

# Kapitalmärkte im Wandel

Die fortschreitende Digitalisierung und die verstärkte Ausrichtung der Kapitalmärkte auf Nachhaltigkeit haben einen tiefgreifenden Einfluss auf die Ausgestaltung von Wertpapieren. Text: Timo Bernau und Martin Freytag

— **Nachhaltigkeit und Digitalisierung** spielen in der heutigen Finanzbranche eine immer größere Rolle. So hat der europäische Gesetzgeber mit der Offenlegungsverordnung (EU-Verordnung 2019/2088) bereits 2019 einen Rechtsrahmen für nachhaltige Investmentfonds geschaffen. Die Digitalisierung des Finanzsektors wurde dagegen bis vor kurzem vor allem durch Initiativen der Marktteilnehmer vorangetrieben. Mit dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) hat der deutsche Gesetzgeber im Juni 2021 die digitale Transformation des deutschen Kapitalmarktes eingeleitet.

**»Durch den Einsatz von digitalen Instrumenten können Kosten eingespart werden.«**

Als Alternative zu urkundlich verbrieften Wertpapieren eröffnet das eWpG zwei neue Emissionsformen: die Möglichkeit zur Begebung von Zentralregisterwertpapieren durch Eintragung in einem zentralen elektronischen Wertpapierregister sowie die Option zur Emission von Kryptowertpapieren durch Eintragung in einem dezentralen Kryptowertpapierregister basierend auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem, wie etwa einem DLT-basierten System.

Die physische Wertpapierurkunde wird in beiden Fällen durch die Eintragung in einem elektronischen Wertpapierregister ersetzt. Im Vergleich zu herkömmlichen Wertpapieremissionen wird dadurch eine erheblich beschleunigte Prozessabwicklung ermöglicht. Ein weiterer bedeutender Vorzug liegt langfristig betrachtet in der Kostenersparnis, die durch den Einsatz digitaler Instrumente realisiert werden kann. Die Notwendigkeit klassischer Intermediäre, wie Zentralverwahrer oder Depot- und Handelsbanken, wird deutlich minimiert. Dies trägt nicht nur zur Kosteneffizienz bei, sondern erhöht auch die Transparenz im Emissionsprozess und darüber hinaus.

Die wegweisende Regelung des eWpG erhielt eine bedeutende Ergänzung durch die EU-Verordnung 2022/858 (sog. DLT-Pilot-Regime). Seit März 2023 stellt dieses Regime erstmals einen rechtlichen Rahmen bereit, der im Vergleich zu vollregulierten Handelsplätzen erleichterte Bedingungen für Marktinfrastrukturen bietet, die auf der Distributed Ledger Technology (DLT) beziehungsweise der Blockchain-Technologie basieren. Die Schaffung einer „Regulatory Sandbox“ durch das DLT-Pilot-Regime ist dabei besonders bemerkenswert, da solche Ansätze im deutschen Recht bislang unbekannt waren.

Diese Sandbox erlaubt es Anbietern, unter erleichterten Anforderungen einen Zweitmarkt für den Handel mit elektronischen Wertpapieren wie Kryptoanleihen und Kryptoaktien zu etablieren, ohne dass im Handel zwingend weitere regulierte Intermediäre notwendig sind, mithin die Parteien direkt miteinander handeln können. Bislang ist allerdings in der Praxis noch eine gewisse Zurückhaltung zu beobachten, was die Nutzung dieser neuen Möglichkeiten betrifft. Dennoch zeichnet sich ab, dass das Regime einen wichtigen Beitrag zur Schaffung eines innovativen Finanzumfelds leistet.

## Öffnung für elektronische Aktien

Bei seiner Einführung beschränkte sich das eWpG auf Inhaberschuldverschreibungen, darunter klassische Anleihen, Wandel- und Optionsschuldverschreibungen sowie Genussscheine. Seitdem hat das eWpG eine bemerkenswerte Entwicklung durchlaufen. Im Juni 2022 wurde der Anwendungsbereich durch die Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) erweitert, um auch Beteiligungen an investmentrechtlichen Sondervermögen rein digital abbilden zu können. Die neueste Erweiterung im Dezember 2023 bringt eine weitere wegweisende Veränderung mit sich: die Möglichkeit zur Ausgabe elektronischer Aktien als Alternative zu herkömmlichen, urkund-

### Autoren

Dr. Timo Bernau  
ist Partner bei  
GSK Stockmann  
in München.  
timo.bernaul@  
gsk.de



GSK Stockmann

Dr. Martin Freytag  
ist Associate bei  
GSK Stockmann  
in München.  
martin.freytag@  
gsk.de



GSK Stockmann

**Innovative Finanzinstrumente bilden den Grundstein für einen nachhaltigen, effizienten und transparenten europäischen Kapitalmarkt.**

lich verbrieften Aktien. Diese Änderung dürfte zu einem deutlichen Anstieg des Emissionsvolumens elektronischer Wertpapiere führen, da Aktien in Deutschland sowohl für Investoren als auch für Unternehmen eine zentrale Rolle einnehmen.

Die Ausgabe elektronischer Aktien wird durch Änderungen im Aktiengesetz sowie im eWpG ermöglicht. Vorgesehen sind Zentralregisteraktien für Inhaberaktien sowie Kryptoaktien für Namens- und Inhaberaktien. Die Schaffung von Zentralregisteraktien ermöglicht es, elektronische Aktien in Sammeleintragungen im Effektingiro eines Zentralverwahrers einzubuchen, was wiederum die Handelbarkeit an Börsen erleichtert und einen effizienteren Handel ermöglicht. Allerdings bestehen im Fall von Kryptoaktien noch rechtliche und technische Hemmnisse. Das DLT-Pilotregime hat den Handel von Kryptoaktien an regulierten Zweitmärkten zwar vorübergehend ermöglicht, es bleibt aber abzuwarten, wie sich rechtliche und technologische Entwicklungen in diesem Bereich gestalten werden.

## Rechtsrahmen für grüne Anleihen

Daneben strebt der EU-Gesetzgeber eine nachhaltigere Ausrichtung des europäischen Kapitalmarktes an. Mit dem Erlass der EU-Verordnung 2023/2631 über europäische grüne Anleihen (EU Green Bond Standard – EUGBS) im Oktober

2023 hat er erstmals einen einheitlichen Rechtsrahmen für „europäische grüne Anleihen“ beziehungsweise „European Green Bonds“ geschaffen, dem sich Emittenten auf freiwilliger Basis unterwerfen können. Darüber hinaus sieht der EUGBS für bestimmte Ausgestaltungsformen von Verbriefungen erstmals auch einen eigenen Rechtsrahmen für sog. grüne Verbriefungsanleihen vor. Der EUGBS gilt ab dem 21. Dezember 2024 und erweitert den Baukasten für grüne Finanzprodukte neben Investmentfonds nun auch um grüne Anleihen.

Mit der kontinuierlichen Schaffung rechtlicher Rahmenbedingungen für innovative Finanzinstrumente wie grüne Anleihen und elektronische Aktien legt der Gesetzgeber den Grundstein für den Wandel des europäischen Kapitalmarktes hin zu einem nachhaltigen, effizienten und transparenten Finanzstandort. Jüngste Transaktionen wie die Emission einer Kryptoanleihe durch Siemens, die digitale Begebung eines Schuldscheins durch die Helaba und VC Trade, die Ausgabe elektronischer Namensaktien durch die Plattform Nyala Digital Asset sowie die Emission grüner Anleihen durch RWE und VW stehen exemplarisch für die große Bandbreite, das enorme Potential und die zunehmende Wahrnehmung innovativer Finanzinstrumente durch den Markt. Der Wandel des Kapitalmarktes hat längst begonnen und bietet Chancen sowohl für klassische Marktteilnehmer als auch für neue Geschäftsmodelle. «

## Übersicht

Die Kapitalmärkte werden zunehmend für die Themen Digitalisierung und Nachhaltigkeit gerüstet. Diese Guidelines sind in den vergangenen Jahren auf den Weg gebracht worden:

- 2019: Offenlegungsverordnung
- 2021: Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG)
- 2022: Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV)
- 2023: DLT-Pilot-Regime
- 2023: EU Green Bond Standard (EUGBS)