Im Verhältnis zur Gesellschaft bestehen Rechte und Pflichten aus Aktien nur für und gegen den im Aktienregister Eingetragenen“)
- AktienReg lediglich Innenverhältnis, WertpapierReg zielt auf Transparenz nach außen
- Ziel: Gleichlauf, sonst Gefahr von Friktionen iRv § 27 eWpG bzw. § 67 II AktG
- Vgl. auch § 30a eWpG: Möglichkeit gemeinsamer Führung beider Register durch registerführende Stelle (aber wohl keine Zusammenführung in ein Register)
- Verhältnis beider Register klärungsbedürftig

§ 30a

Führung des Aktienregisters

Der Emittent kann die registerführende Stelle auch mit der Führung des Aktienregisters nach § 67 Absatz 1 Satz 1 des Aktiengesetzes beauftragen. Bei einem Wechsel des Wertpapierregisters kann der Emittent die Vereinbarung mit der bisherigen registerführenden Stelle über die Führung des Aktienregisters außerordentlich zum Zeitpunkt der Beendigung der Registerführung kündigen.

IV. Übereignung

§ 25 Übereignung

(1) Zur Übertragung des Eigentums an einem elektronischen Wertpapier ist es erforderlich, dass das elektronische Wertpapier auf Weisung des Berechtigten auf den Erwerber umgetragen wird und beide sich darüber einig sind, dass das Eigentum übergehen soll. Bis zur Umtragung auf den Erwerber verliert der Berechtigte sein Eigentum nicht.

(2) Das Recht aus dem Wertpapier wird mit der Übereignung des elektronischen Wertpapiers nach Absatz 1 übertragen. § 67 Absatz 2 Satz 1 des Aktiengesetzes bleibt unberührt.

(3) Wenn bei elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft die Eigentumsübertragung an die Zustimmung der Gesellschaft bindet, darf die registerführende Stelle die Umtragung erst nach Zustimmung der Gesellschaft vornehmen. Eine Übertragung von elektronischen Namensaktien durch Indossament ist nicht möglich.

- Eigenständigkeit des Aktienregisters, § 67 II 2 eWpG
- **Vinkulierungsvorbehalt, § 25 III 1 eWpG**
 - Zusammenspiel mit § 68 II AktG
 - Umtragung erst nach Zustimmung der Gesellschaft
 - Folgen bei Pflichtverletzung der registerführenden Stelle
 - Wirksamkeitsvoraussetzung der Übereignung?
 - Schadensersatzpflicht der registerführenden Stelle?

IV. Übereignung

§ 25 Übereignung

(1) Zur Übertragung des Eigentums an einem elektronischen Wertpapier ist es erforderlich, dass das elektronische Wertpapier auf Weisung des Berechtigten auf den Erwerber umgetragen wird und beide sich darüber einig sind, dass das Eigentum übergehen soll. Bis zur Umtragung auf den Erwerber verliert der Berechtigte sein Eigentum nicht.

(2) Das Recht aus dem Wertpapier wird mit der Übereignung des elektronischen Wertpapiers nach Absatz 1 übertragen. § 67 Absatz 2 Satz 1 des Aktiengesetzes bleibt unberührt.

(3) Wenn bei elektronischen Aktien die Satzung der Aktiengesellschaft die Eigentumsübertragung an die Zustimmung der Gesellschaft bindet, darf die registerführende Stelle die Umtragung erst nach Zustimmung der Gesellschaft vornehmen. Eine Übertragung von elektronischen Namensaktien durch Indossament ist nicht möglich.

- Eigenständigkeit des Aktienregisters, § 67 II 2 eWpG
- Vinkulierungsvorbehalt, § 25 III 1 eWpG
- **Ausschluss der Übertragung durch Indossament, § 25 III 2 eWpG**
 - Ausschluss von § 68 I 1 eWpG („Namensaktien können auch durch Indossament übertragen werden“ = Orderpapiere).
 - Übereignung nur durch Abtretung gem. §§ 398, 413 BGB?
 - Übereignung nach DepotG gem. § 18 III oder § 24 II DepotG?
 - Blanko-Indossament wie bei Giro-Sammelverwahrung zulässig? (vgl. Nr. IX Abs. 1 S. 4 AGB-Clearstream Banking AG)

V. Sondervorschriften

- Registerführung, § 30a eWpG: vgl. oben
- Umtragung bei Ausschluss säumiger Aktionäre, § 30b eWpG
 - Abstimmung mit §§ 64, 65 AktG

„Abschnitt 6

Sondervorschriften für elektronische Aktien

§ 30a

Führung des Aktienregisters

Der Emittent kann die registerführende Stelle auch mit der Führung des Aktienregisters nach § 67 Absatz 1 Satz 1 des Aktiengesetzes beauftragen. Bei einem Wechsel des Wertpapierregisters kann der Emittent die Vereinbarung mit der bisherigen registerführenden Stelle über die Führung des Aktienregisters außerordentlich zum Zeitpunkt der Beendigung der Registerführung kündigen.

§ 30b

Umtragung bei Ausschluss säumiger Aktionäre

Der Emittent ist berechtigt, die Aktien, die zugunsten eines nach § 64 Absatz 3 des Aktiengesetzes ausgeschlossenen Aktionärs im elektronischen Wertpapierregister eingetragen sind, auf denjenigen Vormann umtragen zu lassen, der nach § 65 Absatz 1 des Aktiengesetzes den rückständigen Betrag gezahlt hat. Der Emittent hat hierfür gegenüber der registerführenden Stelle den Ausschluss des Aktionärs durch Bekanntmachung in den Gesellschaftsblättern nach § 64 Absatz 3 Satz 1 des Aktiengesetzes nachzuweisen. § 64 Absatz 4 Satz 1 des Aktiengesetzes ist nicht anzuwenden.“

VI. Was fehlt?

Ein Aktienrecht der eAktie!

- **Vorteile DLT-basierter Kryptoaktien**
 - DLT erlaubt höheres Maß an Transparenz
 - Digitale Identität bzw. Self-Sovereign Identity
 - Effizienzvorteile von “Traceable Shares”
 - bei Aktionärskommunikation und Stimmrechtsausübung
 - bei Gewinnausschüttung
- **Änderungsbedarf im Aktienrecht? Vgl. RegE eWpG (2021)**
 - Gründung der AG
 - Ausgabe und Übertragung von Aktien
 - Einberufung der HV (und Stimmrechtsausübung)
 - Kapitalmaßnahmen (und Gewinnausschüttung)
 - Informationsfluss von der Gesellschaft zum Aktionär

Articles

TRACEABLE SHARES AND CORPORATE LAW

George S. Geis

ABSTRACT—A healthy system of shareholder voting is crucial for any regime of corporate law. The proper allocation of governance power is subject to debate, of course, but the fitness of the underlying mechanism used to stuff the ballot boxes should concern everyone. Proponents of shareholder power, for instance, cannot argue for greater control if the legitimacy of the resulting tallies is suspect. And those who advocate for board deference do so on the bedrock of authority that reliable shareholder elections supposedly confer.

Unfortunately, our trust in the corporate franchise was forged during an era that predates modern complexities in the way that stock ownership is now tracked and traded. We do not trace shares, and any clear-eyed look at the conferral of voting rights via back-end stock clearing practices is unsettling. Evidence of the various entanglements crops up from time to time—in the form of questionable voting outcomes or disputes about standing for shareholder lawsuits—but the underlying problems are systemic, not episodic. Our stock clearing system is a kludge.

This is an important moment for corporate law, however, because new technology is approaching a state where clearing and settlement systems may soon support traceable shares. The rise of distributed ledgers and blockchain technology is poised to allow for specific share identification and precise records of share provenance. This may sound like an uninteresting technical sideshow, but as this Article will argue, the impact of traceable shares on corporate law will be profound. It will change the structure of shareholder lawsuits, alter the allocation of corporate governance rights, and require lawmakers to rethink fundamental principles of shareholder responsibility for corporate misdeeds.

Danke für die Aufmerksamkeit.



INSTITUT FÜR DAS RECHT
DER DIGITALISIERUNG

PROFESSOR DR.
FLORIAN MÖSLEIN
LL.M. (LONDON)

MARBURG UNIVERSITY SCHOOL OF LAW
UNIVERSITÄTSSTR. 6
D-35032 MARBURG

T: +49 6421 28 – 21704
F: +49 6421 28 – 27046
MOESLEIN@IRDI.INSTITUTE

WWW.IRDI.INSTITUTE

