

Digitale Wertpapiere

Dr. Florian Ebner

Professur für Bank- und Finanzmarktrecht
Universität Liechtenstein

Institut für Unternehmensrecht
Wirtschaftsuniversität Wien

UNIVERSITÄT LIECHTENSTEIN

WU VIENNA

I.

Grundlegung

Grundlegung

- Zweck der Verbriefung

- «Wertpapierfunktionen»
  - Sperr-, Legitimations- und Liberationswirkung
  - Verkehrsschutz (gutgläubiger Erwerb und Einwendungsausschluss)
  - Rechtsposition

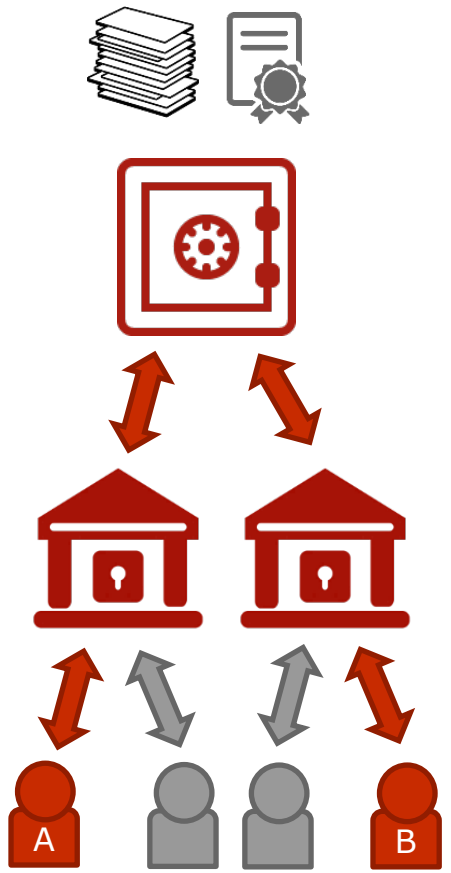
- Traditionelle Sichtweise:
  - Physische Wertpapierurkunde vorausgesetzt
  - Anwendung sachenrechtlicher Bestimmungen («*Verkörperungstheorie*»)

II.

Entmaterialisierung

Effektengiroverkehr

- Mehrstufiges, mediatisiertes Verwahrsystem
- Übertragung durch Kontobuchungen
- Rechtswirkungen bleiben erhalten
- Rechtliche Ausgestaltung
  - **Miteigentumsmodelle** (**AT**, DE, LIE)
  - Treuhandmodelle (GB)
  - Wertpapierberechtigungen eigener Art
    - Indirekte Rechtsträgerschaft (USA)
    - Direkte Rechtsträgerschaft (Schweiz)



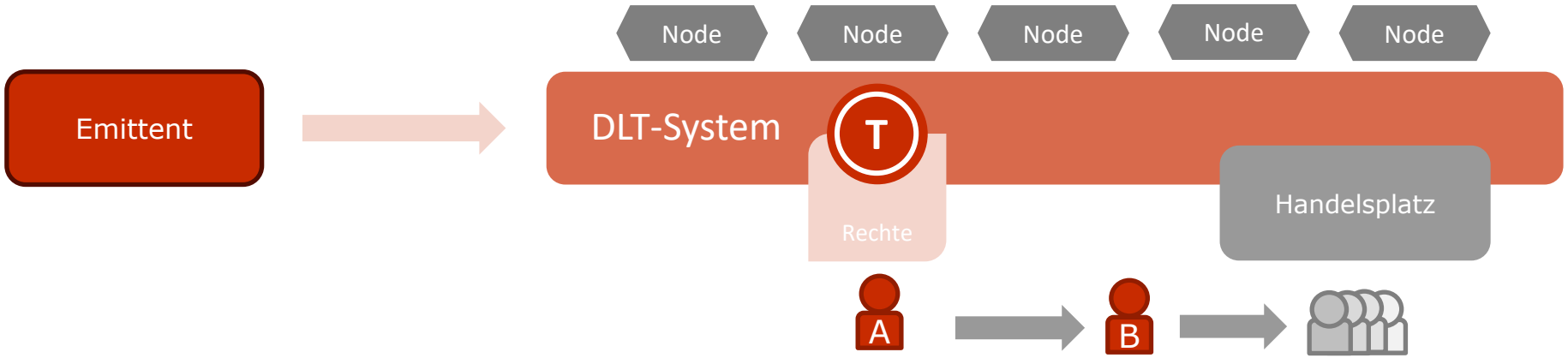
Zentralverwahrer (CSD)

Depotbanken (Verwahrer)

Anleger

Coins und *Token* (DLT-Systeme)

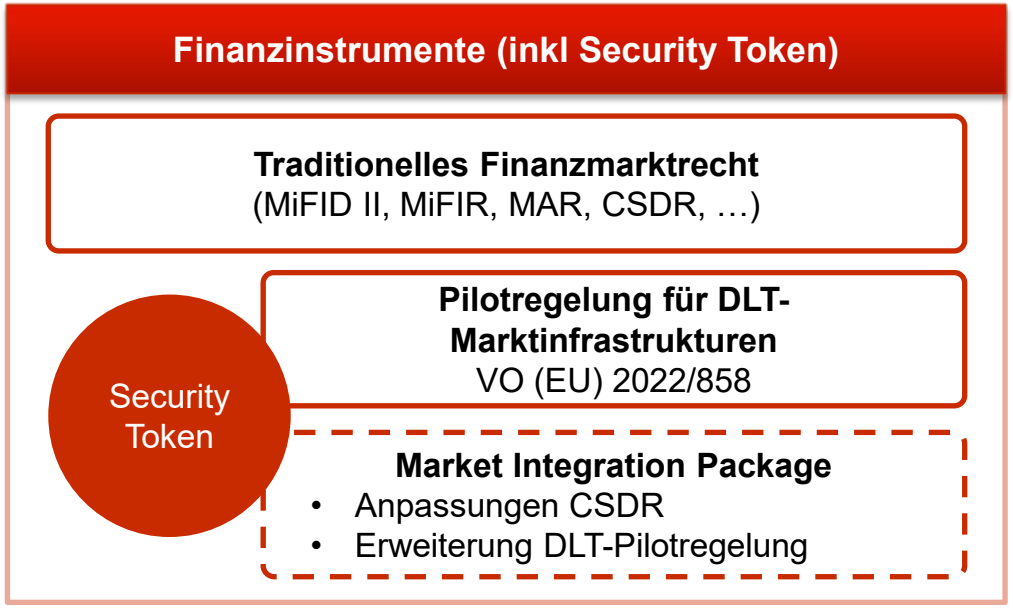
- Können praktisch als Ersatz für Wertpapierurkunden dienen
- Potenzielle Vorteile: Reduktion von Intermediären, Automatisierung, Programmierbarkeit, …
- Rechtliche Fragen:
  - Rechtsposition der Inhaber (Eigentum/Besitz an *Coins* und *Tokens*?)
  - Übertragung? Verpfändung?
  - **Wertpapierrechtliche Rechtswirkungen**?

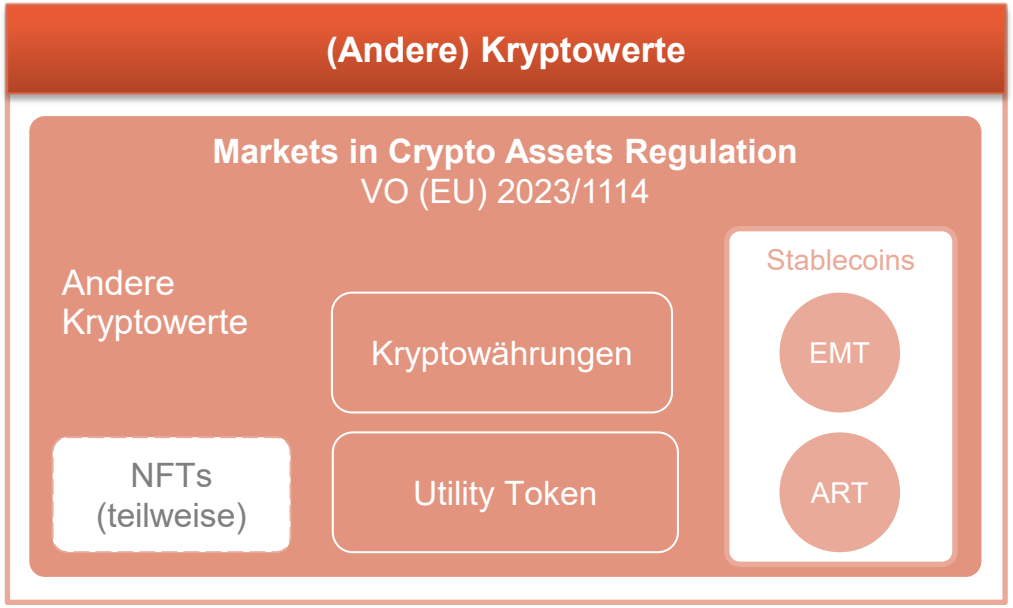


III.

Aktuelle Entwicklungen

Europäisches Aufsichtsrecht





➢ Umfassender regulatorischer Rechtsrahmen für digitale Vermögenswerte

Privatrecht der Nachbarstaaten

- Reformen in mehreren Nachbarländern

	Zentral geführte Register	DLT-Systeme
	Wertrechte (§ 81a SchlT PGR)	Gesetz über Token und VT-Dienstleister (TVTG)
	Einfache Wertrechte (Art 973c OR) + Bucheffekten	Registerwertrechte (Art 973d OR)
	Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG)	

Europäisches Privatrecht

EUROPEAN COMMISSION

Proposal for a

REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL

on THE 28TH REGIME CORPORATE LEGAL FRAMEWORK - 'EU INC.'

Article 53

Registered shares

1. The shares of the EU Inc. shall be dematerialised and recorded into a digital register of shares. The registration of shares into the digital register of shares shall have constitutive effect and evidence the ownership of the shares.
2. The articles of association may provide that shares are issued, recorded and transferred using distributed ledger technology or other digital solutions.

Article 60

Access to public markets for shares

1. Member States shall not prohibit an EU Inc. company from seeking admission to trading of its shares on a multilateral trading facility, provided that the company complies with the applicable requirements under Union and national laws.
2. An EU Inc. company may seek admission to trading of its shares on a regulated market where Member States provide for that possibility in their national legislation and subject to compliance with the applicable requirements under Union and national laws.

EUROPEAN COMMISSION
DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION

Horizontal policies
Digital finance

CONSULTATION DOCUMENT

TARGETED CONSULTATION ON THE REVIEW OF REGULATION ON THE MARKETS IN CRYPTO-ASSETS (MICA)

4.6. Legal treatment of tokens

Legal certainty in the treatment of tokens in the EU and in the Member States is crucial in supporting predictable outcomes in financial markets in Europe and is vital to avoid stifling innovation, both in relation to MiCA crypto-assets (crypto-assets) as well as for the tokenisation and issuance of financial instruments in the form of tokens, currently governed by MiFID/R or asset management regulation (DLT financial instruments). Tokens in this section generally refer to both DLT financial instruments and crypto-assets, unless specified otherwise. In relation to legal certainty in the treatment of tokens, at least several issues have been noted by stakeholders, supervisors and academics. These include questions on whether tokens can be objects of property, which rules apply to the title and transfer of tokens, their treatment in the event of insolvency, custody relationships, and security rights in crypto-assets.

IV.

Status quo in Österreich

Status quo in Österreich

- Digitale Sammelurkunde (§ 1 Abs 4 DepotG)
  - Schuldverschreibungen und Investmentzertifikate (≠ Aktien)
  - «*Anlegung eines elektronischen Datensatzes bei [einem **Zentralverwahrer**]*» → Regulierung & Beaufsichtigung
  - «*Gutschrift auf den [beim Zentralverwahrer] geführten **Depots***» → Haftung

- Nach hA keine freie Schaffung von Verkehrspapieren
- Rechtsfortbildung
  - Planwidrige Regelungslücke?
  - Digitale Sammelurkunde als Analogiegrundlage?
  - Analogie zu Inhaberpapieren / Gesamtanalogie?

➢ Ausreichende Rechtssicherheit kann durch Rechtsfortbildung allein nicht erreicht werden

V.

Reformüberlegungen

Dogmatische Perspektive

Ausgangspunkt

- **Bedeutung der Wertpapierurkunde?**
- Kritik an der «Verkörperungstheorie», ua
  - Unterschiedliche Rechtssätze (zB Privilegierung des gutgläubigen Erwerbs nach § 371 ABGB)
  - Selbständige Bestimmungen im WechselG
  - Rechtswirkungen der Inhaberpapiere in AT bereits früher anerkannt (*Micheler* 2004)

- Bereitstellung der Anknüpfungspunkte für wertpapierrechtliche Wirkungen (vgl schon *F. Bydlinski*)

➢ Verbindung von Recht und Urkunde ist ***ein*** Mittel…

➢ Anwendung sachenrechtlicher Bestimmungen ist ***ein*** Weg…

… um die Sicherheit im Verkehr mit Rechten und deren Umlauffähigkeit zu erhöhen.

Anforderungen an das Mittel der Verbriefung

1. Anknüpfungspunkte für wertpapierrechtliche Wirkungen

1. Eindeutige, formelle Zuordnung	Sperr-, Legitimations- und Liberationswirkung
2. Ausschließliche Verfügungsmöglichkeit – sichere Übertragung	Transportwirkung (ua)
3. Objektive Rechtsscheingrundlage für gutgläubigen Erwerb	Gutgläubiger Erwerb
4. Authentizität der Wertpapiere	Rechtsscheinhaftung
5. Speicherung und Zugänglichkeit von Informationen	Einwendungsausschluss (ua)

Anforderungen an das Mittel der Verbriefung

1. Anknüpfungspunkte für wertpapierrechtliche Wirkungen

1. Eindeutige, formelle Zuordnung	Sperr-, Legitimations- und Liberationswirkung

- Traditionell: Innehabung (ggf geschlossene Indossamentenkette)
- Funktional: Formelle Zuordnung
  - Eindeutig
  - Einfach und sicher feststellbar
  - Eignung zur Begründung von Rechtsscheinwirkungen

Physische Wertpapiere	Effektengiroverkehr	Zentral geführte Register	DLT-Systeme
Unmittelbare Sachherrschaft	Depotbuchung (mit Einschränkungen bei *Contractual Settlement*)	(Namentlicher) Registereintrag	Faktische Herrschaft mittels *Private Key*
Namentliche Nennung auf Urkunde / im Indossament			Namentliche Registrierung

Anforderungen an das Mittel der Verbriefung

2. Verlässlichkeit

Physische Wertpapiere	Effektengiroverkehr	Zentral geführte Register	DLT-Systeme
Urkundenumlauf und Sicherheitsmerkmale	Regulierung und Beaufsichtigung		?
Absicherung im Sachen-, Schadenersatz- und Strafrecht	Haftung		

- Ausgangspunkt: Technische und organisatorische Vorkehrungen
  - Unterschiedliche Ausgestaltung (*Permissionless* DLT, *Permissioned* DLT, *Smart Contracts*, …)
- Rechtliche Absicherung
  - Regulierung, Beaufsichtigung und Haftung (eWpG)
  - Freiwillige Einbindung regulierter, haftender Dienstleister (TVTG)
  - Organisationsverantwortung, Informationspflicht und -haftung des Emittenten (CH Registerwertrechte)

Anordnung wertpapierrechtlicher Wirkungen

- Unterscheidung zwischen dem Recht *am* Wertpapier und dem Recht *aus* dem Wertpapier?
  - Physische Wertpapiere
  - eWpG
  - TVTG

  vs

  - Registerwertrechte in CH (Art 973d ff OR)
  - Wertrechte in FL (§ 81a SchlT PGR)
  - Wertpapierfreies Bucheffektenmodell (*Segna* 2018)
- Rückgriff auf das Sachenrecht oder eigene Legitimations- und Übertragungsordnung?
  - Physische Inhaberpapiere
  - eWpG (teilweise)

  vs

  - TVTG, Wertrechte in FL (§ 81a SchlT PGR)
  - Registerwertrechte in CH (Art 973d ff OR)
- Konkrete Ausgestaltung (Beibehaltung der wertpapierrechtlichen Dogmatik?)
  - Derivativer + gutgläubiger Erwerb
  - Besitz (Buchung) als Rechtsscheinträger

  vs

  - Originäres Erwerbsmodell
  - Registerpublizität

➢ Thesen für Österreich

- Repräsentationsmittel als eigenständiges Rechtsobjekt
- Eingliederung in das Sachenrecht + Sonderregelungen
- Festhalten an der wertpapierrechtlichen Dogmatik

V.

Reformüberlegungen

Gesetz über digitale Wertpapiere und digitale Werte (DiWpG)

Überblick und Anwendungsbereich

- DiWpG als **klare privatrechtliche Rechtsgrundlage**
  - Soll zentral geführte Register (Zentralverwahrer, Depotbanken) und DLT-Systeme erfassen
  - Digitale Sammelurkunde (§ 1 Abs 4 DepotG) bleibt unberührt

Digitale Wertpapiere (II. HS)	Digitale Werte (III. HS)
Assets, die **Rechte repräsentieren** – zB Anleihen, Aktien und andere Finanzinstrumente – Bestimmte Kryptowerte iSd MiCAR (Utility Token, …) ➢ Gleichstellung mit Verkehrspapieren ➢ Klare Regelungen für Verfügungen, Verkehrsschutz ➢ Sichere Rechtsposition (inkl Aussonderungsmöglichkeit)	Assets, die **keine Rechte repräsentieren** – zB Kryptowährungen (Bitcoin, Ether) ➢ Klare Regelungen für Verfügungen, Verkehrsschutz ➢ Sichere Rechtsposition (inkl Aussonderungsmöglichkeit)

Anforderungen an das Register

Mindestanforderungen (§ 7 DiWpG-E)

- Digitale Wertpapiere: Anknüpfungspunkte für wertpapierrechtliche Wirkungen
- Digitale Werte: Eignung für die Anwendung sachenrechtlicher Bestimmungen

Gewährleistung der Mindestanforderungen (Verlässlichkeit)

Zentral geführte Register (§ 2 Z 5, §§ 11 ff DiWpG-E)

- Führung durch **beaufsichtigten Registerführer** (CSD, Depotbank)
- Regulierung, Beaufsichtigung, Haftung

Dezentral organisierte Register (§ 2 Z 6, §§ 14 ff DiWpG-E)

- Führung auf **geeignetem Aufzeichnungssystem** («*technische und organisatorische Vorkehrungen*»)
- Zivilrechtliche Maßnahmen:
  - Organisationspflichten (§ 14 DiWpG-E)
  - Kurze Information (§ 15 DiWpG-E)
  - Haftung (§ 17 DiWpG-E)
- **Optional**: Beaufsichtigter Registerverantwortlicher (§ 16)

Rechtswirkungen und Verwahrung

- 3. Abschnitt: **Sachenrechtliche Bestimmungen** (§§ 18 ff DiWpG-E)
  - Eingliederung digitaler Wertpapiere und digitaler Werte in das Sachenrecht
  - Punktuelle Sonderregelungen (Innehabung, Besitz, Eigentum, Übertragung, gutgläubiger Erwerb)
  - Subsidiär: Bestimmungen für körperliche, bewegliche Sachen

- 4. Abschnitt**: Wertpapierrechtliche Rechtswirkungen** (§§ 23 ff DiWpG-E)
  - Sperr-, Legitimations- und Liberationswirkung, Transportwirkung, Verkehrsschutz

- 5. Abschnitt: **Verwahrung**
  - Keine Reform des Depotrechts bezweckt
  - Erstreckung des Anwendungsbereichs auf alle digitalen Wertpapiere und digitalen Werte, insb
    - Finanzinstrumente
    - Kryptowerte iSd MiCAR (einschließlich Kryptowährungen)

VI.

Schnittstelle zur EU Inc.

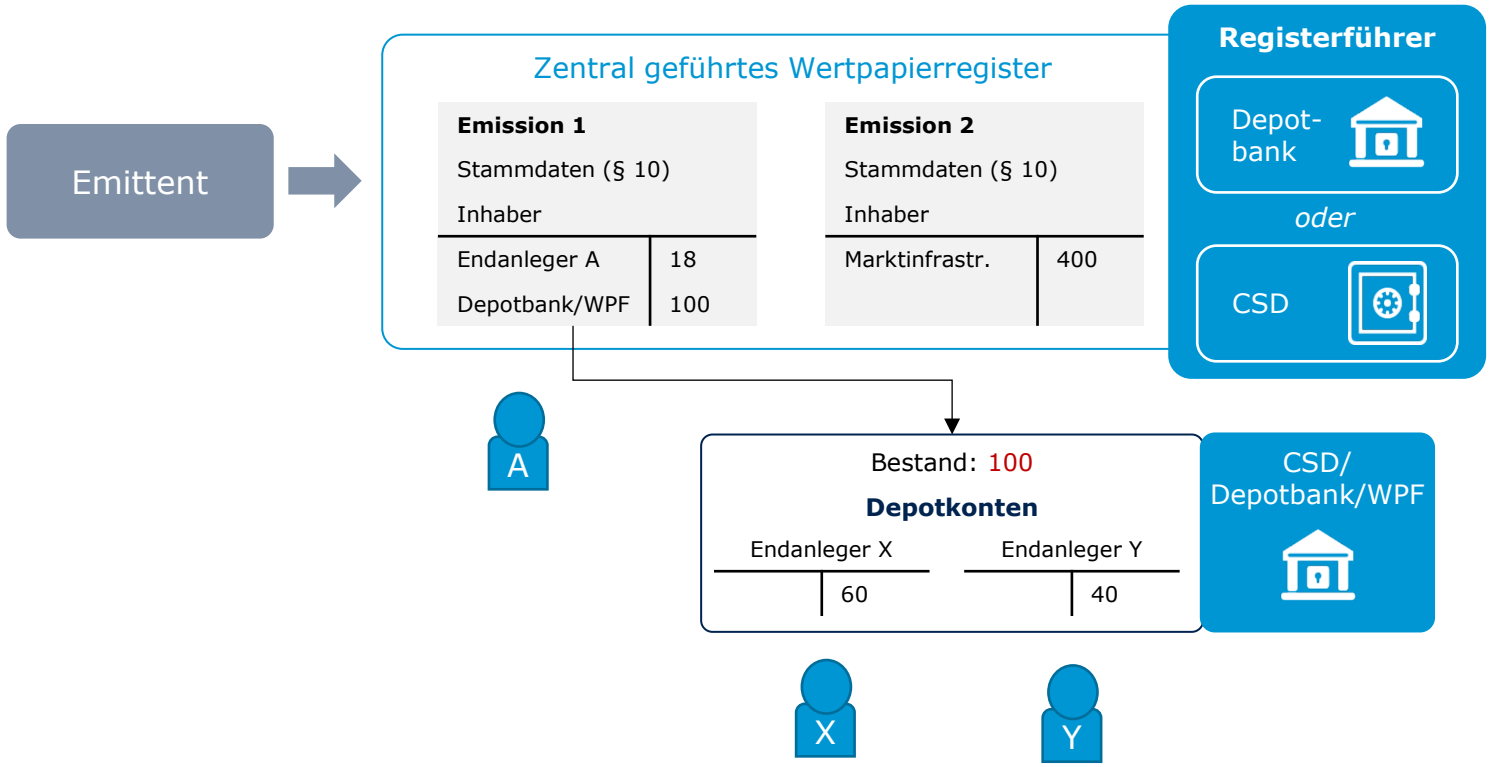
Listing an Handelsplatz (MTF oder GM)

- Listing am MTF/GM
  - erfordert **Handelbarkeit** der Gesellschaftsanteile
  - **Verpflichtende Einbuchung/Registrierung** bei CSD oder DLT-Marktinfrastruktur (DLT-SS oder DLT-TSS)
- Kommissionsentwurf COM (2026) 321 final:
  - Art 53 Abs 1: **Konstitutive Wirkung** des Anteilsregisters – **Spannungsverhältnis**
  - Treuhandlösung («Wertpapierrechnung»)?
- Verhandlungsposition des Rats der EU (14376/26 – veröffentlicht 23.10.2026)
  - Art 53 Abs 1: **Deklarative Wirkung** des Anteilsregisters (Legitimation ggü EU Inc.)
  - Art 60 Abs 2a: **Vorrang** europäischer und nationaler Regelungen vor Art 53-54, 56 Abs 1, 58-59
    Verweis auf CSDR, DLT-PR oder «*institutional intermediary*»)
  - ➢ **Schnittstelle zu Rechtsrahmen für digitale Wertpapiere**

(Noch) kein Listing an Handelsplatz

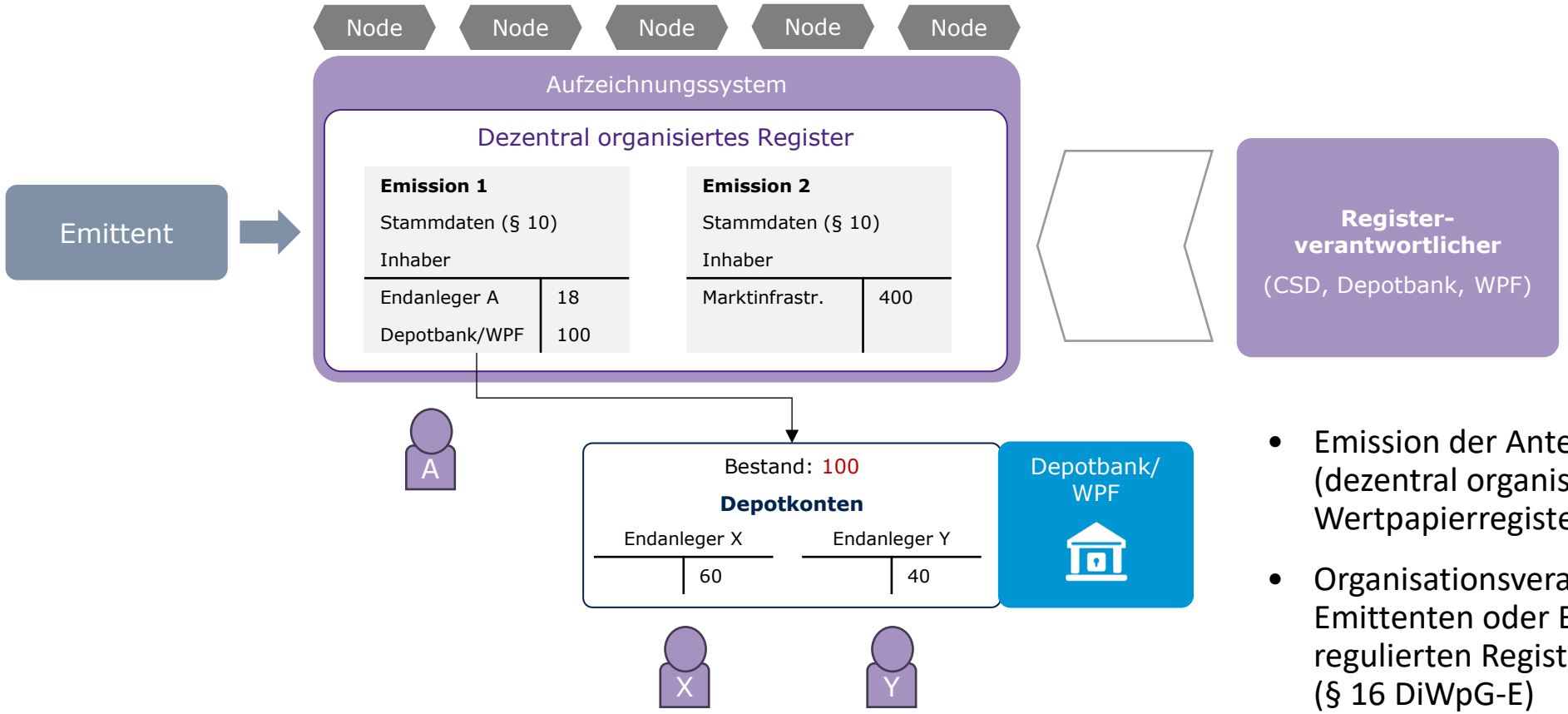
- Übertragungsregelungen in Art 59
  - Vollständig digital («online»)
  - Qualifizierte(s) oder (subsidiär) fortgeschrittene elektronische Signatur/Siegel
  - Keine weiteren Formvorgaben durch Mitgliedstaaten erlaubt
- Art 53 Abs 2 Rats-E als «**Türöffner**» (Referat *Kalss*)
  - «*The articles of association may provide that shares are issued, recorded and **transferred** using **distributed ledger technology** or **other digital solutions***»
  - ErwGr 38: «***national frameworks** governing distributed ledger technology-based financial instruments*»
- Chancen
  - Rechtssicherheit (Prüfung der Verfügungsberechtigung durch die EU Inc./Directors!)
  - Vorbereitung auf späteres Listing

Zentral geführte Register



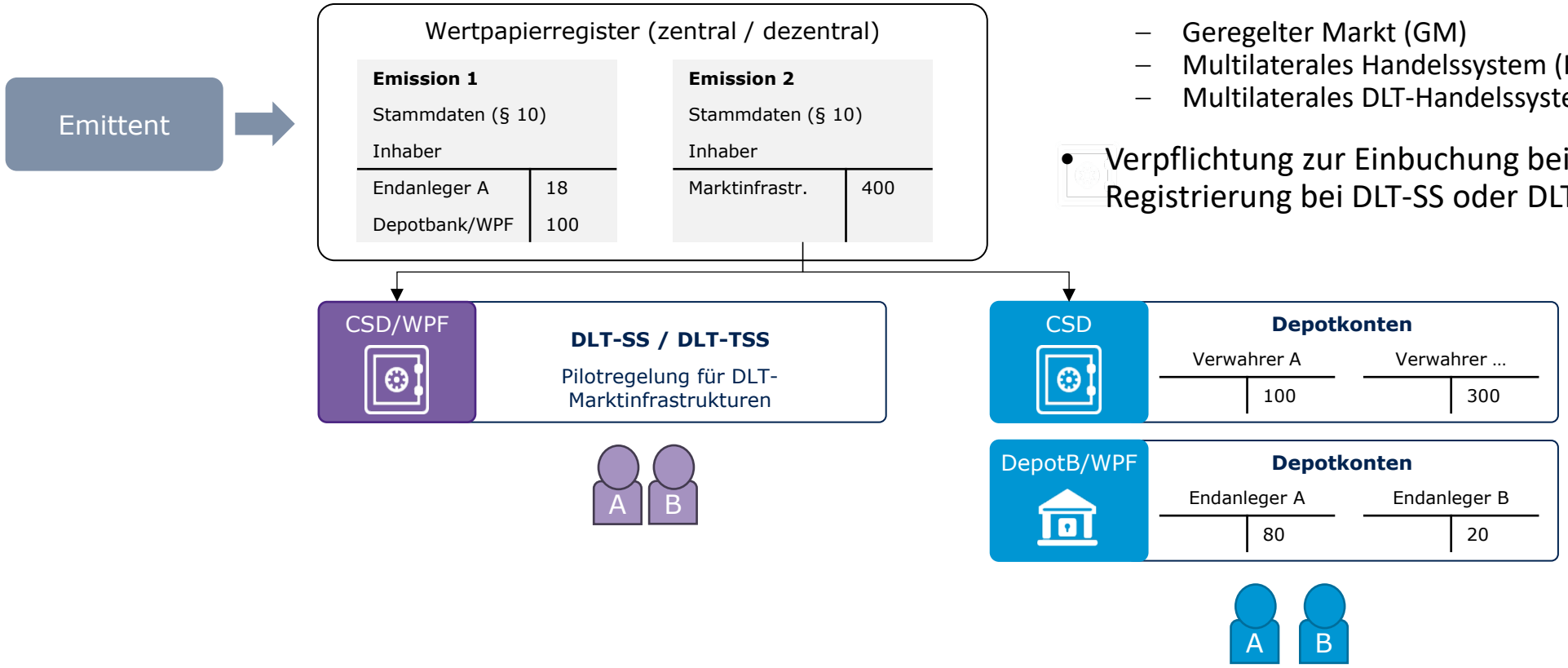
- Emission der Anteile über zentral geführtes Wertpapierregister
- Registerführung durch bereits beaufsichtigte Marktteilnehmer (CSD oder Depotbank)
- Direkte Anbindung der Endanleger an Wertpapierregister oder Depotverwahrung möglich

Dezentral organisierte Register (DLT-Systeme)



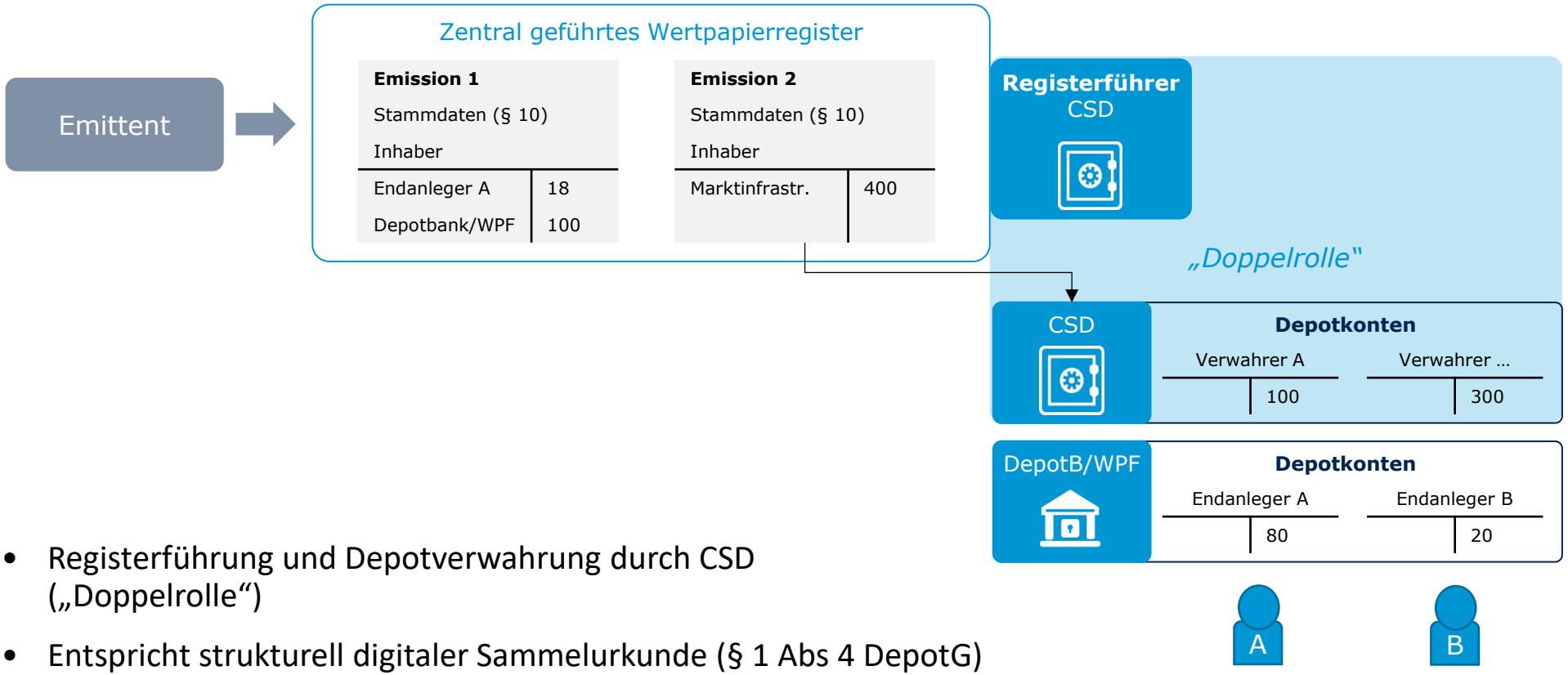
- Emission der Anteile über DLT-System (dezentral organisiertes Wertpapierregister)
- Organisationsverantwortung des Emittenten oder Beauftragung eines regulierten Registerverantwortlichen (§ 16 DiWpG-E)
- Direktes Halten über DLT-System möglich
- Optional: Depotverwahrung

Listing an Handelsplatz – Kapitalmarktinfrastruktur



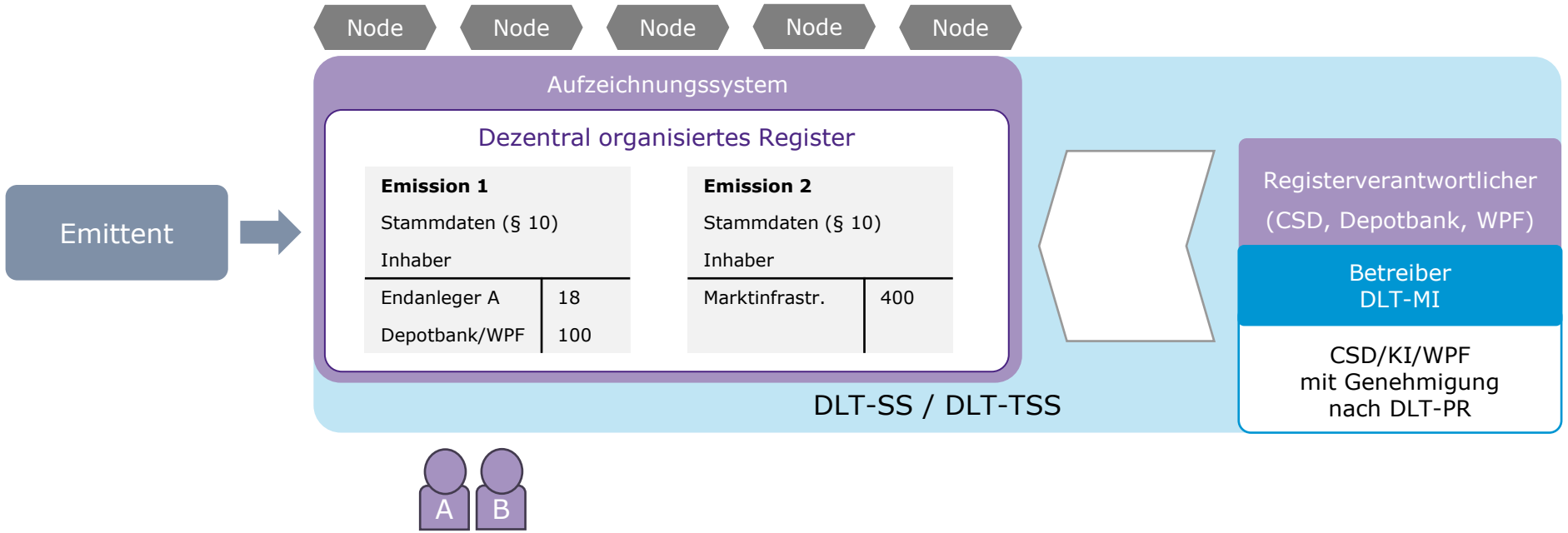
- Handelsplätze iSd MiFID II (für Eigenkapitaltitel):
  - Geregelter Markt (GM)
  - Multilaterales Handelssystem (MTF)
  - Multilaterales DLT-Handelssystem (DLT-MTF)
- Verpflichtung zur Einbuchung bei CSD oder Registrierung bei DLT-SS oder DLT-TSS

Listing an Handelsplatz (traditionell)



- Registerführung und Depotverwahrung durch CSD („Doppelrolle“)
- Entspricht strukturell digitaler Sammelurkunde (§ 1 Abs 4 DepotG)

Listing an Handelsplatz (DLT-Marktinfrastrukturen)



- Regulierter Betreiber der DLT-MI mit besonderer Genehmigung nach DLT-Pilotregelung übernimmt zugleich Funktion als Registerverantwortlicher iSd § 16 DiWpG-E
- Aufsichtsrechtlich: DLT-Marktinfrastruktur (DLT-Abwicklungssystem oder DLT-Handels- und Abwicklungssystem)
- Privatrechtlich: Dezentral organisiertes Wertpapierregister

Rechtliche Schnittstelle im DiWpG-E

§ 34 DiWpG-E (Aktien) als Blaupause

(ausf *Ebner/Aubrunner/Kalss*, GesRZ 2025, 307 ff)

- Satzungsregelung und Eintragung in Register erforderlich
  (vgl § 34 Abs 1 DiWpG-E und Art 53 Abs 2 Rats-E)
- Eintragung von Orderpapieren gilt als Blankoindossament → Übertragung nach DiWpG-E
- Identifizierbarkeit der Inhaber (§ 9 DiWpG-E) und Eintragungsprinzip (§ 22 DiWpG-E)
- **Koordination mit dem Anteilsregister**
  - Bestätigung des Registerführers / Registerverantwortlichen / Verwahrers als Nachweis (§ 34 Abs 2 DiWpG-E)

    oder

  - Beauftragung des Registerführers / Registerverantwortlichen mit Führung des Anteilsregisters
    (vgl § 34 Abs 4 DiWpG-E und Art 54 Abs 1a Rats-E)

VII. Fazit

Fazit

- Bestehende Rechtsunsicherheit in Bezug auf digitale Wertpapiere (und Werte)
- Steigender Bedarf nach rechtssicherem Rahmen aufgrund europäischer und internationaler Entwicklungen
- Beibehaltung und Fortentwicklung der wertpapierrechtlichen Dogmatik erscheint möglich
- Rechtsrahmen für «digitale Wertpapiere» und «digitale Werte»
  - Zentral geführte Register und DLT-Systeme – Verlässlichkeit
  - Anordnung der wertpapierrechtlichen Rechtswirkungen
  - Schnittstellen zu Kapitalmarktinfrastruktur und Anteilsbuch
- DiWpG-E als erster Vorschlag – Feedback / Diskussion willkommen!



Vielen Dank

www.uni.li

Dr. Florian Ebner

Professur für Bank- und Finanzmarktrecht
Universität Liechtenstein

Institut für Unternehmensrecht
Wirtschaftsuniversität Wien

https://short.wu.ac.at/DiWpG

UNIVERSITÄT LIECHTENSTEIN

WU VIENNA