



Elektronische Wertpapiere

#PositiveImpact

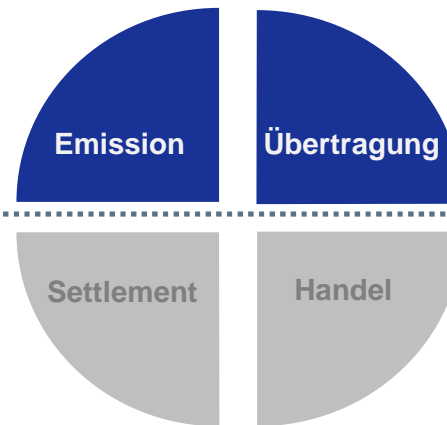
Joachim Schelm
Capital Markets & Takeover Conference
22. Juni 2023





1

Emission und Übertragung elektronischer Wertpapiere (nach deutschem Recht)



2

Elektronische Wertpapiere in der europäischen Marktinfrastruktur (insbesondere Handel und Settlement/Abwicklung)



Ausgangslage in Deutschland vor Inkrafttreten des eWpG

- Bis zum Inkrafttreten des eWpG setzten Wertpapiere stets eine (gegenständliche) Urkunde voraus
- Entstehung eines Wertpapiers erforderte nach bisherigem Recht den Abschluss eines Begebungsvertrags sowie Ausstellung und Übereignung einer Urkunde („Skripturakt“), die den Anspruch aus dem Wertpapier verbrieft (§ 793 BGB)

Inkrafttreten des eWpG

- Am 10. Juni 2021 trat das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) in Kraft, das auch die **Begebung bestimmter Wertpapiere in elektronischer Form** ermöglicht
- Fiktion elektronischer Wertpapiere als Sache im Sinne des § 90 BGB gemäß § 2 Abs. 3 eWpG, daher umfassender Eigentumsschutz
- Spezielle Regelungen zur Verfügung bei Einzeleintragung und zu Einwendungen, die die entsprechenden Regelungen des BGB modifizieren
 - Übereignung (§ 25 eWpG)
 - Gutgläubiger Erwerb (§ 26 eWpG)
 - Eigentumsvermutung für den Inhaber (§ 27 eWpG)
 - Regelungen zu Einwendungen (§ 28 eWpG)
- Die nach dem eWpG emittierten Schuldverschreibungen sind vom Begriff der Schuldverschreibung anderer Gesetze umfasst
- Nach Wahlrecht des Emittenten bleibt auch die Begebung von Urkunden weiter möglich

Anwendungsbereich des eWpG

- Gegenwärtig ist das eWpG beschränkt auf **Inhaberschuldverschreibungen** ^{*)}
- Der RefE des Zukunftsfinanzierungsgesetzes sieht die Möglichkeit vor, auch Aktien elektronisch zu emittieren

Arten von Wertpapieren nach dem eWpG

- **Zentralregisterwertpapiere** (§ 4 Abs. 2 eWpG) bei Eintragung in zentrales Register
- **Kryptowertpapiere** (§ 4 Abs. 3 eWpG) bei Eintragung in ein Kryptowertpapierregister

^{*)} § 95 KAGB ermöglicht daneben die Begebung von elektronischen Investmentanteilsscheinen in der Rechtsform des Sondervermögens; § 95 Abs. 3 KAGB verweist auf eWpG, allerdings nur auf Zentralregister. Für Kryptofondanteile vgl. Entwurf KryptoFAV.



Beteiligte bei „klassischem“ Wertpapier



Beteiligte bei elektronischem Wertpapier



- Nach dem eWpG ist die Einschaltung von Zentralverwahrern und Depotbanken weiterhin möglich – insbesondere die Eintragung eines Zentralverwahrers oder eines Verwahrers als Inhaber gemäß § 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG (im Falle der Sammelverwahrung)
- Zugleich ermöglicht das eWpG auch eine Einzeleintragung des Investors. Perspektivisch wird so – auch für Emittenten – eine größere Transparenz ermöglicht; zugleich stellen sich hier aber in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht Herausforderungen im Hinblick auf die (noch) bestehende Marktinfrastruktur



Zentrale Rolle des Registers im eWpG

- Der registerführenden Stelle obliegt die Sicherstellung von Vertraulichkeit, Integrität und Authentizität der Daten, siehe § 7 Abs. 1 eWpG
- Die registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass das elektronische Wertpapierregister jederzeit die bestehende Rechtslage zutreffend wiedergibt und Eintragungen sowie Umtragungen vollständig und ordnungsgemäß erfolgen (andernfalls droht ggf. eine Schadenersatzpflicht gegenüber dem Berechtigten gemäß § 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG)

Führung des Registers

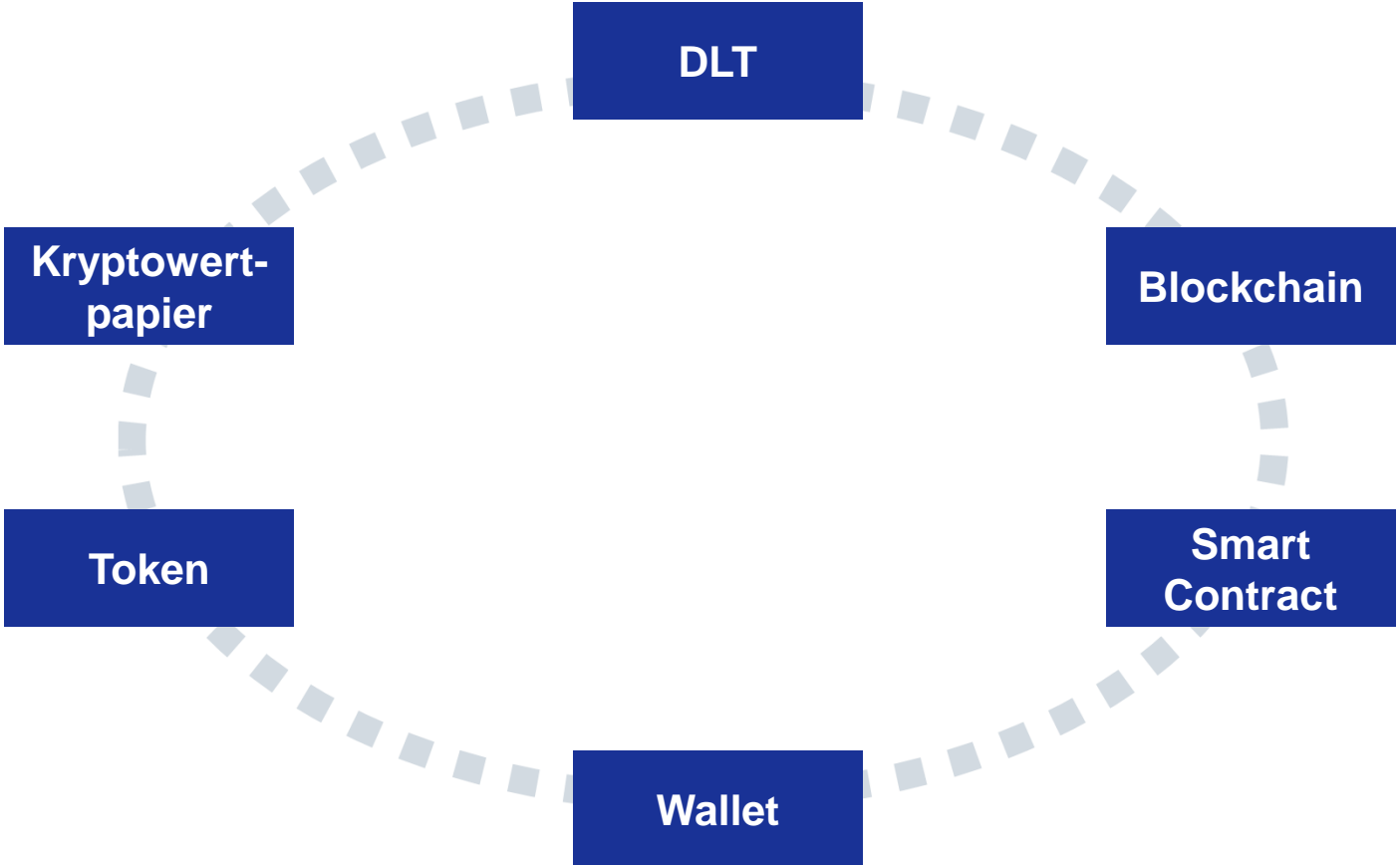
- Zentrale Register: Wertpapiersammelbanken/Zentralverwahrer (z.B. Clearstream) oder vom Emittenten ermächtigter Verwahrer
- Kryptowertpapierregister: Registerführende Stelle ist, wer vom Emittenten gegenüber dem Inhaber als solche benannt wird; unterbleibt eine solche Benennung, gilt der Emittent als registerführende Stelle

Detaillierung der Anforderungen in Verordnung

- Die Verordnung über Anforderungen an elektronische Wertpapierregister ist am 29. Oktober 2022 in Kraft getreten
- Aufbau der Verordnung:
 - erster Teil trifft Regelungen für alle elektronischen Wertpapierregister (d.h. zentrale Register und Kryptowertpapierregister)
 - zweiter Teil behandelt allein Kryptowertpapierregister
- Verordnung enthält Regelungen unter anderem
 - zur Errichtung und Führung des Registers,
 - zu Festlegungs- und Dokumentationspflichten und
 - zu Angaben in den Registern und Anforderungen an die Teilnahme und Einsichtnahme in die Register

Technologieoffenheit

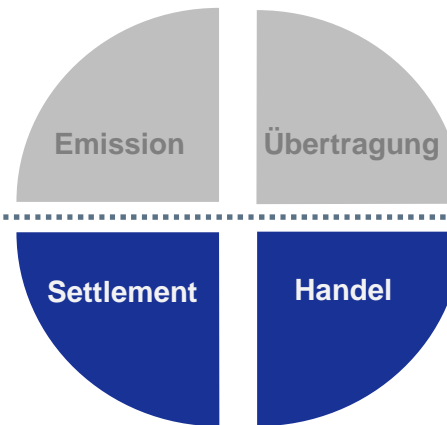
- Das eWpG ist grundsätzlich in vieler Hinsicht offen bzgl. verschiedener Technologien





1

Emission und Übertragung elektronischer Wertpapiere (nach deutschem Recht)



2

Elektronische Wertpapiere in der europäischen Marktinfrastruktur (insbesondere Handel und Settlement/Abwicklung)



Die Regelungen zur Marktinfrastruktur (insbesondere Handel, Listing und Abwicklung) sind noch nicht auf elektronische Wertpapiere nach den verschiedenen Rechtsordnungen abgestimmt. Insbesondere regelt Artikel 3 Abs. 2 der Verordnung 909/2014 (CSDR):

*„Wird ein Geschäft mit übertragbaren Wertpapieren an einem Handelsplatz (im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 24 der Richtlinie 2014/65/EU) ausgeführt, sind die entsprechenden Wertpapiere am oder vor dem vorgesehenen Abwicklungstag im **Effektengiro bei einem Zentralverwahrer einzubuchen**, falls eine derartige Einbuchung nicht bereits erfolgt ist.“*

Auch wenn nach dem eWpG (oder nach entsprechenden Regelungen in anderen Staaten) **die Emission** elektronischer Wertpapiere **möglich ist**, steht Art. 3 Abs. 2 CSDR einem Handel in der bestehenden Marktinfrastruktur entgegen, **sofern eine entsprechende Einbuchung im Effektengiro bei einem Zentralverwahrer nicht erfolgt**

Möglichkeit der Einbeziehung elektronischer Wertpapiere in die Marktinfrastruktur:

Zentralregister-Wertpapiere

§ 12 Absatz 3 eWpG ermöglicht die Handelsplatzfähigkeit von Zentralregisterwertpapieren, die in ein durch **eine Wertpapiersammelbank geführtes Register** eingetragen werden und als deren **Inhaber** eine **Wertpapiersammelbank** eingetragen wird

Kryptowertpapiere

Bislang können Kryptowertpapiere noch nicht in vergleichbarer Form in die Marktinfrastruktur einbezogen werden. Um die Marktinfrastruktur für Kryptowertpapiere zu verbessern, prüfte die EU-Kommission eine Reihe politischer Optionen:

1. Nichtlegislative Maßnahmen zur Bereitstellung von Leitlinien zur Anwendbarkeit des EU-Rahmens für Finanzdienstleistungen auf als Finanzinstrumente geltende Kryptowertpapiere und Distributed Ledger-Technologien (DLT)
2. Gezielte Änderungen am EU-Rahmen für Finanzdienstleistungen
3. Pilotregelung – Schaffung von DLT-Marktinfrastrukturen; bspw. Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022 über eine Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen



- Das DLT Pilot Regime basiert grundsätzlich auf den bestehenden gesetzlichen Regelungen.
- Es sieht aber für Teilnehmer am DLT Pilot Regime spezielle Anforderungen vor, insbesondere:
 - Artikel 4: Anforderungen und Ausnahmen im Zusammenhang mit multilateralen DLT-Handelssystemen (DLT-MTF)
 - Artikel 5: Anforderungen und Ausnahmen im Zusammenhang mit DLT-Abwicklungssystemen (DLT-SS)
 - Artikel 6: Anforderungen und Ausnahmen im Zusammenhang mit DLT-Handels- und –Abwicklungssystemen (DLT-TSS)
 - Artikel 7: zusätzliche Anforderungen für DLT-Marktinfrastrukturen
- Gleichzeitig ermöglicht das DLT Pilot Regime den zuständigen Behörden, Teilnehmern eine Reihe von Ausnahmen von bestehenden Regelungen zu gestatten

Terminologie:

- **DLT-Finanzinstrument:** Finanzinstrument, das mittels Distributed-Ledger-Technologie emittiert, verbucht, übertragen und gespeichert wird
- **„DLT-Marktinfrastuktur“:**
 - ein „multilaterales DLT-Handelssystem“
 - ein „DLT-Abwicklungssystem“ oder
 - ein „DLT-Handels- und Abwicklungssystem“
- **Multilaterales DLT-Handelssystem** oder **DLT-MTF:** Multilaterales Handelssystem, das nur DLT-Finanzinstrumente zum Handel zulässt
- **DLT-Abwicklungssystem** oder **DLT-SS:** Abwicklungssystem, mit dem Transaktionen mit DLT-Finanzinstrumenten gegen Zahlung oder Lieferung abgewickelt werden, unabhängig davon, ob dieses Abwicklungssystem gemäß der Richtlinie 98/26/EG benannt und gemeldet wurde, und das die erstmalige Erfassung von DLT-Finanzinstrumenten oder die Erbringung von Verwahrungsdienstleistungen in Bezug auf DLT-Finanzinstrumente ermöglicht
- **DLT-Handels- und Abwicklungssystem** oder **DLT-TSS:** DLT-MTF oder DLT-SS, das die von einem DLT-MTF und einem DLT-SS erbrachten Dienstleistungen kombiniert



Das DLT Pilot Regime setzt auf den bestehenden Regelungen auf und ermöglicht – temporär und in bestimmten Grenzen – regulatorische Ausnahmen, um Pilotprojekte für die Nutzung von Distributed Ledger Technologie zu fördern („Sandboxing“)

Daher (zumindest zunächst) zeitlich beschränkte Geltung

- **In Artikel 14 ist vorgesehen, dass die ESMA der Kommission spätestens am 24. März 2026 einen ausführlichen Bericht über die Pilotregelung vorlegen wird**
- Auf der Grundlage der Bewertung der ESMA wird die Kommission einen Bericht erstellen, der eine Kosten-Nutzen-Analyse enthält, und eine Empfehlung vorsieht, u.a.
 - ob die Pilotregelung erneut um bis zu drei Jahre fortgelten soll,
 - ob sie auf neue Kategorien von Finanzinstrumenten ausgedehnt werden sollte oder ob Änderungen der EU-Rechtsvorschriften in Betracht gezogen werden sollten, um einen dauerhaften Einsatz von DLT zu ermöglichen, oder
 - ob die Pilotregelung beendet werden sollte (**in diesem Fall würden alle nach der Pilotregelung erteilten Erlaubnisse wegfallen**)

Zudem quantitative Grenzen

- Aktien: **Marktkapitalisierung bzw. voraussichtliche Marktkapitalisierung des Emittenten muss unter 500 Mio. EUR liegen**
- **Anleihen und bestimmte andere Fremdkapitalinstrumente: Emissionsvolumen muss unter 1 Mrd. EUR liegen** (gilt nicht, wenn Marktkapitalisierung des Emittenten zum Emissionszeitpunkt 200 Mio. Euro nicht überschreitet)
- Daneben gelten Obergrenzen für den Gesamtmarktwert der durch DLT-Finanzinstrumente

Angesichts der zeitlichen Befristung und der quantitativen Begrenzungen erscheint das DLT Pilot Regime für eine Nutzung zu Refinanzierungszwecken bislang noch nicht attraktiv



Zusammenfassend lässt sich feststellen:

- ▶ Die Entwicklung der elektronischen Wertpapiere hat deutlich an Fahrt aufgenommen
- ▶ Perspektivisch können elektronische Wertpapiere in vielen Bereichen Verbesserungen ermöglichen, wenn die entsprechende Marktinfrastruktur aufgebaut wurde

Vereinfachung bzw. Beschleunigung der Begebung und des Settlements

z.B. keine Ausfertigung und Unterzeichnung einer physischen Globalurkunde

Transparenz bzgl. der Investoren

Abhängig auch davon, in welchem Umfang auch bei Nutzung von Registern weiterhin Zentralverwahrer/ Depotbanken eingeschaltet werden

Smart Contracts

Senkung von Transaktionskosten

Direkterer Marktzugang für Anleger und Investoren

- ▶ Auch wenn einem Einsatz zur Refinanzierung auf breiter Ebene noch an verschiedenen Stellen Hindernisse entgegenstehen, sollte die Entwicklung aufmerksam beobachtet werden