

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

77. Jahrgang · 1. November 2024

**21-2024**

Digitaler  
Sonderdruck

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019



# DIE LANDESBANKEN – EINE BILANZ

Digitale Anleihen: (Wertpapier-)Handel  
ist Wandel

Thorben Lütghe

Thorben Lütthge

## Digitale Anleihen: (Wertpapier-) Handel ist Wandel

Normalerweise sorgen Emissionen eines DAX-Konzerns im niedrigen bis mittleren dreistelligen Millionenbereich kaum für Aufsehen. Daher dürfte die Anfang September 2024 erfolgte und 300 Millionen Euro schwere Emission einer Inhaberschuldverschreibung (IHS) durch Siemens auf viele unspektakulär gewirkt haben – zu Unrecht. Tatsächlich war die Emission aus drei Gründen bemerkenswert:

- Es handelt sich um eine digitale Anleihe, ein Kryptowertpapier nach dem eWpG, und die bisher größte Emission dieser Art.
- Zwischen Pricing- und Settlement-Call vergingen gerade einmal zweieinhalb Stunden.
- Die Emission wurde mit Zentralbankgeld mittels Trigger-Lösung der Deutschen Bundesbank im Rahmen der ECB-Trials abgewickelt.

Auch international tut sich vieles: Die Republik Slowenien emittierte eine 30-Millionen-Euro-Anleihe – die erste digitale Anleihe eines Staats der Europäischen Union. Diese Anleihe wurde ebenfalls im Rahmen der ECB-Trials über die tokenisierte Zentralbankgeldlösung DL3S der Banque de France abgewickelt.

### Blockchain – mehr als nur ein Buzzword

Diese und viele weitere digitale Emissionen zeigen, dass man die Proof-of-Concept-Phase gerade hinter sich lässt. Digitale Emissionen sind keine Experimente mehr, sondern etablieren sich schrittweise am Kapitalmarkt. Emittenten setzen zunehmend auf den digitalen Weg. Nicht nur, um Erfahrungen zu sammeln oder die Machbarkeit zu beweisen. Immer häufiger ersetzen sie traditionelle Verfahren. Die jüngsten Transaktionen

relevanter Einsatzbereich ist die Dokumentation und Übertragung von Eigentumsrechten sowie die Abwicklung der damit verbundenen Rechte und Pflichten. Damit ist die Technologie prädestiniert für die Emission und das Settlement von Anleihen. Blockchain-basierte Schuldinstrumente ermöglichen perspektivisch erhebliche Effizienzsteigerungen bei der Automatisierung von Emissionen, Post-Trade- und Asset-Servicing-Prozessen. Diese umfassen operative Effizienzsteigerungen wie die Straffung von Emissionsabläufen, die Erstellung von Kennungen, die Verkürzung des Abwicklungszyklus und die Automatisierung von Zahlungen.

Das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG), das im Juni 2021 in Kraft trat, schuf den rechtlichen Rahmen für die Emission digitaler Wertpapiere. Emittenten haben nach dem eWpG die Wahl, ob sie Wertpapiere mittels Urkunde oder auf elektronischem Wege begeben. Dies gilt speziell für Inhaberschuldverschreibungen. An die Stelle der bisherigen physischen Globalurkunde tritt ein Eintrag der Emission in eine Datenbank oder ein Register. Das eWpG sieht zwei Arten von elektronischen Wertpapierregistern vor: zentrale Wertpapierregister und dezentrale, typischerweise auf Blockchain-Basis geführte Kryptowertpapierregister.

### „Die Siemens-Emission ist nur die Spitze des Eisbergs.“

Doch die Siemens-Emission ist nur die Spitze des Eisbergs. Bereits Anfang August 2024 emittierte die Berlin Hyp, unterstützt von der Deka Bank, den ersten digitalen Inhaberpfandbrief in Deutschland über 100 Millionen Euro. Ende August folgte dann die Natixis Pfandbriefbank mit dem ersten digitalen Namenspfandbrief in gleicher Höhe, ebenfalls unterstützt von der Deka Bank, die in beiden Fällen unter anderem als Registerführerin fungierte.

im Rahmen der ECB-Trials zeigen eindrucksvoll, dass automatisierte Blockchain-Zahlungen bei großen Transaktionen einwandfrei funktionieren.

Die Blockchain-Technologie bildet die Grundlage für eine digitale Infrastruktur, die Transaktionen und ihre Vertragsbestandteile sicher, kostengünstig und automatisiert abwickelt. Das macht sie für viele Anwendungsfälle in der Finanzindustrie interessant. Ein besonders

### Namhafte Emittenten

Der Markt für Blockchain-basierte Schuldtitel wurde von mehreren namhaften Emittenten getestet, darunter die Weltbank, die Europäische Investitions-

bank (EIB), die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) und andere Unternehmens- und Finanzemittenten wie Siemens und die Deka Bank. Obwohl das Volumen digitaler Anleihen bislang nur einen Bruchteil der ausstehenden konventionellen Anleihen ausmacht, wächst die Anzahl der Transaktionen. Bislang dominierten Proof-of-Concepts, bei denen kleine Beträge ausgegeben und eine begrenzte Anzahl von Investoren einbezogen wurden. Dies ändert sich nun.

Im Allgemeinen wird erwartet, dass Blockchain-basierte Systeme Effizienzsteigerungen und Kosteneinsparungen ermöglichen und die Fungibilität einiger

Darüber hinaus greift die isolierte Digitalisierung des Produkts zu kurz. Echte Mehrwerte entstehen erst durch einen ganzheitlichen Ansatz, der die Themen Infrastruktur und Prozesse mitdenkt. Durch Digitalisierung muss ein konkreter (Kunden-)Nutzen entstehen. Neu ist nicht automatisch nutzenstiftend. Dies können neue Produkteigenschaften, neue Kundengruppen oder geringere Produktionskosten sein. Es geht nicht darum, Produkte und Prozesse, die sich bewährt haben, von Grund auf neu zu erfinden. Es geht um den gezielten Einsatz der Blockchain-Technologie an der richtigen Stelle, um die etablierten Produkte und Prozesse effizienter und damit mehrwertiger zu ma-

## „Neu ist nicht automatisch nutzenstiftend.“

Assets erhöhen. In Kombination mit digitalen beziehungsweise programmierten Cash-Lösungen können digitale Anleihen zudem Abwicklungsrisiken reduzieren. Hier ist die Rede von „Delivery versus Payment“ oder „Atomic Settlement“, also dem gleichzeitigen Austausch von digitalen Anleihen und digitalem Bargeld wie einer Central Bank Digital Currency (CBDC) oder tokenisierten beziehungsweise digitalen Cash-Lösungen auf demselben Blockchain-Netzwerk.

### Alles heiße Luft?

Dass die Blockchain-Technologie theoretisch diverse Vorteile gegenüber der bestehenden, heterogenen und fragmentierten Systemlandschaft der Finanzindustrie bietet, ist unbestreitbar. Allerdings haben die meisten digitalen Anleiheemissionen der jüngeren Vergangenheit sogar an Komplexität zugenommen und involvieren zunächst einige weitere Akteure. Auch kann aktuell von einer Reduktion der Heterogenität noch keine Rede sein. Dies ist aber zu Beginn von Innovationsprozessen häufig nicht der Fall – bis eine echte Standardbildung einsetzt.

chen. Erfolgreiche Innovationen zeichnen sich häufig durch kleinere aber kontinuierliche Innovationsschritte aus.

Dass die Blockchain-Technologie schon heute imstande ist, bestimmte Versprechungen einzulösen und im Zusammenwirken mit konsequenter Prozessdigitalisierung konkrete Prozessvereinfachungen und -automatisierungen zu leisten, hat die Deka Bank selbst bewiesen. Seit dem vergangenen Jahr können Sparkassen den digitalen institutionellen Sparkassenbrief der Deka Bank nutzen. Um der Dynamik auf dem Refinanzierungsmarkt gerecht zu werden, hat sie die gesamte Prozesskette – von der Geschäftsanbahnung über die Emission bis hin zur Abwicklung und dem Settlement – in einem digitalen, Blockchain-basierten Workflow abgebildet. Konkret bedeutet dies, dass Sparkassen ihre Emissions- und Zeichnungsinteressen auf einem zentralen Marktplatz in Deka Easy Access (DEA) veröffentlichen können, der für alle teilnehmenden Institute zugänglich ist. Dies ermöglicht einen effizienten Ausgleich von Angebot und Nachfrage.

Der Emissions- und Abwicklungsprozess erfolgt über DEA und die Blockchain-



Thorben Lühge



Leiter Kapitalmarktgeschäft, DekaBank  
Deutsche Girozentrale, Frankfurt am Main

Wer konventionelle Maßstäbe anlegt, könnte die digitale 300-Millionen-Euro-Emission von Siemens Anfang September 2024 übersehen. Doch der vermeintlich kleine Deal könnte sich als einer der wichtigsten des Jahres herausstellen. Der Markt für digitale Anleiheemissionen erwächst zunehmend den Kinderschuhen. Thorben Lühge, Leiter des Geschäftsfeldes Kapitalmarkt bei der DekaBank, beleuchtete den Status quo, die Gründe für die Zunahme digitaler Emissionen und die Herausforderungen für die weitere Adaption. Denn trotz vieler potenzieller und in Teilen bereits realisierter Vorteile bestehen noch erhebliche Herausforderungen rechtlicher, regulatorischer und operativer Natur. Dabei machen auch heterogene nationale Vorschriften, die unterschiedlich weit bei der Regulierung digitaler Anleihen sind, durchaus grenzüberschreitende Geschäfte komplex. (Red.)

basierte Transaktionsplattform SWIAT. Damit ist DEA als etablierte Kundenschnittstelle das erste System im Sparkassensektor, das die Technologie nahtlos integriert und allen Kunden zur Verfügung stellt. Das Resultat: Der bis zu sieben Tage dauernde Emissions- und Abwicklungsprozess eines klassischen Sparkassenbriefs kann jetzt innerhalb weniger Minuten erfolgen. Mit dem digitalen Sparkassenbrief gelingt so die Nutzung der Blockchain-Technologie für ein wichtiges, traditionelles Refinanzierungsinstrument. Gleichzeitig wird die Prozesseffi-

zienz gesteigert und ein Mehrwert für Sparkassen geschaffen.

## Herausforderungen und Perspektiven

Trotz vieler potenzieller und in Teilen bereits realisierter Vorteile bestehen noch erhebliche Herausforderungen rechtlicher, regulatorischer und operativer Natur. Initiativen wie die „DLT Bonds“-Arbeitsgruppe der International Capital Markets Association (ICMA) arbeiten daran, diese Hürden zu überwinden.

Heterogene nationale Vorschriften, die unterschiedlich weit bei der Regulierung digitaler Anleihen sind, machen grenzüberschreitende Geschäfte komplex. Das anzuwendende Recht kann die Form und Natur des Schuldtitels sowie die Verantwortlichkeiten der wichtigsten Intermediäre im Lebenszyklus beeinflussen.

Auch die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagenen Klassifizierungsbedingungen für Kryptoassets (SCO60) könnten die weitere Etablierung digitaler Schuldtitel im Kapitalmarkt beeinflussen. Die Entwicklung auf öffentli-

chen und genehmigungsfreien Blockchains wird durch SCO60 nicht verboten, ist aber mit höheren Kapitalanforderungen und Risikogewichtungen verbunden. Dies werden Nutzer bei der Auswahl der zu verwendenden Blockchain, öffentlich oder privat, je nach Anwendung berücksichtigen müssen.

Darüber hinaus sind für friktionsfreie und skalierbare Prozesse Blockchain-kompatible Zahlungslösungen für die On-Chain-Zahlungsabwicklung notwendig. Die ECB-Trials sind hier ein erster Schritt. Ein weiterer Punkt, der für eine echte mittel- bis langfristige Etablierung adressiert werden muss, ist die Herstellung der EZB-Fähigkeit von Kryptowertpapieren. Die Entwicklung der Märkte für digitale Wertpapiere ist, wie könnte es in der Finanzindustrie anders sein, stark von Politik und Regulierung abhängig.

### Eine Entwicklung, die Zeit benötigt

Das traditionelle intermediäre Finanzsystem hat sich über Jahrhunderte entwickelt. Es wäre naiv, zu denken, dass die Blockchain-Technologie das bestehende System über Nacht revolutionie-

ren könnte. Das Finanzsystem hat sich stets als flexibel erwiesen und immer an neue Technologien angepasst. Diese Anpassungsprozesse sind jedoch zeitintensiv, insbesondere, wenn sie so tiefgreifend wie bei der Blockchain-Technologie sind. Schließlich handelt es sich bei der Finanzindustrie um hochregulierte und auf Stabilität fokussierte Systeme.

Einige werden sich fragen, warum die Kosten und Mühen in Kauf genommen werden sollten, wenn das bestehende System „gut genug“ funktioniert. Hier sei erwidert: Auch der Walkman funktionierte gut, bis der MP3-Player diesen ersetzte, der schließlich vom Smartphone verdrängt wurde.

Wenn der Nutzen langfristig erkennbar ist, setzt sich eine solche Entwicklung immer durch – auch wenn „das Alte“ bis dahin „gut genug“ war. Aber genau deshalb muss für eine erfolgreiche Innovation eines im Vordergrund stehen: der (Kunden-) Nutzen! Spätestens seit diesem Jahr und aufgrund der Transaktionen von Siemens, KfW, Berlin Hyp und Natixis Pfandbriefbank dürfte klar sein: Die perspektivischen Vorteile zeichnen sich deutlich ab – (Wertpapier-)Handel ist Wandel! 