

Die Schaffung und Übertragung von Wertrechten via Blockchain-Technologie

von Mag. **Shivam Subhash** und RA Dr. **Peter Knobl**, Wien

Die Überleitung vom „Wertpapier zum Wertrecht“ rückt immer näher. Der österreichische Gesetzgeber plant eine gänzliche Transformation vom Wertpapier zu in digitalen Registern geschaffenen und durch Buchungen übertragbaren Wertrechten. Hierzu hat das österreichische Bundesministerium für Finanzen eine Untergruppe des FinTech Beirats zwecks Auseinandersetzung mit dem Thema „Dematerialisierung von Wertpapieren“ eingerichtet.¹ Auch das deutsche Finanzministerium hat in einem Eckpunktepapier zum Thema „Die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token“ ihr Gesetzesvorhaben vorgestellt: Es sollen gesetzliche Rahmenbedingungen zur gänzlichen papierlosen Emission von Schuldverschreibungen geschaffen werden.² Außerdem hat die Regierung des Fürstentums Liechtenstein einen Antrag an den Landtag zur Schaffung eines „Gesetzes über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG)“ – das sog. Blockchain-Gesetz gestellt.³ Der vorliegende Beitrag soll die Möglichkeit des Einsatzes der Blockchain-Technologie für die Schaffung und Übertragung von Wertrechten mittels eines besonders geeigneten Registers erläutern und aufzeigen, welche Kernfragen sich auf dem Weg zum gänzlichen papierlosen Wertpapierhandel stellen.

Deskriptoren: Dematerialisierung von Wertpapieren; Rationalisierung des Effektenwesens; FinTech Beirat; OeKB CSD GmbH; Numerus Clausus; Notwendigkeit einer Sammelurkunde; Blockchain- und die Distributed Ledger Technology; Wertrechtebegriff; Wertpapierfunktionen; Abwicklungszyklus einer Wertpapierübertragung; Wertpapierrechtstheorien; Blockchain als Wertrechtregister; liechtensteinische Entwurf zum Token- und VT-Dienstleister-Gesetz.

ABGB: §§ 285, 367, 371 2. Fall, 426 ff, 937; DepG: §§ 1 Abs 3 S 3, 81a Abs 1 SchlT PGR, §§ 398 ff. BGB.

- I. Was sind Wertrechte?
- II. Die Blockchain als Register
- III. Abwicklungszyklus einer Wertpapierübertragung
- IV. Die Notwendigkeit einer Sammelurkunde
Exkurs 1: Effekten giro
Exkurs 2: Gutgläubiger Eigentumserwerb an Miteigentumsanteilen
- V. Vom Wertpapier zum Wertrecht

¹ Zum Vorhaben des österreichischen Gesetzgebers und der Bildung einer Untergruppe des FinTech Beirats vgl Presseinformation des österreichischen Bundesministeriums für Finanzen, Was wird neu 2019, 12.

² Vgl Eckpunktepapier des Finanz- und des Justizministeriums vom 07.03.2019, Die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token, 2.

³ Nr. 54/2019, Bericht und Antrag der Regierung an den Landtag des Fürstentums Liechtenstein betreffend die Schaffung eines Gesetzes über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) und die Abänderung weiterer Gesetze.

VI. Ergebnis

I. Was sind Wertrechte?

*Wertrechte sind reine Registerrechte, bei denen auf die Verbriefung des Rechts völlig verzichtet wird, die nur noch in einem Register verzeichnet werden und die trotzdem in ihrer Funktion dem Wertpapier gleichkommen sollen.*⁴

Wertrechte sind in ihrer Funktion dem Wertpapier gleichgestellt. Damit die sachenrechtlichen Rechtswirkungen beim Erwerb von Wertpapieren eintreten können, ist ein körperliches Trägerdokument notwendig, das bei einer Wertpapierübertragung durch die Ausstellung einer Sammelurkunde umgesetzt werden kann. Dieses Erfordernis wird bei Wertrechten durch die Eintragung in einem öffentlichen Register ersetzt. Somit wird eine gänzliche „Entmaterialisierung des Rechts“⁵ herbeigeführt. Trotzdem gehen die Funktionen des Wertpapiers nicht verloren. Bundesschuldbuchforderungen, also Schuldbuchforderungen staatlicher Emittenten stellten bis Ende 2001 den einzigen zulässigen Fall dar, in dem im Rahmen einer Emission ein gänzlicher Verzicht auf eine Sammelurkunde möglich war. Dies wurde durch die Unterwerfung von Bundesschuldbuchforderungen unter die Sonderregeln des Depotgesetzes⁶ erreicht. Für Bundesanleihen wurden grundsätzlich keine Sammelurkunden ausgestellt, obwohl für die Übertragung dieser Rechte sachenrechtliche Grundsätze anzuwenden waren. Die Forderungen gegenüber dem Bund wurden in einem öffentlichen Register (Bundesschuldbuch) verzeichnet. Wegen des Wegfalls der gesetzlichen Grundlage der Bundesschuldbuchverordnung ist die Emission von Wertrechten seit Ende 2001 nicht mehr zulässig.⁷

II. Die Blockchain als Register

Auch wenn der Diskurs zum Thema „Dematerialisierung des Wertpapiers“ oder „Funktionsverlust des Wertpapiers im modernen Wertpapierhandel“ in der Lehre seit geraumer Zeit andauert, haben sich die Reformpläne des österreichischen

⁴ J. Aicher und F. Schuhmacher in Krejci, Unternehmensrecht⁵ (2013), 656.

⁵ Kammel/Jergitsch/Palla, Praxishandbuch Depotrecht (2012), 8-1.

⁶ Bundesgesetz vom 22. Oktober 1969 über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz), BGBl. Nr. 424/1969 idF BGBl. I Nr. 69/2015.

⁷ BGBl. Nr. 162/1948, Verordnung der Bundesregierung vom 13. Juli 1948 über die Einführung eines Bundesschuldbuchs (Bundesschuldbuchverordnung).

Gesetzgebers seit letztem Jahr konkretisiert. Eine gänzliche Transformation zum papier- bzw. urkundenlosen Wertpapierhandel stellt den Gesetzgeber vor schwierige Fragen. Einerseits müsste dieser die Anforderungen für das jeweilige digitale Register festlegen und andererseits entsprechende Normen des positiven Rechts anpassen, damit Wertrechte nach sachenrechtlichen Grundsätzen übertragen werden können. Determinieren müsste der Gesetzgeber auch den Inhalt eines Wertrechts, dessen Verwahrung sowie die Verwaltung. Die Vorstellung des Rechtserwerbs durch die Eintragung im Register ist der österreichischen Zivilrechtsordnung nicht fremd, es bestehen bereits amtliche, zentral geführte und vertrauenswürdige Register, die für den Rechtsübergang eine Eintragung voraussetzen. Eine Eintragung in einem öffentlichen Register als Verfügungsgeschäft ist beim Erwerb von Grundstücken oder Schiffen unentbehrlich.⁸

Damit das jeweilige Register für den Handel mit Wertrechten kompatibel ist, müsste dieses all jene sachenrechtlichen Funktionen aufweisen, die dem österreichischen Ansatz des Wertpapierrechts immanent sind. Der österreichische Zugang zum Wertpapierrecht ist ein sachenrechtlicher, bei dem Wertpapiere wie bewegliche Sachen behandelt und dementsprechend mit körperlicher Übergabe (§§ 426 ff. ABGB⁹) übertragen werden. Es gibt jedoch in anderen Rechtsordnungen einen abweichenden Zugang zum Wertpapierhandel, etwa jenen der grundsätzlich schuldrechtlichen Natur verbunden mit einem Registereintrag. Anders als in Österreich setzt ein Eigentumserwerb beispielsweise in England oder in der Schweiz neben einem schuldrechtlichen Erwerb die Eintragung in einem Anteilsregister des Erwerbers voraus.¹⁰ Diese Gegenbeispiele zum sachenrechtlichen Ansatz verdeutlichen die Wesensmerkmale des österreichischen Wertpapierrechts, nämlich die Verdinglichung der Forderung und deren erleichterte Übertragbarkeit.¹¹ Um der Grundsätze und Funktionen des Wertpapierrechts durch die Überleitung zu einem Registrierungssystem nicht zur Gänze verlustig zu gehen, sollte das Register die Legitimations-, Transport-, Garantie- und die Gutgläubenserwerbfunktion gewährleisten.

Es kann mit Sicherheit gesagt werden, dass die Blockchain-Technologie die treibende Kraft des Reformstrebens für einen Systemwechsel im Wertpapierrecht ist. Abseits der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit der Materie gibt es konkrete „Use Cases“, die bereits Pilotprojekte umgesetzt haben. Sowohl die LBBW in Deutschland als auch

⁸ Roth, Das zukünftige Recht der Bucheffekten, ÖBA 2011, 607.

⁹ Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch für die gesamten deutschen Erbländer der Österreichischen Monarchie, JGS Nr. 946/1811 idF BGBl. I Nr. 74/2019.

¹⁰ Micheler, Die neueste Entwicklung des Depotrechts in Europa – Auswirkungen auf Österreich, GesRZ 2007, 378.

¹¹ J. Aicher und F. Schuhmacher in Krejci, Unternehmensrecht⁵ (FN 4), 656.

die Erste Group in Österreich haben erste Schuldscheinemissionen für ihre Mandanten mittels Blockchain-Plattformen angeboten, wobei anzumerken ist, dass ein Finanzinstrument für die Emission auf einer Blockchain-basierten Plattform ausgewählt wurde, bei dem in Österreich keine physischen Urkunden ausgestellt werden müssen.¹² Auch deshalb steht der Gesetzgeber unter Zugzwang, den Wirtschaftsstandort Österreich technologie- und insbesondere Blockchain-affin aufzustellen.

Was ist die Blockchain-Technologie oder die Distributed Ledger Technology (DLT)? *Die **Distributed Ledger Technology** ist die generelle Technologie, auf der auch Kryptowährungen aufbauen. Technisch besteht ein Distributed Ledger einerseits aus einer Datenstruktur zur Registrierung der jeweils relevanten Daten sowie andererseits aus einem Protokoll/Register (ledger), in dem festgehalten wird, auf welche Art und Weise die registrierten Daten ausgetauscht und abgeglichen werden. Die **Blockchain** stellt eine Metatechnologie und eine Unterform der DLT dar, die als unveränderbares, dezentrales Transaktionsarchiv fungiert.*¹³ Mit anderen Worten ist die Blockchain eine Datenbank bzw. ein Register, das unveränderbare und transparente Daten aufnimmt sowie abspeichert. Dadurch sind jegliche Veränderungen in der Blockchain nachvollziehbar. Jede Blockchain besteht grundsätzlich aus einzelnen Blöcken, die Informationen über einzelne Transaktionen wiedergeben, wobei die Blöcke mithilfe eines kryptographischen Verfahrens miteinander verkettet werden.¹⁴

Es kann daher derzeit argumentiert werden, dass die Blockchain-Technologie mit ihren Eigenschaften aktuell das zweckdienlichste Register für die Aufnahme von Datensätzen und deren Transaktionen darstellt. Daher ist diese Form der Registerführung für den Handel mit Wertrechten und für die Rückverfolgung der Transaktionen geeignet. Grundsätzlich lassen sich mit einer Ausnahme sämtliche Funktionen des Wertpapierrechts mittels Blockchain als öffentlich verfügbares und nicht veränderbares Register erfüllen. Der Eingetragene kann sich als Inhaber des Rechts legitimieren und der Schuldner kann schuldbefreiend an den Eingetragenen leisten. Der unveränderbare Inhalt des Wertrechts schließt alle Einwendungen außerhalb des Registers aus (Garantiefunktion). Die Blockchain wird auch dem

¹² Vgl Beispiele aus der Praxis zu Schuldscheindarlehenemissionen via Blockchain – Presseinformation von Daimler vom 28.06.2017, Daimler und LBBW setzen erfolgreich Blockchain bei Schuldschein-Transaktion ein, 1ff; Presseaussendung Erste Group vom 23.10.2018, Erste Group und Asfinag bringen die erste in Europa zur Gänze auf Blockchain basierende Kapitalmarktmission erfolgreich auf den Markt, 1ff.

¹³ Balzli in Klebleck/Dobrauz, Rechtshandbuch Digitale Finanzdienstleistungen (2018), 418 (Rz 12-13); siehe auch die Definition der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Deutschland: „Blockchains sind fälschungssichere, verteilte Datenstrukturen, in denen Transaktionen in der Zeitfolge protokolliert, nachvollziehbar, unveränderlich und ohne zentrale Instanz abgebildet sind“.

¹⁴ Schmidt, Kryptowährungen und Blockchains (2019), 2.

Verkehrsschutzgedanken im Rahmen des Gutgläubenserwerbs gerecht, da durch die Eintragung des Erwerbers im Blockchain-basierten Register ein hinreichender Rechtsschein geschaffen wird, auf Basis dessen die Marktbeteiligten gutgläubig erwerben können. Die einzige Funktion, die nicht mittels der Blockchain-Technologie substituiert werden kann, ist die Transportfunktion. Hierzu mangelt es an entsprechenden positivrechtlichen Normen, die eine sachenrechtliche Gleichstellung der Wertrechte mit Wertpapieren, nämlich die Übertragbarkeit wie bei urkundlich verbrieften Rechten normieren.

III. Abwicklungszyklus einer Wertpapierübertragung¹⁵

Die Darstellung des gegenwärtigen Abwicklungszyklus einer Wertpapierübertragung soll den Übergang von der Idee einer körperlichen Übergabe einzelner Urkunden zu einem Buchungssystem über Anweisungen verdeutlichen. Dieser Ablauf wird in der deutschen Lehre als „Rationalisierung des Effektenwesens“¹⁶ bezeichnet. Dabei wurden im Laufe der Zeit sukzessive für den Gesamtablaufzyklus einer Wertpapierübertragung Rechtsinstitute entwickelt, die durch die Anpassung an die Praxis den Wertpapierhandel wesentlich effizienter und auch kostengünstiger gestalten. Festzuhalten ist, dass es sich hierbei um den Effektenverkehr handelt, in dem massenweise Kapitalmarktinstrumente emittiert werden und über Effektingirokonten übertragen werden.¹⁷ Das Wesensmerkmal von Effekten besteht darin, dass bloß deren (in Form von Sammelurkunden dargestellte) physische Verwahrung bei einer Wertpapiersammelbank erfolgt – die Verwaltung und Abwicklung von Übertragungen findet ausschließlich über Buchungen auf elektronische Depots statt.¹⁸ *Micheler* geht sogar so weit, dass sie von einem „von körperlichen Dokumenten unabhängigem System“ spricht, das zwar auf Basis verkörperter Instrumente entstanden war, sich inzwischen jedoch zu einem selbstständigen Übertragungsmechanismus entwickelt hat.¹⁹

Im Vergleich zum Abstraktionsprinzip in der deutschen Rechtsgeschäftslehre kennt das österreichische Zivilrecht das Kausalprinzip.²⁰ Jeder derivative Erwerb setzt in

¹⁵ *Kammel/Jergitsch/Palla*, Praxishandbuch Depotrecht (FN 5), 1-5.

¹⁶ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht² (2010), 55 (Rz 2.35).

¹⁷ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (2003), 131.

¹⁸ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht² (FN 16), 56ff. (Rz 2.38).

¹⁹ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 131.

²⁰ *Hergenröder*, Das Abstraktionsprinzip im Lichte alternativer europäischer Erwerbskonzepte - Eine rechtsvergleichende Systemschau, *ZfRV* 2017, 135 – 136.

Österreich ein Verpflichtungs- und ein Verfügungsgeschäft voraus.²¹ Der Kaufvertrag kommt in der Regel derart zustande, dass der Käufer seine Depotbank damit beauftragt, Wertpapiere für ihn zu erwerben und im Gegenzug wird die Depotbank des Verkäufers zum Verkauf der gegenständlichen Wertpapiere ermächtigt. Die Banken werden dabei als Kommissionäre tätig. Dabei agiert die Bank im eigenen Namen, aber mit dem Hinweis, dass es sich um ein Kundengeschäft handelt.²² Die Aufträge gelangen zur Bank über alle möglichen Telekommunikationskanäle, sei es via Telefon, Telefax oder auch über E-Mail. Sie werden im nächsten Schritt an die jeweilige Börse oder einen Broker weitergeleitet.²³ Nach dem Abschluss des Geschäfts erfolgt das sogenannte Settlement, bei dem es einerseits zur tatsächlichen Übertragung der Wertpapiere mittels Umbuchung vom Verkäufer auf den Käufer kommt und andererseits zur Übertragung der Geldvaluta an den Verkäufer. Erwähnenswert ist auch, dass bei sog. CCP.A²⁴-fähigen Geschäften, die an der Wiener Börse AG mit CCP.A Wertpapieren getätigt werden, die CCP.Austria als zentrale Vertragspartei zwischen den Käufer und Verkäufer tritt und das Erfüllungs- und das Ausfallrisiko für alle Geschäfte übernimmt.²⁵ Ähnliches gilt für der Handelspflicht unterliegende Transaktionen von börsezugelassenen Aktien durch Wertpapierfirmen und der Clearingpflicht unterliegenden börsegehandelten Derivaten oder standardisierten OTC-Derivaten (Art 23 Abs 1 MiFIR²⁶, Art 28 MiFIR, Art 2 Abs 7 EMIR-VO²⁷).

Das Verfügungsgeschäft, nämlich die dingliche Einigung und der Modus werden näher in Kapitel IV erläutert. Die eingangs erwähnten Rechtsinstitute, die der Wertpapierübertragung zu einem Umbruch verholfen haben, sind einerseits die Ersetzung der Sonderverwahrung als gesetzlicher Regelatbestand durch die Sammelverwahrung²⁸ und andererseits die Verwahrung von Sammelurkunden anstatt von Einzelurkunden. Dieser Umbruch war deshalb notwendig, weil sowohl die Herstellung von Einzelurkunden als auch deren Verwahrung einen großen Aufwand darstellen. Die physischen Urkunden, nämlich Einzelurkunden, die dazu gehörigen Anlagen, sowie allenfalls Wertpapierprospekte müssen in den Tresorräumen der OeKB CSD GmbH (in der Folge CSD genannt) verwahrt werden. Der Betrieb von zentralen Verwahrinstituten sowie der Druck von massenhaften Einzelurkunden sind

²¹ *Koziol – Welser/Kletečka*, Bürgerliches Recht I¹⁴ (2014), Rz 382ff.

²² *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 197.

²³ *Kammel/Jergitsch/Palla*, Praxishandbuch Depotrecht (FN 5), 1-5.

²⁴ „Central Counterparty Austria“.

²⁵ *Temmel*, Börsengesetz Praxiskommentar (2011), 188ff. (Rz 10).

²⁶ Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

²⁷ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

²⁸ *Csoklich*, Depotgesetz-Novelle 1988, RdW 1988, 35; *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 149-150.

mit hohen Kosten verbunden. Ihren ersten Aufschwung hatten die Sammelurkunden während des zweiten Weltkriegs. Den Umständen entsprechend mangelte es an Papier und daher wurde die papier- und platzsparende Form der Sammelurkunde eingesetzt.²⁹

Trotz der beschriebenen gängigen Praxis werden vom CSD physische Wertpapiere im Gegenwert von 592 Milliarden Euro³⁰ verwahrt.³¹ Im Jahr 2017 waren im Rahmen der Notary Service und Safekeeping-Funktionen der OeKB CSD 10.178³² neue Einlieferungen zu vermerken.³³ Weiters werden die Anlagen der Wertpapiere und die Wertpapierprospekte physisch verwahrt. Eine körperliche Übertragung von Wertpapieren ist kaum vorstellbar und würde den Wertpapierhandel enorm belasten. Deshalb stellen sich in Anbetracht der heute üblichen Wertpapierübertragung die Fragen: Wieso sollte die Wertpapierübertragung nicht gänzlich als „Wertrechte“ über Buchungen erfolgen? Wieso kann das gegenwärtige Wertpapiersystem nicht auf ein Registersystem umgeändert werden? Diese Fragen können nur im Rahmen des österreichischen sachenrechtlichen Ansatzes zum Wertpapierrecht beantwortet werden. Im folgenden Kapitel ist daher die Erforderlichkeit einer Sammelurkunde und deren Verwahrung zu thematisieren.

IV. Die Notwendigkeit einer Sammelurkunde

Trotz des heutigen „körperlosen“ Übertragungssystems von Effekten³⁴ bestehen dennoch physische Urkunden. Sie werden in der Regel in komprimierter Form als technische Sammelurkunden erstellt, das bedeutet, dass für jede Emission nur eine einzige Urkunde ausgestellt und bei der CSD verwahrt wird. Als technische Urkunden sind sie druckmäßig nicht fälschungssicher ausgestaltet. Somit werden die Berechtigungen der Anleger in einer einzigen Urkunde verbrieft.³⁵ Bei manchen Wertpapieren ist eine Einzelverbrieftung gesetzlich ausgeschlossen, wie z.B. bei einer Inhaberaktie (in Österreich erforderlich für am Regelten Markt und am Dritten Markt notierte Emittenten), die obligatorisch als Sammelurkunde auszustellen und der CSD zur Verwahrung zu übergeben ist (§ 10 Abs 2 S 2 AktG).

²⁹ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17),150-151.

³⁰ Bezieht sich auf das Verwahrsvolumen für das Geschäftsjahr 2018 der OeKB CSD GmbH.

³¹ *OeKB Gruppe*, Relevant Annual 2018, 21.

³² Die OeKB CSD tritt hier als die Issuer CSD auf.

³³ *OeKB CSD GmbH*, Die OeKB CSD im Überblick (2018),12.

³⁴ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17),131.

³⁵ *Roth*, Wertpapierrecht² (1999),144-145.

Sammelurkunden waren ein großer Schritt Richtung Entindividualisierung und Entmaterialisierung³⁶ von Wertpapierurkunden. In der Praxis werden kaum noch Einzelurkunden ausgestellt. Dies hat den Vorteil, dass einerseits auf den Druck von Einzelurkunden verzichtet werden kann, und andererseits die Verwahrer minimale Lagerkapazitäten für die Verwahrung benötigen. Dadurch wird auch der Aufwand zur Versendung von Urkunden zwischen den verschiedenen Verwahrern erspart. Dieses System passt sich den Bedürfnissen der Praxis an, denn die Anleger treten kaum noch in Verbindung mit einer Wertpapierurkunde und können somit auf den Abschluss einer Versicherung, sowie die Kontrolle der Urkunden bei Wertpapierkauf bzw. –verkauf verzichten. Die Gefahr des Verlustes der Urkunde, die insbesondere bei massenhaften Kapitalmarktinstrumenten besteht, die auf den Inhaber lauten, fällt durch die Ausstellung der Sammelurkunde ebenfalls weg.³⁷

Nach der Darstellung des Rationalisierungseffekts einer Sammelurkunde, nämlich der Verbriefung von Rechten in einer einzigen Urkunde und deren platzsparender Verwahrung sollte man davon ausgehen können, dass der Gesetzgeber inzwischen gänzlich auf eine in physischer Form ausgestellte Urkunde verzichten und auf ein Registersystem umsteigen kann. Ohne näher auf die Grundsätze des Wertpapierrechts einzugehen, lassen sich meines Erachtens vier wesentliche Funktionen der Sammelurkunde hervorheben, die aufgrund der sachenrechtlichen Konzeption und des gegenwärtigen Wertpapierrechts unerlässlich sind. Dabei ist die Sammelurkunde für die Entstehung der Verpflichtung aus der Urkunde, sowie für zwei essentielle sachenrechtliche Funktionen der Sammelurkunde und für eine Schutzfunktion für Anleger elementar.

Die vier essentiellen Funktionen der Sammelurkunde müssen näher erläutert und ihrer Grundlage nach untersucht werden, ob sie trotz ihrer bedeutenden Stellung im Wertpapierrecht substituiert werden können. Unabhängig davon, welche Wertpapierrechtstheorie man heranzieht, ist die Ausstellung einer physischen Urkunde die primäre Voraussetzung für **die Entstehung der Verpflichtung** aus dem Wertpapier. Anschließend wäre sachenrechtlich die **Eigentumsübertragung** an einem Wertpapier ohne das Verfügungsgeschäft (=Modus) nicht möglich. Das Wertpapier ist eine bewegliche Sache und benötigt zu seiner Verfügung (Eigentumsübertragung) eine Übergabe iSd §§ 426 ff. ABGB, selbst in der praxisorientierten und modifizierten Form einer Besitzeinweisung. Weiters werden die Marktteilnehmer bzw. der Rechtsverkehr durch den **Gutgläubenserwerb** geschützt, wofür das Vorliegen einer Rechtsscheingrundlage immanent ist. Der Rechtsschein spiegelt sich bei beweglichen Sachen im Besitz der gegenständlichen Sache wieder, der im Wertpapierrecht durch

³⁶ *Kammel/Jergitsch/Palla*, Praxishandbuch Depotrecht (FN 5), 8-1.

³⁷ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 150-151.

die Urkunde erzeugt wird. Zuletzt sollen durch die Ausstellung und Verwahrung der Sammelurkunde die **Unfehlbarkeit und Bestandsicherheit von in physischen Urkunden festgehaltenen Wertpapierbedingungen** gesichert werden.

Generell bestehen zur Frage, wodurch und ab wann die Verpflichtungen aus dem Wertpapier entstehen, mehrere Wertpapierrechtstheorien.³⁸ Dabei standen sich in der älteren Literatur mit der Kurations- und der Vertragstheorie diametral entgegengesetzte Ansichten gegenüber.³⁹ Die Kurationstheorie lässt bereits mit der Kuration der Urkunde und dem Skripturakt (Unterschrift) die Verpflichtung aus dem Wertpapier entstehen, die dann als einseitige, nicht empfangsbedürftige Willenserklärung verstanden wird.⁴⁰ Die Vertragstheorie setzt ebenfalls die Ausstellung einer Urkunde und den Skripturakt voraus, jedoch entsteht die Verpflichtung erst durch den Begebungsvertrag zwischen dem Aussteller und dem ersten Berechtigten. Die Kurationstheorie wurde zu Recht in der Lehre kritisiert, da der Aussteller selbst dann zur Leistung herangezogen werden kann, wenn das Wertpapier vor der Begebung abhanden kommt. Der Finder oder bösgläubige Inhaber kann somit ein Recht aus dem Wertpapier geltend machen. Die Vertragstheorie lief den Vertrauens- und Verkehrsschutzbedürfnissen zuwider, da bei ungültigem oder fehlendem Begebungsvertrag der gutgläubige Erwerber nicht geschützt werden konnte. Deshalb wurden beide Theorien weiterentwickelt. Die nun herrschende Vertragstheorie wurde dahingehend erweitert, dass auch bei ungültigem oder fehlendem Begebungsvertrag der Inhaber geschützt wird. Dieser muss einerseits auf den Rechtsschein eines gültigen Wertpapiers vertrauen und andererseits muss der Rechtsschein dem wertpapiermäßig Verpflichteten zurechenbar sein. Somit entsteht die Verpflichtung aus dem Wertpapier laut der herrschenden Lehre grundsätzlich durch den Begebungsvertrag zwischen Aussteller des Wertpapiers und erstem Berechtigten und wird durch die Rechtsscheintheorie ergänzt.⁴¹ Angewendet auf die Praxis entsteht die Verpflichtung aus dem Wertpapier mit der Ausstellung der Sammelurkunde, der Unterschrift des Emittenten sowie der ersten Buchung auf das Depotkonto eines Anlegers. Diese Funktion der Sammelurkunde ist zur Entstehung der Verpflichtung unerlässlich – ob die Urkunde mittels eines Wertrechts durch eine Registereintragung substituierbar ist, wird in Kapitel V näher dargestellt.

Die Erforderlichkeit der physischen Sammelurkunde ist für den sachenrechtlichen Übergang und den Modus elementar. Der österreichische Übertragungsmodus beruht

³⁸ *Keinert*, Handbuch des Wertpapierrechts I (2014), 50 (Rz 99).

³⁹ *Mendel*, Weihnachtsgeschäft: Umtausch und Gutscheine, Zak 2006, 423.

⁴⁰ *Roth*, Wertpapierrecht² (FN 35), 17.

⁴¹ *Keinert*, Handbuch des Wertpapierrechts I (FN 38), 50ff; *Roth*, Wertpapierrecht² (FN 35), 16ff; *Mendel*, Weihnachtsgeschäft: Umtausch und Gutscheine, Zak 2006, 423.

bei beweglichen Sachen auf deren körperlicher Übergabe.⁴² Dies scheint auf den ersten Blick für die wichtigsten Funktionen des Wertpapiers, nämlich die Verdinglichung der Forderung und die damit verbundene erleichterte Übertragbarkeit, ideal zu sein, jedoch müssen vor allem bei Inhaberpapieren die Anleger bedenken, dass die Urkunden sicher verwahrt werden, um einen Gutgläubenserwerb durch Dritte zu verhindern. Aus diesem Grund wurden die Wertpapiere bei Dritten in Verwahrung gegeben.⁴³ Hierbei kommt der OeKB CSD GmbH in Österreich als gem. Art 16 CSD-VO seit 01.08.2018 zugelassenem Verwahrer eine bedeutende Rolle zu. Aufgrund der zentralen Verwahrung von Sammelurkunden müssen die für die Übertragung des Rechts am Papier erforderlichen Übergabeformen der §§ 426 ff. ABGB entsprechend modifiziert werden. Nach dem Grundkonzept des Wertpapierrechts kommt zunächst die Ausfolgung der Wertpapiere an den Erwerber oder dessen Verwahrer durch die Bank aufgrund eines diesbezüglichen Auftrages ihres Kunden in Betracht. Hier liegt eine körperliche Übergabe (§ 426 ABGB) vor, bei der die Bank als Gehilfe des Kunden dem Empfänger direkt bzw. durch den von diesem ermächtigten Verwahrer als Besitzmittler (Z 69 Abs 1 ABB) den Besitz verschafft.⁴⁴ Diese Form der Besitzverschaffung findet in der Praxis keine Anwendung, da einerseits die Wertpapiere als technische Sammelurkunden ausgesellt und andererseits im CSD zentral verwahrt werden.

Infolgedessen wurden in der Lehre Lösungsansätze entwickelt, die sich den Bedürfnissen der Praxis anpassen. So sollen die Wertpapiere weiterhin in der Verwahrung des CSD bleiben und ihren Inhaber wechseln. Daher bietet sich als geeigneter Übertragungsmodus die Besitzeinweisung an. Der Kunde weist die Bank an, die Wertpapiere in Zukunft für den Erwerber innezuhaben. Der Zeitpunkt, in dem die sachenrechtlichen Wirkungen eintreten, ist nach herrschender Lehre unabhängig von der Zustimmung des Angewiesenen daher bereits mit dem Zugang der Einweisung an den CSD anzunehmen. Die abweichende Meinung von *Iro* setzt eine „*zustimmende Kenntnisnahme*“⁴⁵ der Bank voraus und sieht diese, wenn die Wertpapiere auf dem Konto der Erwerberbank als Gutschrift verbucht werden. Die übliche Dokumentation des Willens des Verwahrers wird durch die Eintragung im Verwahrungsbuch wiedergegeben⁴⁶. Die CSD hat ab nun für den neuen Erwerber die Wertpapiere inne. An dieser Stelle ist eine Sonderform der Sammelverwahrung zu erläutern, bei der die Aufträge des Depotinhabers bloß durch Buchungsvorgänge durchgeführt werden. Es

⁴² *Roth*, Wertpapierrecht² (FN 35), 7.

⁴³ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 133.

⁴⁴ *Iro* in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht – Band II: Konto und Depot² (2007), Rz 4/112.

⁴⁵ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 167.

⁴⁶ *Iro* in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht – Band II: Konto und Depot² (FN 44), Rz 4/114 und 4/115.

handelt sich hierbei um die sog. Girosammelverwahrung. Dabei kann über die von Kreditinstituten zwecks Sammelverwahrung hinterlegten Wertpapiere mittels Anweisung gem. § 1 Abs 3 Satz 3 DepG verfügt werden.⁴⁷ Es handelt sich um ein absolutes Recht, das einen Aussonderungsanspruch des Berechtigten im Vermögen jedes Dritten begründet.⁴⁸ Diese besondere Form des Übertragungsmodus weist einen gänzlichen Rückgang der Verbindung zwischen dem Anleger und der Sammelurkunde auf. Trotzdem besteht die herrschende Lehre darauf, eine besitzrechtliche Konnexität des Anlegers und der physischen Urkunde herzustellen, um wertpapierrechtliche Rechtsfolgen anzuwenden.

Exkurs 1: Effektingiro

Micheler kritisiert die besitzrechtliche Konstruktion der herrschenden Lehre zwischen dem Anleger und den von der CSD aufbewahrten Wertpapieren. Es bestünde keinerlei Verbindung zwischen dem Kunden und den Urkunden. Der Gesetzgeber habe durch die Aufnahme des Effektingiros im Depotgesetz eine Grundlage für ein Übertragungssystem geschaffen, *in dem nicht Wertpapierdokumente, sondern die ihnen zu Grunde liegenden Berechtigungen durch entmaterialisierte Buchungsvorgänge übertragen werden.* Die Lehre fingiere daher ein körperliches Naheverhältnis der Anleger zu den Wertpapieren, obwohl die Urkunden im Rahmen des Übertragungsvorgangs keine Rolle mehr spielten. *Einsele, Habersack/Mayer* und *Mentz/Fröhlich* zeigen sich ebenfalls kritisch gegenüber der von der Lehre geschaffenen besitzrechtlichen Konstruktion zu den Sammelurkunden. In der Dogmatik herrscht eine allgemeine Zurückhaltung gegenüber dem Übertragungssystem, das keinen sachenrechtlichen Bezug zu den Sammelurkunden herstellt. Konsequenterweise sei es notwendig, das körperliche Naheverhältnis herzustellen, um die wertpapierrechtlichen Regeln auf in Sammelurkunden verbrieften Rechten sowie auf Bundesschuldbuchforderungen anwenden zu können. Zusammenfassend meint die herrschende Lehre, dass die Übertragung eines Wertpapiers, ohne dass zumindest eine physische Sammelurkunde ausgestellt wird, aufgrund ihrer Funktion zur Herstellung eines körperlichen Naheverhältnisses zum Anleger nicht möglich sei. Durch die Übertragung nach sachenrechtlichen Grundsätzen könnten die wertpapierrechtlichen Funktionen angewendet werden.⁴⁹

⁴⁷ *Kammel/Jergitsch/Palla*, Praxishandbuch Depotrecht (FN 5), 3-15.

⁴⁸ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 179.

⁴⁹ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 181ff.

Eine weitere wichtige sachenrechtliche Funktion des Wertpapiers, die durch die Ausstellung einer physischen Sammelurkunde verwirklicht wird, ist die Rechtsscheingrundlage im Rahmen des Gutgläubenserwerbs.⁵⁰ Mithilfe der Verbriefung einer Forderung in einem Wertpapier soll vor allem bei besonders umlauffähigen Inhaberpapieren der Verkehr geschützt werden. Das Risiko, von einem Nichtberechtigtem zu erwerben, kann weder auf die Kapitalmarktinstitute noch auf den Erwerber übertragen werden. Der gutgläubige Anleger muss an einem internationalen und professionellen Kapitalmarkt davon ausgehen können, vom berechtigten Eigentümer zu erwerben und selbst, wenn dies nicht der Fall sein sollte, kann der Erwerber durch das Vertrauen auf die Rechtsscheingrundlage (Wertpapierurkunde) gutgläubig erwerben.⁵¹ Im österreichischen Zivilrecht kann gutgläubig Eigentum an Wertpapieren auf zwei verschiedene Arten erworben werden, und zwar einerseits gem. § 367 ABGB an beweglichen Sachen und andererseits gem. § 371 2. Fall ABGB an sog. Überbringerpapieren.⁵² Damit sind Kapitalmarktpapiere, wie beispielsweise die Inhaberaktie oder die Schuldverschreibung gemeint, die massenweise ausgestellt und untereinander ununterscheidbar sowie besonders verkehrs- und umlauffähig sind.⁵³ § 371 2. Fall ABGB unterscheidet sich vom Erwerb gem. § 367 ABGB insofern, als beim Erwerb gem. § 371 2. Fall ABGB die Prüfung der Alternativvoraussetzungen des § 367 ABGB – Erwerb vom Unternehmer im Rahmen seines Unternehmens, Vertrauensmann oder in einer öffentlichen Versteigerung wegfällt.⁵⁴ Die Grundsätze des gutgläubigen Eigentumserwerbs sind einer der bedeutsamsten Bestandteile des Wertpapierrechts, zu hinterfragen ist jedoch, ob sie in der heutigen Praxis im Effektenverkehr dieselbe Bedeutung haben, die sie zu Zeiten körperlicher Übertragung hatten.

Exkurs 2: Gutgläubiger Eigentumserwerb an Miteigentumsanteilen⁵⁵

Grundsätzlich ist am Schutzmechanismus des gutgläubigen Eigentumserwerbs an depotrechtlich verwahrten Effekten in der Praxis festzuhalten, da es sich hierbei in der Regel um in Girosammelverwahrung verwahrte Miteigentumsanteile handelt. Von der

⁵⁰ J. Aicher und F. Schuhmacher in *Krejci*, Unternehmensrecht⁵ (FN 4), 555.

⁵¹ Im Detail zur Rechtsscheinhaftung und der Sonderstellung von Inhaberpapieren – *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 9 und 80ff.

⁵² *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 181ff.

⁵³ *Winner* in *Rummel/Lukas*, ABGB⁴ (2015) zu § 371, Rz 2.

⁵⁴ *Koziol – Welser/Kletečka*, Bürgerliches Recht I¹⁴ (FN 21), Rz 382ff.

⁵⁵ *Iro* in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht – Band II: Konto und Depot² (FN 44), Rz 4/120.

Lehre wird ein gutgläubiger Eigentumserwerb auch an Miteigentumsanteilen vertreten. Die Anleger bzw. Miteigentümer des Sammelbestands haben an vom CSD verwahrten Effekten Mitbesitz. Zu untersuchen ist, ob der bloße Mitbesitz an einem Sammelbestand eine ausreichende Rechtscheingrundlage bildet, auf die der Erwerber sein Vertrauen stützen kann. Bei beweglichen Sachen bildet der Besitz an ihnen die erforderliche Rechtscheingrundlage. Das Kriterium des Rechtscheins könnte durch eine Depotbestätigung über die Höhe des Anteils oder durch den Wertpapierbestand am Wertpapierkonto des Veräußerers hergestellt werden. Dies scheitert jedoch am freien Zugang Dritter, weil das Depotkonto aufgrund des Bankgeheimnisses nicht einsehbar ist. Deshalb wird die Rechtscheingrundlage in der entsprechenden *Buchung auf dem Depotkonto des Erwerbers* gesehen, da der Verwahrer damit zum Ausdruck bringt, dass der Veräußerer eine äquivalente Lastschrift auf seinem Depotkonto erfahren hat. Die Gutschrift auf dem Depotkonto des Erwerbers stellt somit eine ausreichende Rechtscheingrundlage für den gutgläubigen Eigentumserwerb dar.⁵⁶

Der gutgläubige Eigentumserwerb an depotrechtlich verwahrten Wertpapieren ist in der Praxis eher von theoretischer Bedeutung. Die im Rahmen des Safekeeping vom CSD verwahrten Sammelurkunden gehen weder verloren noch können sie gestohlen werden. Das System der Zentralverwahrung hat an sich einen hohen Standard für die Verwahrung von Sammelurkunden.⁵⁷ Trotzdem ist für den gutgläubigen Eigentumserwerb die Ausstellung einer physischen Sammelurkunde die Grundvoraussetzung, um mit dem „Besitz an der Sache“ einen Rechtschein assoziieren zu können.

Eine wichtige Schutzfunktion zugunsten der Anleger wird von der Sammelurkunde samt ihren Anlagen insofern erfüllt, als die Wertpapierbedingungen schriftlich in einer Urkunde festgehalten und bei einer dritten unabhängigen Partei (dem CSD) verwahrt werden. Die Urkunde wird somit der Sphäre des Emittenten entzogen, der nachträglich auf sie keinen Einfluss nehmen kann. Somit wird die Unfehlbarkeit und Bestandsicherheit für den Inhalt des „verbrieften“ Rechts im Rahmen der Garantiefunktion des Wertpapiers gewährleistet.⁵⁸ Die wertpapierrechtliche Konzeption schützt den rechtmäßigen Inhaber eines Wertpapiers insofern, als dieser sein Vertrauen darauf stützen kann, Rechte aus dem Wertpapier zu erwerben, gegen die grundsätzlich keine Einwendungen erhoben werden können.⁵⁹ Dem gutgläubigen Erwerber wird dadurch gewährleistet, dass das erworbene Recht keinen rechtshindernden und rechtshemmenden Einwendungen⁶⁰ unterliegt. Der

⁵⁶ Micheler, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 212ff.

⁵⁷ Micheler, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht (FN 17), 168.

⁵⁸ Kammel/Jergitsch/Palla, Praxishandbuch Depotrecht (FN 5), 8-1.

⁵⁹ Keinert, Handbuch des Wertpapierrechts I (FN 38), 19 (Rz 34).

⁶⁰ J. Aicher und F. Schuhmacher in Krejci, Unternehmensrecht⁵ (FN 4), 555.

Einwendungsausschluss ist eine Besonderheit jener Wertpapiere, die für den Umlauf geschaffen wurden. Daher sind nicht alle Wertpapiere, die unter dem weiten Wertpapierbegriff zu subsumieren sind, durch den Einwendungsausschluss privilegiert.⁶¹ Jeder gutgläubige Erwerber im Rechtsverkehr kann davon ausgehen, dass dieser nicht nur bloß die Forderung erwirbt, sondern auch in jenem Umfang, in dem sie verbrieft ist. Daher kommt es zu einer „Ausradierung“ allfälliger Einwendungen, die gegenüber einem früheren Inhaber bestanden haben und nicht aus der Urkunde ersichtlich sind.⁶² Sohin weist die Sammelurkunde auch aus Anlegerschutzgründen eine wichtige Funktion auf. Nicht außer Betracht kann die gängige Praxis gelassen werden, bei der die Anleger kaum in die Sammelurkunde Einsicht nehmen können. Der Emittent stellt die Sammelurkunde selbst aus und diese wird zur Verwahrung in den CSD eingeliefert. Obwohl es in der Praxis vorkommen soll, dass der Inhalt der Sammelurkunde von den Emissionsbedingungen in den „term sheets“⁶³ abweicht, bilden sie die Grundlage für zivilrechtliche Ansprüche abseits der prospektrechtlichen Haftung.

V. Vom Wertpapier zum Wertrecht

Bislang konnten Wertrechte nur für vor 2001 begebene Bundesschuldbuchforderungen in Anspruch genommen werden. An diesem Punkt ist die Brücke vom Wertpapier zum Wertrechte zu schlagen. Welche rechtlichen Maßnahmen sind erforderlich, damit der Wertpapierhandel zur Gänze papierlos realisiert werden kann?

Wenn die „Rechte“ (Bezugs-, Mitgliedschafts- und Forderungsrechte) nicht in einem Wertpapier verbrieft sind, müssten sie grundsätzlich nach zessionsrechtlichen Grundsätzen übertragen werden. Das bedeutet, dass die Wertrechte den zessionsrechtlichen Grundsätzen unterstellt sind und ein Gutgläubenserwerb nicht möglich ist.⁶⁴ Wertrechte sind in der österreichischen Rechtsordnung nicht determiniert, aber ihr auch nicht fremd, da bei Bundesschuldforderungen ein gänzlicher Verzicht auf die Verbriefung des Rechts möglich war und diese dementsprechend dem Wertpapier gleichgestellt waren.⁶⁵ Daher müsste der

⁶¹ *Keinert*, Handbuch des Wertpapierrechts I (FN 38), 21 (Rz 38).

⁶² *J. Aicher* und *F. Schuhmacher* in *Krejci*, Unternehmensrecht⁵ (FN 4), 555 und 556.

⁶³ *Kammel/Jergitsch/Palla*, Praxishandbuch Depotrecht (FN 5), 8-1.

⁶⁴ Nr. 54/2019, Bericht und Antrag der Regierung an den Landtag des Fürstentums Liechtenstein betreffend die Schaffung eines Gesetzes über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) und die Abänderung weiterer Gesetze, 109.

⁶⁵ *Iro* in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht – Band II: Konto und Depot² (FN 44), Rz 4/25; *J. Aicher* und *F. Schuhmacher* in *Krejci*, Unternehmensrecht⁵ (FN 4), 656.

österreichische Gesetzgeber normieren, dass alle Wertrechte Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere sind. Es handelt sich also um nicht verbriefte Rechte, die so ausgestaltet sind, dass sie dieselben Funktionen erfüllen wie ein Wertpapier öffentlichen Glaubens. Diesen kommen gemeinhin die folgenden Funktionen zu: einfache Übertragung des Rechts durch Übertragung der Urkunde (Transportfunktion); die Legitimation des Gläubigers durch Besitz der Urkunde (Legitimationsfunktion) bzw. die Befreiung des Schuldners bei Leistung an den Inhaber der Urkunde (Liberationsfunktion); Erwerb kraft guten Glaubens des Rechts nach sachenrechtlichen Grundsätzen (Verkehrsschutzfunktion); Beschränkung der Einrede auf solche, die gegen die Gültigkeit der Urkunde gerichtet sind oder sich aus der Urkunde ergeben (Einredenbeschränkung).⁶⁶ Bei herkömmlichen Wertpapieren beruhen all diese Funktionen auf der Verbriefung des Rechts in einer Urkunde bzw. dem Besitz dieser Urkunde. Beim Wertrecht wird auf die Repräsentation des Rechts verzichtet; anstelle der Urkunde tritt ein Register, in der Wertrechte durch Eintragung aufgenommen werden.⁶⁷

Der (UGB-) Gesetzgeber wäre dazu angehalten, Wertrechte in den geschlossenen Kreis von Inhaber- und Orderpapieren aufzunehmen, denn im österreichischen Wertpapierrecht herrscht die Theorie des *Numerus Clausus* wie im Sachenrecht.⁶⁸ Demnach dürfen nicht beliebig viele Wertpapierarten durch die Privatautonomie geschaffen werden. Der geschlossene Kreis umfasst insbesondere jene Wertpapierarten, deren Umlauffähigkeit stark ausgeprägt ist (Inhaber- und Orderpapiere). Der Grund dafür ist ein gesteigerter Verkehrsschutzgedanke. Inhaber- und Orderpapiere, also solche, die in der Regel nicht auf den Namen einer Person lauten, folgen weitgehend ähnlichen Regeln wie bewegliche Sachen. Aus diesem Grund soll der Typenzwang des Sachenrechts auf sie angewendet werden.⁶⁹ Folglich werden etliche Rechtswirkungen daraus abgeleitet. So hat der Besitzer einer Sache die Vermutung eines gültigen Titels (§ 323 ABGB) für sich; die Übertragung des Eigentums ist grundsätzlich von der körperlichen Übergabe „von Hand zu Hand“ abhängig (§ 426 ABGB) und im Rahmen des Vertrauensschutzes ist ein gutgläubiger Eigentumserwerb vom Nichtberechtigten möglich (§ 367 ABGB).⁷⁰ Daraus resultierend müsste der Gesetzgeber Wertrechte in den geschlossenen Kreis von Inhaber- und Orderpapieren aufnehmen oder sie mit ihnen gleichstellen, damit sie dieselben Rechtswirkungen wie Wertpapiere entfalten können. Die mit der sachenrechtlichen Natur verbundenen Rechtswirkungen können nicht auf bloß

⁶⁶ J. Aicher und F. Schuhmacher in *Krejci*, Unternehmensrecht⁵ (FN 4), 552ff.

⁶⁷ *Keinert*, Handbuch des Wertpapierrechts I (FN 38), 122 (Rz 241).

⁶⁸ *Keinert*, Handbuch des Wertpapierrechts I (FN 38), 102 (Rz 196ff.).

⁶⁹ J. Aicher und F. Schuhmacher in *Krejci*, Unternehmensrecht⁵ (FN 4), 561.

⁷⁰ *Roth*, Das zukünftige Recht der Bucheffekten, ÖBA 2011, S.607.

vertraglicher Grundlage herbeigeführt werden. Die Vertragsparteien können nicht dispositiv darüber Vereinbarungen treffen, dass das fehlende Eigentum des Vormannes ersetzt wird, denn es handelt sich um ein dingliches Recht über das nicht disponiert werden kann. Ferner können die Parteien auch nicht einen gänzlichen Einwendungsausschluss vereinbaren, da dies von § 937 ABGB für ungültig erklärt wird.⁷¹ Zusammengefasst müsste der Gesetzgeber Wertrechte in den Kreis von Inhaber- und Orderpapieren aufnehmen oder sie letzteren zumindest gleichstellen und dies dogmatisch festhalten, damit die wertpapierrechtlichen Rechtswirkungen auch bei Wertrechten eintreten können. Im Bericht und Antrag der Regierung an den Landtag des Fürstentums Liechtenstein betreffend die Schaffung eines Gesetzes über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) in § 81a Abs 1 SchlT PGR werden Wertrechte als „Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere“ bezeichnet.

Aus der liechtensteinischen Definition von Wertrechten leitet sich eine weitere Frage ab: Soll Wertrechten eine eigene Rechtsqualität zukommen oder reicht es aus, deren Gleichbehandlung mit Wertpapieren gesetzlich zu verankern? Für die Übertragung von Wertpapieren wird Sachenrecht angewendet, da eine physische Urkunde existiert. Konsequenterweise müssten für die Übertragung oder Verpfändung von in digitalen Registern aufgenommenen Wertrechten zessionsrechtliche Grundsätze angewendet werden, die jedoch einen gutgläubigen Eigentumserwerb verhindern würden. In Deutschland erfolgt jeder Rechtsübergang von Schuldbuchforderungen als Abtretung nach den §§ 398 ff BGB.⁷² An diesem Punkt ist die Transportfunktion des Wertpapiers zu erörtern, die durch die bloße Gleichstellung nicht erfüllt werden kann. Durch die Aufnahme von Wertrechten in digitale Register können sämtliche Funktionen des österreichischen Wertpapierrechts mit Ausnahme der Transportfunktion erfüllt werden. Der Gläubiger kann sich durch die Eintragung in digitalen Registern legitimieren, der Schuldner kann an den aufgenommenen Gläubiger leisten (Legitimations- und Liberationsfunktion). Sowohl die Transport- als auch der gutgläubige Erwerb sowie der Einwendungsausschluss, der nur besonderen Wertpapierarten zukommt, setzen einen physischen Wertträger voraus, damit die Übertragung nach sachenrechtlichen Grundsätzen erfolgen kann und ein Gutgläubenserwerb möglich ist. Daher wäre es neben der Gleichbehandlung von Wertrechten und Wertpapieren notwendig, dass den Wertrechten eine eigene Rechtsqualität zugesprochen wird, die dann in der Folge wie bewegliche Sachen nach sachenrechtlichen Grundsätzen übertragen werden können.

⁷¹ *Artmann*, Zur Rechtsnatur des Sparbuchs, JBl 2008, 282.

⁷² *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht² (FN 16), 62 (Rz 2.49).

Damit tatsächlich Wertrechte nach eigentumsrechtlichen und nicht nach zessionsrechtlichen Grundsätzen übertragen werden können, muss ihnen die Rechtsqualität einer körperlichen Sache gem. § 285 ABGB zugesprochen werden. Dies müsste der Gesetzgeber dezidiert im Gesetz aufnehmen. Das ABGB geht in § 285 von einem weiten Sachbegriff aus, der sowohl körperliche als auch unkörperliche Sachen umfassen kann. Sachenrechtliche Grundsätze, insbesondere das Eigentumsrecht, sind für körperliche Sachen geschaffen. Unkörperliche Sachen, beispielsweise die Rechtszuständigkeit an Forderungen werden zediert und nicht wie bewegliche körperliche Sachen „von Hand zu Hand“ übertragen.⁷³ Der Gutgläubenserwerb gem. § 367 ABGB ist nur an beweglichen körperlichen Sachen möglich. Auch § 371 2. Fall ABGB setzt eine bewegliche Sache als Überbringerpapier voraus.⁷⁴ Eine eindeutige Zuordnung von Wertrechten als bewegliche körperliche Sachen würde dem Gesetzgeber und dem Rechtsunterworfenen auf dem Weg zur Überleitung vom „Wertpapier zum Wertrechte“ einiges an Komplikationen ersparen.

Mit den dargestellten Lösungsansätzen würde der Gesetzgeber einen Grundstein für die gänzliche Überleitung zum Wertrecht legen. Weiters müsste der Gesetzgeber beim Übergang zum Registersystem vor allem die Anforderungen an die jeweiligen Register determinieren; weitere Fragen wären die Schaffung, die Übertragung und die Verpfändung, sowie die insolvenzrechtliche Behandlung von Wertrechten.

VI. Ergebnis

Durch die Aufnahme von Wertrechten in einem Blockchain-basierten Register könnten sämtliche im gegenständlichen Aufsatz dargelegten Funktionen der Sammelurkunde substituiert werden. Die Wertrechte entstehen konstitutiv durch die Eintragung im Register und können ebenfalls durch die Eintragung des neuen Erwerbers übertragen werden; vorausgesetzt ist die Qualifizierung des Wertrechts als Sache iSd § 285 ABGB. Des Weiteren entsteht aufgrund der Manipulationssicherheit und Unveränderbarkeit ausreichender Rechtsschein für einen gutgläubigen Eigentumserwerb. Zuletzt könnte die Aufnahme des Kapitalmarktinstruments als Wertrecht auf der Blockchain durch jederzeitige Einsichtsmöglichkeit einen besseren Schutz der Anleger schaffen. Die Überleitung zum Registersystem bedeutet eine gänzliche Abschaffung der Sammelurkunde, jedoch bleiben durch den Einsatz der Blockchain-Technologie sämtliche Grundsätze des Wertpapierrechts gewahrt. Das

⁷³ Helmich in Kletečka/Schauer, ABGB-ON^{1.04} (2016) zu § 285, Rz 1-2.

⁷⁴ Winner in Rummel/Lukas, ABGB⁴ (FN 53) zu § 371, Rz 2.

einziges unentbehrliches Kriterium, das nur durch die positivrechtliche Normierung des Gesetzgebers erfüllt werden kann, ist die Determinierung des Begriffs „Wertrecht“ als eine körperliche Sache. Somit können infolge zweifelsohne die sachenrechtlichen Grundsätze zur Eigentumsübertragung auf Wertrechte angewendet werden.

Der liechtensteinische Gesetzesentwurf umschreibt die „Blockchain“ als „Transaktionssystem auf der Basis vertrauenswürdiger Technologien“. Aufgrund der Abwesenheit zentraler Organisationen bzw. Intermediäre bei der Blockchain-Technologie entschied man sich im Antrag des liechtensteinischen Blockchain-Gesetzes für die Bezeichnung „vertrauenswürdige Technologien“. Dies leitet sich daraus ab, dass die Technologie das Vertrauen schafft und nicht zentrale Institutionen, die unter Umständen von staatlichen Behörden beaufsichtigt werden.⁷⁵ Die Intention des Gesetzgebers aus dem Gesetzesentwurf ist klar absehbar – sowohl das Gesetz als auch die Bezeichnung der Technologie sollen möglichst neutral formuliert werden, da die technische Entwicklung in der Zukunft nicht absehbar ist.

Die Untergruppe des FinTech-Beirats steht vor großen Herausforderungen. Sie muss sich, wie im gegenständlichen Artikel dargestellt, mit essentiellen Fragen des Wertpapierrechts auseinandersetzen. Dabei müssen diverse Akteure des Finanzmarkts, wie OeKB CSD GmbH, FMA, aber auch operativ tätige Banken, die als Depotbanken agieren, eingebunden werden. Lösungen müssen auch zu Themen gefunden werden, wem die Führung eines Wertrechtereisters gestattet wird und welche Anforderungen an Register und an den registerführenden Personen zu stellen sind. Werden nur staatliche Institutionen hierzu ermächtigt oder auch konzessionspflichtige Kreditinstitute? Wer hätte die Berechtigung zur Einsichtnahme in das Register? Die Verwaltung, das Settlement und das Clearing von Wertrechten müsste ebenfalls (ähnlich wie im DepotG) geregelt werden. Alle potenziellen Fragestellungen, die der Überleitung vom Wertpapier zum Wertrechte als Registersystem auf Blockchain-basierter Technologie immanent sind, können hier nicht abschließend beantwortet werden. Es ist wichtig, die Kernfragen im Rahmen der Funktionen der Sammelurkunde und den Grundsätzen des Wertpapierrechts aufzuzeigen, die zur Schaffung und Übertragung von Wertrechten via Blockchain-Technologie unentbehrlich sind.

Korrespondenz: Mag. Shivam Subhash, shivam.subhash@cerhahempel.com; Dr. Peter Knobl, peter.knobl@cerhahempel.com.

⁷⁵ Nr. 54/2019, Bericht und Antrag der Regierung an den Landtag des Fürstentums Liechtenstein betreffend die Schaffung eines Gesetzes über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) und die Abänderung weiterer Gesetze, 55-57.