

The image features a dark blue background with a blurred cityscape at night, showing lights from buildings and a reflection on water. A vertical yellow bar is on the left side. The text is overlaid on this background.

MAYER | BROWN

Banking & Finance

# 3. Debt Capital Markets Seminar

Neue Herausforderungen für die Praxis

Frankfurt am Main | 21. November 2019

# Willkommen | Welcome



**Anna T. Pinedo**  
Partner  
Corporate & Securities  
New York  
E apinedo@  
mayerbrown.com  
T +1 212 506 2275



**Dr. Patrick Scholl**  
Partner  
Leiter Banking & Finance  
Germany  
Frankfurt  
E pscholl@  
mayerbrown.com  
T +49 69 7941 1060



**Dr. Katja Kirchstein**  
Senior Advisor  
Deutscher Derivate  
Verband



**Dr. Berthold Kusserow, LL.M.**  
Senior Counsel  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E bkusserow@  
mayerbrown.com  
T +49 69 7941 2995



**James Taylor**  
Partner  
Banking & Finance  
London  
E jtaylor@  
mayerbrown.com  
T +44 20 3130 3136



**Alexei Döhl, LL.M.**  
Senior Associate  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E adoehl@  
mayerbrown.com  
T +49 69 7941 1105

# Agenda

---

Anna Pinedo, James Taylor, Dr. Patrick Scholl

IBOR Replacement - The transition to risk free rates in the Sterling, Dollar and Euro Markets

---

Anna Pinedo

Impact Investing and Green Bonds

---

Dr. Katja Kirchstein

Sustainable Finance – Regulatorische Entwicklung und die Auswirkung auf „nachhaltige“ (strukturierte Retail-) Produkte

---

Coffee break

---

Dr. Berthold Kusserow

Elektronische Schuldverschreibungen und Blockchain-Anleihen heute und morgen

---

Dr. Patrick Scholl, Dr. Berthold Kusserow

Die wichtigsten Änderungen in der CRR II / SRM II für MREL- Bankenrefinanzierung

---

Dr. Patrick Scholl, Alexei Döhl, James Taylor

EU Prospectus Regulation – The application of the new prospectus law by Competent Authorities in relation to debt prospectuses

---

Drinks & Fingerfood

---



Anna Pinedo, James Taylor, Patrick Scholl

# IBOR Replacement

The transition to risk free rates in the  
Sterling, Dollar and Euro Markets



# IBOR Replacement Overview

- I. A recap - the importance of - IBOR rates and why transition matters
- II. Transition initiatives:
  - The UK Response
  - The US Response
  - Eurozone Initiatives
- III. So challenges across the Board...

# IBOR Replacement

A recap - the importance of - IBOR rates and why transition matters

- ***“The Worlds most important number”?***
  - by the 1990s LIBOR baked into the financial system as the benchmark for virtually all floating rate financial products
  - calculated daily for five currencies (USD, EUR, GBP, JPY and CHF)
  - 13+ similar “-IBOR”-type rates exist for these and other currencies
  - \$300 trillion of notional contracts underpinned by LIBOR (deposits, OTC derivatives, securitisation, FRNs, retail loans, business loans)
- LIBOR scandal surfaced in 2008 resulting in U.S. and U.K regulators levying fines of circa \$9 billion on banks and exposed inherent risks of LIBOR methodology
  - daily poll of panel banks with stripping out of outlier quotes
  - few observable transactions underpinning LIBOR pricing meant panel banks required to exercise expert judgment in determining rates (potential conflict of interests)

# IBOR Replacement

A recap - the importance of - IBOR rates and why transition matters (Cont'd)

~ \$300 trillion of notional contracts

## Notional volumes by reference rates and indicative concentrations

Order of magnitude<sup>3</sup> - (USD TN)

		USD-LIBOR	GBP-LIBOR	EURO-LIBOR	JPY-LIBOR	CHF-LIBOR
<b>Notional volume</b>		175-185	30	< 2	30	5
<b>By asset class</b>						
<b>Syn. loans</b>	<i>Syn. loans</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
	<i>Corporate business loans</i>	Medium	Low	Low	Medium	Low
	<i>Other business loans</i>	Medium	Low	Low	Medium	Low
<b>Bus. loans</b>	<i>CRE/Commercial mortgages</i>	High	Low	Low	Medium	Low
	<i>Retail mortgages</i>	High	Low	Low	Medium	Low
	<i>Credit cards</i>	Medium	Low	Low	Medium	Low
<b>Retail loans</b>	<i>Auto loans</i>	Medium	Low	Low	Medium	Low
	<i>Consumer loans</i>	Medium	Low	Low	Medium	Low
	<i>Student loans</i>	Medium	Low	Low	Medium	Low
	<i>FRNs<sup>1</sup></i>	High	Medium	Low	Medium	Low
<b>Securitisation</b>	<i>RMBS</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
	<i>Other (CMBS / ABS / CLO)</i>	Medium	Low	Low	Medium	Low
<b>OTC Derivs</b>	<i>IR Swaps</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
	<i>FRAs</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
	<i>IR Options</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
	<i>X-currency swaps</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
<b>ETD<sup>2</sup></b>	<i>IR Options</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
	<i>IR Futures</i>	High	Medium	Low	Medium	Low
<b>Deposits</b>	<i>Deposits</i>	Low	Low	Low	Low	Low
<b>Prevalent term</b>		1M / 3M	1M / 3M / 6M	3M / 6M	3M / 6M	3M / 6M
<b>% roll off after 5Y</b>		70%	60%	N/A	N/A	N/A

Key: High >\$1 TN Medium >\$100BN<x<\$1 TN Low <\$100 BN

1. Floating rate notes 2. Exchange traded derivatives 3. Updated from 2013 survey with 2016/2017 data where available (for selected figures)

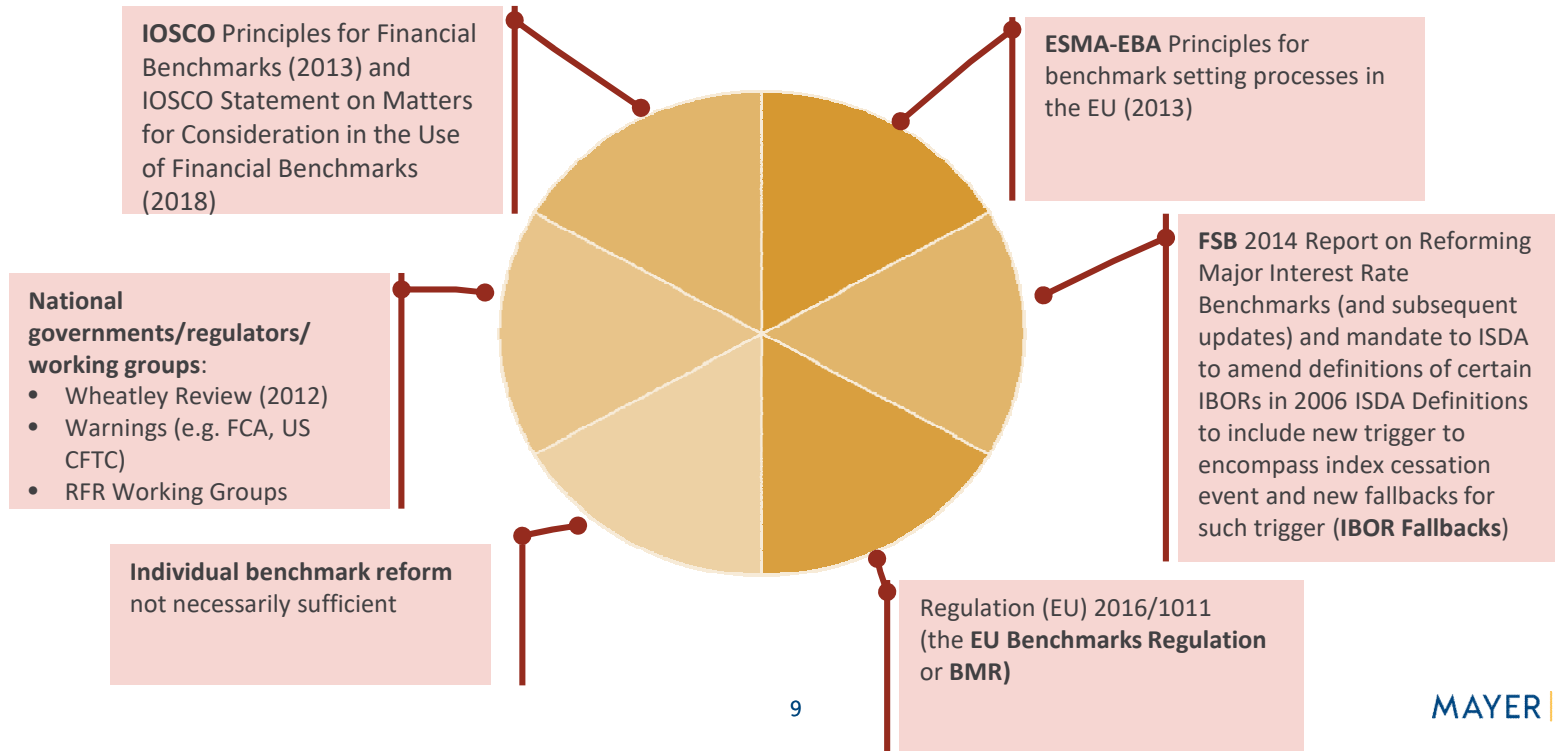
# IBOR Replacement

## A recap - the importance of - IBOR rates and why transition matters (Cont'd)

- As bank capital regimes changed post 2008 crisis, bank-to-bank lending greatly diminished
  - LIBOR became the rate at which Banks did not lend to each other
- Bank regulators have become extraordinarily fearful that LIBOR market will collapse and lead to a global economic crisis and began developing transition plans for markets
  - 2013 IOSCO framework principles for underlying benchmarks - benchmarks should be *“anchored by observable transactions entered into at arm’s length between buyers and sellers”*
  - 2014 EU passed Benchmarks Regulation that said critical benchmarks need to be based on actual transactions
  - 2017 U.K. Financial Conduct Authority announced that from 2021 it will stop encouraging banks to supply LIBOR quotations to ICE Benchmark Administration (ICE)



# LIBOR Transition to ARR – Regulatory Context



# LIBOR Transition – The UK Response

- April 2017, The Bank of England Working Group on Sterling Risk Free Reference Rates (“WGSRR”) recommended the SONIA Benchmark as its preferred RFR for GBP LIBOR
- SONIA is a measure of the rate at which interest is paid on sterling short-term wholesale funds
  - Based on rates paid on eligible overnight unsecured deposit transactions reported to the Bank of England’s Sterling Money Market daily data collection
  - Risk free rate (RFR) as opposed to a cost-of-funds-rate such as LIBOR (i.e. it does not contain a bank **credit risk element** or a **term liquidity premium**) so expectation is that it will be lower than LIBOR equivalent
  - Overnight rate (so can change daily) unlike LIBOR which is a “forward-looking rate” fixed for standard periods (such as three-month LIBOR)
- Early uptake of SONIA across derivative and certain cash product markets – made possible because SONIA is used in the well established market of sterling denominated overnight indexed swaps (OIS)

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- OIS is a derivative contract in which a fixed rate cash flow is exchanged for a floating rate cash flow indexed to an overnight interest rate
- Most OIS are transacted pursuant to ISDA Master Agreements using the 2006 ISDA definitions
  - The floating rate on an OIS is typically compounded daily using the formula

$$\left[ \prod_{i=1}^{d_o} \left( 1 + \frac{SONIA_{i-pLBD} \times n_i}{365} \right) - 1 \right] \times \frac{365}{d}$$

- EIB's £1bn FRN (June 2019) and Lloyds 3 year Sterling Covered Bonds were early adopters of this formula, but with a handful of their own conventions e.g.:
  - Use of a lag mechanism for certainty of cash flows: the interest observation period lags the SONIA rate reference period by [5] London banking days so the final interest payment is known [5] days before it is due to be paid

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- Margin: Inclusion of an uncompounded margin above SONIA benchmark
- Fallback provisions: Bank Rate plus the mean of the SONIA Bank Rate margin over the previous 5 publication days
- SONIA is already being used instead of LIBOR
  - *Debt capital markets*: close to £32bn new issues referencing SONIA (£25bn in 2019)
  - *Securitisation*: by Q2 2019, two-thirds of new public deals referenced SONIA (with Nationwide issuing the first distributed SONIA referencing UK RMBS in April 2019)
  - *Derivatives*: HY 2019, open interest in SONIA futures climbed to £129 billion and notional outstanding cleared SONIA swaps exceeds £10 trillion
  - *Syndicated loan market*:
    - Problematic transition as most diverse and historic market
    - no syndicated loans to date referencing SONIA
    - FT reported on 1 July NatWest completion of first SONIA loan for National Express

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- NatWest has a pilot scheme with borrowers
  - NatWest Markets developed a SONIA calculator and “SONIA Realised Rates” to calculator SONIA across major tenors
  - Few bilateral loans referencing SONIA (NatWest sponsoring transition (National Express loan and amendment of South West Waters loans)
- Credit spread adjustment problematic – who picks up the cost of any “value transfer” from LIBOR to a RFR (NatWest – “there must be no winners or losers”)
- Lenders vendor-provided risk management systems need upgrading (some 30 years old) to handle backward-looking rates (cash-flows) – some systems send out paper confirmations on each reset date (but for SONIA that would be every day as it is a daily-compounded rate)

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- Loan Market Association (LMA) has published:
  - wording to enable future amendments to interest rate provisions of syndicated loan agreements to be effected with lower consent thresholds
  - exposure drafts for loans in USD and GBP compounded SOFR / SONIA
  - exposure draft of reference rate selection agreement

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- Development of standardized fallback provisions across bond, covered bond, securitization and loan markets without need for WGSRRF intervention – including:
  - relevant trigger events (pre-cessation “representative” test, cessation of publication or administration, permanent discontinuation, prohibition or restriction of use and unlawfulness under Benchmark Regulation)
  - successor (recommended by a regulator) and alternative rate (customary market usage) definitions
  - spread adjustment provisions (recommended by a regulator or customary market usage and reduces / eliminates economic prejudice / benefit (“value transfer”) of change)
  - consent thresholds: positive (MTN) or negative consent (covered bond / securitizations)

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- Risk Factors Disclosure in Prospectuses:
  - Potential that, in a “zombie LIBOR” situation, the quoted zombie LIBOR rate may be more favorable to investors than the replacement rate chosen as per the note’s terms
  - Potential conflicts of interest
  - Potential that the calculation agent’s choice of a replacement rate, spread adjustment or other adjustment may result in a rate that will be less favorable than the rate that would have resulted from the “old” LIBOR fallbacks
  - Potential that calculation of a new rate across classes of an issuer’s securities (e.g. SONIA-linked notes) varies materially over time



# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- WGSRRF recognizes certain stakeholders may retain a preference for term ARRS – e.g. term SONIA reference rates (TSRRs)
- Forward-looking TSRRs have certain advantages:
  - certainty of cash flows for lenders/borrowers at the start of interest periods
  - provide for management of interest rate risk
- TSRRs would have some of the same disadvantages as LIBOR
  - Calculated by vendors based largely on quotes (not live transactions) and create risk of expert judgment determinations and associated conflicts of interest
  - “Representativeness” as rates will depend on liquidity in OIS/futures contracts and will need to retain credibility as ARRs with borrowers – requirement of EU Benchmark Regulation
  - Competition with overnight SONIA may result in a dry-up of liquidity in the overnight SONIA rates as derivative counterparties shift to aligned hedging arrangements with a TSRR

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- WGSRRF began consultation in July 2018 on TSRRs and announced 15 May 2019 that 4 vendors presented to WGSRRF versions of a TSRR:
  - FTSE Russell
  - ICE Benchmark (IBA)
  - Refinitiv
  - IHS Markit
- Each vendor methodology based on SONIA OIS quotes (with differences based on averaging methodologies, stripping of high and low quotes etc.)
- All 4 vendors tasked with launching their TSRRs as soon as possible
- Version of IBA's TSRR based on futures contracts (with one-month, three-month and six-month tenors) available since October 2018, but IBA developing hybrid methodology that includes OIS and futures quotes (expected Q1/Q2 2020)

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- Options for legacy financial contracts vary product to product:
  - Reliance on existing fallback provisions (fallback to fixed rate notes) with use of SONIA in new bonds “capping” the legal problem?
  - Counterparty negotiations?
  - Liability management (consent solicitations)?
  - FCA propose a “common industry code” for transition of tough legacy contracts
  - Legislation to change references from LIBOR to SONIA in all contracts (“Synthetic LIBOR”)
- Consent solicitations in the Sterling bond markets (some progress):
  - Associated British Ports (ABP): amended interest rate provisions of £65 million floating rate bonds from LIBOR to daily compounded SONIA: (i) adjusted margin to reflect interpolated difference between 3-month LIBOR and 3-month compounded daily SONIA and (ii) no consent fee paid

# LIBOR Transition – The UK Response (Cont'd)

- Lloyds 1 billion floating rate covered bonds: Noteholder meeting consented (99.84% eligible votes) to shift to daily compounded SONIA plus noteholders provided negative consent to change for Lloyds £300 million floating rate credit card securitization
- Santander UK £250 million Series 2017-1 securities and £300 million Series 2018-1 notes (LIBOR-linked mortgage bonds issued off its Holmes Master Trust securitisation programme): Noteholder meeting consented (98.33%) to move to SONIA
- All consent solicitations in the UK adopted the ABP methodology which reduces value transfer
- Circa 260 Sterling bonds linked to LIBOR left to go...!
- PRA/FCA serious about LIBOR transition – “Dear CEO” letters, Section 166 FSMA (skilled person) reviews of firms, restrictions to LIBOR collateral all under consideration

# LIBOR Transition – The US Response

- The Alternative Reference Rates Committee convened by the Federal Reserve Bank of New York
  - Private sector, bank dominated
  - No regulatory authority
  - Focused initially on derivative transactions
- In June 2017, it identified the “Secured Overnight Financing Rate” (SOFR) as its proposed alternative to LIBOR
  - This is the cost of overnight loans that use U.S. governmental obligations as collateral
  - The Fed started quoting SOFR on April 3, 2018
  - SOFR-priced notes have been issued
  - No SOFR-priced loans (yet)

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

- Some Elements of the ARRC Transition Timeline:
  - April 2019 – ARRC producing **indicative** SOFR-based term reference rate based on futures data to help promote market familiarity
  - Q1 2020 – CCPs to begin allowing a choice to clear new or modified swap contracts using SOFR for price alignment interest (PAI) and discounting (As of 10/30/18, SOFR PAI/discounting offered only for SOFR cleared swaps)
  - **EOY 2021** – create a forward-looking SOFR term rate

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

- Current conventions for SOFR-priced Notes
- Recap – all SONIA-linked FRN have compounded the SONIA rate daily in arrears for the relevant interest period with a 5 day lag period
- SOFR conventions still vary significantly
  - SOFR-linked FRN have tended to use simple averaging (though more recent deals have used daily compounding in arrears)
  - Lock-out predominant mechanism in SOFR market where interest fixed for last few (typically, 4) days of the interest period – and last 4 days of actual rates disregarded, BUT
  - Lag mechanism has also been used for some SOFR-linked Notes (with 5 day and 2 day lag periods, with the shorter period for issues where issuer and calculation agent are the same entity)
  - Other SOFR-linked Notes have paid interest 2 days after the end of the interest period (apart from the final interest payment which used a 2-day look back mechanism)
- ARRC has recently expressed a preference for a daily compounded SOFR

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

- Issues with SOFR for the loan market:
  - An historic rate, not a forward rate (like LIBOR)
  - An overnight rate, not a term rate (like LIBOR)
  - A risk-free rate, not a cost of funds rate (like LIBOR)
  - Does not track LIBOR – e.g., LIBOR rises during the periods of economic stress; SOFR falls
  - Volatility at month-, quarter- and year-end (e.g. recent spike on 16 and 17 September 2019)
- ARRC's response to these issues:
  - The committee expanded its membership to include participation in “cash markets”
  - Said it would develop a term SOFR rate – but it won't till 2021 (but a “demonstration rate” before then)
    - Will still be a risk-free rate
    - No calculation method yet announced



# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

- ARRC Consultations launched in late 2018 on more robust fallback language for syndicated loans, floating rate notes, securitizations and bilateral loans
- Final Recommendations published April 25, 2019 (for syndicated loans and FRNs) and May 31, 2019 (for bilateral loans and securitisations)
- Triggers:
  - Permanent Cessation Triggers (statement from administrator or regulator)
  - Pre-cessation Trigger (statement from regulator that rate “no longer representative”)
  - Loans only: Early opt-in Trigger (lender determines rate being used in existing facilities and elects to opt in)

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

ARRC Recommendations (Loans): Two potential approaches:

- “Hardwired Approach”
  - Benchmark Replacement Waterfall:
    - Step 1a: Term SOFR + Adjustment
    - Step 1b: Next Available Term SOFR + Adjustment
    - Step 2: Compounded SOFR + Adjustment
    - Step 3: Lender Selected Rate + Adjustment
  - Adjustment Waterfall
    - Step 1: ARRC Selected Adjustment
    - Step 2: ISDA Fallback Adjustment
    - Step 3: Lender Selected Adjustment
- “Amendment Approach” (broadly reflects current approach)
  - Both Benchmark Replacement and Adjustment subject to negotiated approach between lender/agent and borrower

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

- ARRC Recommendations (FRNs/Securitisation):
  - Only one approach based on “Hardwired Approach”

## Benchmark Replacement Waterfall:

**Step 1:** Term SOFR + Adjustment

**Step 2:** Compounded SOFR + Adjustment OR Simple Average SOFR + Adjustment

**Step 3:** Relevant Governmental Body Selected Rate + Adjustment

**Step 4:** ISDA Fallback Rate + Adjustment

**Step 5:** Issuer Selected Rate (FRNs) / Transaction Specific Fallout Rate (Securitisation)

Optional Retesting (Securitisation only)

## Adjustment Waterfall

**Step 1:** ARRC Selected Adjustment

**Step 2:** ISDA Fallback Adjustment

**Step 3:** Issuer (FRNs) or Designated Transaction Representative (Securitisation) Selected Adjustment

- By Q2 2019 the ARRC will identify a vendor that will publish spread adjustments

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

ARRC Recommendations - Implications for documentation:

- How to transition to a new rate
- Interest rate issues in a syndicated deal require approval of 100% of lenders and in bond issues 100% consent of Bondholders (with estimates of approximately \$690 billion of USD LIBOR linked bonds due to mature after 2021)
- Fed concerned that there will be chaos in 2021 as all loan documentation needs to be amended
- Regulators and the ARRC focus on fall back provisions
  - Historically, these provisions fall back to U.S. prime rate or a cost-of-funds rate
  - New fallbacks for new deals and (100%) amendments

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

- Current fallback (effective fall 2017)
  - If LIBOR not available, Borrower and Administrative Agent agree on replacement, subject to Required Lender veto in five Business Days (effective disenfranchisement of Lenders)
  - Widely accepted
- Other key implications:
- Value Transfer:
  - Unavoidable – except by pricing loans at (overnight) SOFR and eliminating a LIBOR book
  - Amendment approach could exacerbate the creation of winners and losers
    - If the fallback is triggered in a borrower-friendly market, spread adjustments may be lower than would otherwise be the case
    - If the fallback is triggered in a lender-friendly market, spread adjustments could be higher than would otherwise be the case, or
    - there might be no agreement, and thus the fallback rate would be U.S. prime minus 100
  - Hard-wired approach means that bank's profit on a loan will be determined by a third party

# LIBOR Transition – The US Response (Cont'd)

- Yield protection provisions and broken-funding
  - Broken funding premised on a market that buys and sells non-prepayable certificates of deposit
  - Yield protection (*i.e.*, increased costs) premised on the “cost-plus” pricing model (SOFR is not a cost of funds rate)
  - Neither of these premises will be true for a loan based on SOFR
- Basis risk
  - Increased risk of imperfect hedges because
    - Hedges might fall back to (something other than term) SOFR
    - Even if hedges fall back to term SOFR, term SOFR for ISDA purposes and term SOFR for loan purposes may be different
    - Trigger events may differ (e.g. no pre-cessation trigger in ISDA proposal)

# LIBOR Transition – Eurozone Initiatives

- EONIA

- EONIA a “critical benchmark” for Benchmark Regulation but not compliant
- ECB working group recommended transition from EONIA to €STER
- ECB has produced daily €STER since 2 October 2019
- ECB Consultation Paper published in May 2019 on EONIA to €STER Action Plan – recommends using €STER in new contracts after October and replacing or including robust fallbacks in legacy contracts maturing after December 2021
- ISDA published Supplement 59 on October 1, 2019 relating to the EUR-EuroSTR-COMPOUND trading convention and fallbacks
- L-Bank issued an €STER linked Floating Rate Note on October 8, 2019 based on the new ISDA standard
- ISDA protocol solution currently being developed
- ECB working group published on 12 November 2019 recommendations for €STER fallbacks

# LIBOR Transition – Eurozone Initiatives (Cont'd)

- Euribor
  - Cessation of 2-week, 2-month and 9 month tenors
  - In July 2019, ESMA confirmed that Euribor complies with Benchmark Regulation
  - ISDA consultation on Euribor fallbacks anticipated at end of October; in the meantime ISDA issued FAQs on 10 September 2019
  - ECB working group issued high level recommendations for fallbacks on transactions referencing Euribor on November 6, 2019
- EMMI, FTSE Russell, ICE and Refinitiv are looking to create term version of €STR
- ECB proposed term rates as a fallback option for EURIBOR-linked swaps (which would be a wider use than being envisaged by the UK FCA – that wishes to restrict them to legacy contracts)



# So challenges across the board ...

- Bond and Securitisation markets developing solutions for new issuance more quickly than loan markets given difference in size, stakeholder diversity and usage of IBORs
- Particular challenges for effecting amendments to floating rate notes and structured finance obligations where ISDA protocol solutions are unavailable and consent thresholds may be high
- Inconsistent approaches to fallbacks across financial contracts may create hedging mismatches:
  - Across products: ISDA stakeholders split as to pre-cessation benchmark replacement triggers, whilst bond markets have moved to their inclusion
  - Between markets: ARRC fall-back provisions for USD denominated securities, but do not include benchmark ceasing to comply with BMR
  - At the level of Issuer programmes: Multi-currency, but US lawyers tend to include ARRC fallback provisions for all currencies and this does NOT work)

# So challenges across the board ... (Cont'd)

- Litigation risk where perceived impact on return from old LIBOR rates and new RFRs and/or “frustration” claims
- Uncertain outcome if LIBOR continues to be published beyond 2021
- Risk factor disclosure for prospectuses needs to be clear and comprehensive:
  - Potential conflicts of interest
  - Potential that the calculation agent’s choice of a replacement rate, spread adjustment or other adjustment may result in a rate that will be less favorable than the rate that would have resulted from the “old” LIBOR fallbacks
  - Potential that, in a “zombie LIBOR” situation, the quoted zombie LIBOR rate may be more favorable to investors than the replacement rate chosen as per the note’s terms



Anna Pinedo

# Impact Investing and Green Bonds

# Impact Investing

- Investors have become more keenly focused on aligning their investments with their social and environmental goals
- Investors may include
  - Those who use impact as a part of their diligence and as an opportunity to improve company performance
  - Those who require both impact and financial returns
  - Those who only invest in companies that have a positive impact and may be willing to take a lower return in exchange for a strong alignment with objectives
- Require measurement and reporting
- Impact investors also often require different terms in connection with their equity investments
  - Redemption right for mission drift
  - Separate class of stock particularly for foundation investors
  - Protective provisions for mission
  - Request of use of new corporate forms

# Reporting Mechanisms

- “Sustainable” and ESG ratings agencies and ratings systems provide a mechanism to assess the environmental, social and governance impact of a particular company
- Standardized ESG ratings attempt to assess the level of a company’s success in achieving its intended environmental, social and governance impact
- A number of different ESG rating agencies exist
  - Some examples include: Vigeo, EIRIS, MSCI, Sustainalytics, Oekum
  - There is no universal standard rating system, and some ratings may be applied to a company irrespective of its organizational structure
  - None provide a viable means for verification of information or audits of the type performed by accounting firms for public companies other than the Sustainable Accounting Standards Board (SASB)

# Reporting Mechanisms (cont'd)

- Public Companies – Voluntary reports
  - Sustainability Reporting Guidelines contain recommended performance indicators and management disclosures that organizations may adopt voluntarily
  - Used as the basis for producing voluntary corporate social responsibility (CSR) or sustainability reports
  - GRI is not a rating agency; it doesn't monitor whether a particular company has correctly applied its guidelines, and doesn't provide certifications
- Private Companies
  - B Lab is a non-profit company that has established a certification process designed and used primarily by private companies to create "B Corporations"
  - Designed to measure the impact of a company on all of its stakeholders
  - The standards change depending on the size of the company and the sector in which the company operates

# Reporting Mechanisms (cont'd)

- Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)
  - Developed by Global Impact Investing Network (GIIN), a not-for-profit organization dedicated to increasing the effectiveness of impact investing
  - Provides a standard set of performance measures for describing environmental, social and governance performance, including a variety of performance objectives, as well as specialized metrics for a range of industry sectors
  - IRIS is not a rating agency and does not provide certifications
- Sustainable Accounting Standards Board (SASB)
  - The desire for integrated sustainability accounting standards led to the creation of the new SASB, a registered 501(c)(3) non-profit organization, accredited by ANSI
  - Creating industry-specific sustainability accounting standards to disclose ESG (environmental, social, and governmental) factors in standard filings for public companies, such as the Forms S-1, 10-K, 10-Q, and 20-F

# Green Bonds





# What are they?

- Green Bonds might be thought of as a form of socially responsible investing (SRI)—aligning investor interest in environmentally-sound projects with their desire to invest in fixed income securities
- There is no uniform definition of a “Green Bond” but it is generally thought of as a debt security the proceeds of which have been earmarked for use in special projects that advance environmentally friendly objectives
  - Investments in renewable energy, energy efficiency, climate-friendly projects
- From a legal perspective, a “Use of Proceeds” Green Bond is a traditional (usually) senior debt obligation of the issuer that pays a coupon but it is distinguished by the specificity of the use of proceeds



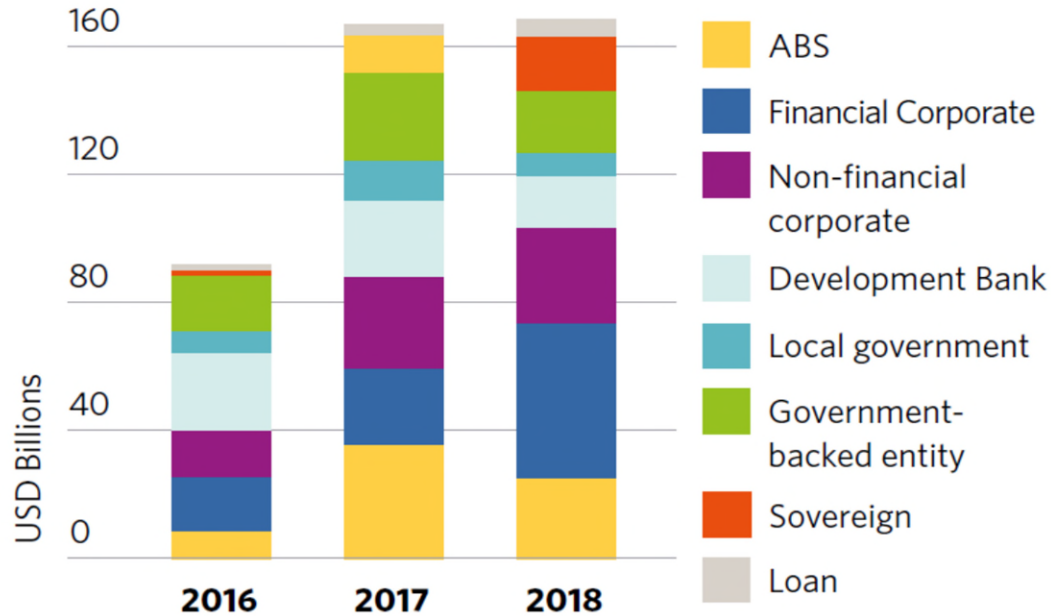
# Types of Green Bonds

- Use of Proceeds Bond – traditional debt security the proceeds of which are earmarked for use in advancing certain eligible investments
- Revenue Bond – non-recourse to the issuer; the credit exposure is to pledged cash flows of the revenue stream. Proceeds are ring-fenced or tacked by the issuer and tied to the issuer's investments in the project
- Project Bond – for single or multiple projects, where the investor has direct exposure to the project
- Asset-Backed Bond – collateralized by one or more specific projects

# How has the market developed?

- Beginning in 2007/2008 supranational entities, such as the European Investment Bank and the World Bank, began to issue green bonds wherein the proceeds would be used to fund climate or otherwise environmentally friendly projects
- There has been an evolution in the market:
  - Issuers have started to come to market with USD1 billion-sized transactions instead of USD10 million-sized transactions
  - Now, in addition to supranationals or quasi-governmental issuers (World Bank, EIB, IFC, EDF, KEXIM) corporates have begun to issue green bonds.

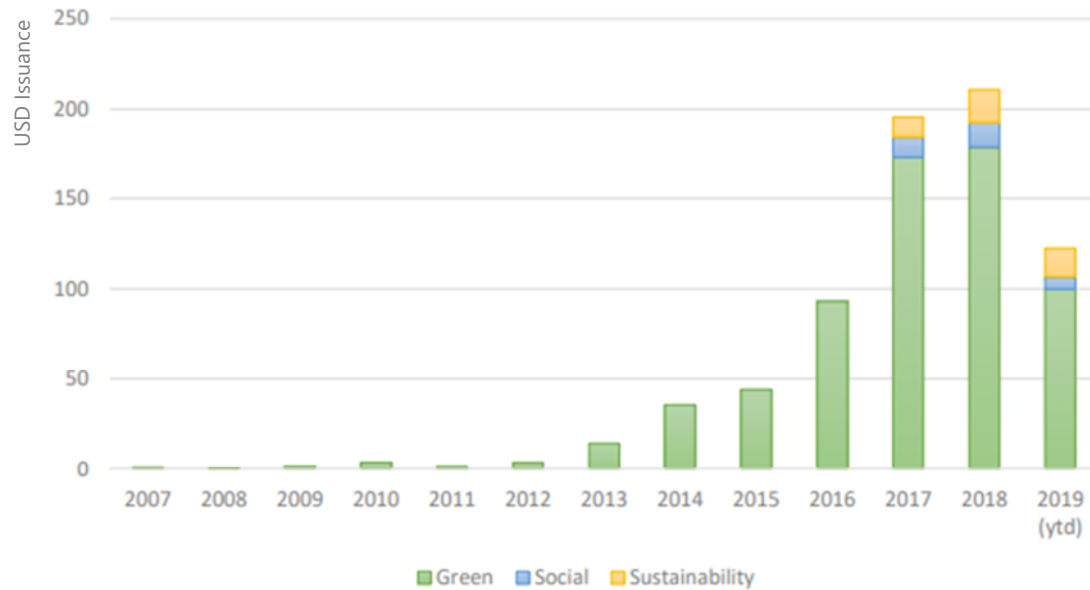
# How has the market developed? (cont'd)



# How has the market grown?

- There has been exponential growth in green bond issuance
  - 2018 issuances of green bonds reached nearly USD179 billion—almost 60x the issuance level of 2012
  - Issuances of green bond reached USD134.7 billion in the first nine months of 2019
- Sustainable and social bond segments have also seen recent growth
  - Sustainable bond segment issuance grew to USD18 billion in 2018 (compared to USD11.3 billion in 2017)
  - Social bond issuance grew to USD13.9 billion in 2018 (compared to USD11.2 billion in 2017)

# How has the market grown? (cont'd)



# How has the market grown?

- Green bonds have been issued in a range of currencies
  - USD and EUR are the most popular currencies
  - Other popular currencies include GBP, SEK, JPY, CAD, AUD
- Ratings: Range from AAA to BBB
- The tenor of benchmark-sized green bonds that have been issued range from 18 months to 10 years
- Privately-placed green bonds are more diverse in currency and tenor

# Who invests in green bonds?

- Issuing a green bond allows an issuer to taut its green credentials, raise capital and also to diversify its investor base
- More and more investors are focused on environmental, social and governance goals
- The UN articulated Principles for Responsible Investing (PRI)
  - Over 1000 investors have signed on to the PRI, representing over \$30 billion in AUM
- Investor Type
  - Asset Managers
  - Pension Funds
  - Insurance Companies
  - Bank/Corporate Treasuries
  - Ultra High/High Net Worth Individuals



# Pricing and Trading of Green Bonds

- **Pricing:** in line with issuer's outstanding senior bond curves
  - Potentially greater pricing leverage due to more investor participation and diversification
- **Trading:** *pari-passu* with regular bonds and as such trade consistent. Buy and hold nature of the investor base can create technical advantages for holders
- **Liquidity:** consistent with similar sized senior unsecured tranches from the borrower

# Green Covered Bonds



# Green covered bonds

- Covered bonds are senior, secured debt securities of a regulated financial institution with a dual recourse structure where bond investors have a claim over a dedicated 'cover' pool of assets, as well as a general claim over the issuer.
- Since 2015, the green bond market has been diversifying with green covered bonds being issued by financial institutions such as BerlinHyp and the Bank of China
- Green covered bonds got a boost in 2018 as two large Norwegian mortgage banks and a Swedish land mortgage bank entered the market



## Green covered bonds (cont'd)

- The prime focus for green cover pools has been on green mortgages
- The current set of green covered bonds use different eligibility criteria for green buildings, which range from financing or refinancing new energy-efficient buildings to refurbishing existing commercial or residential properties.
- To identify green loans, banks use certain recognized building certifications, including Energy Performance Certificates (EPC), building codes, analysis from independent consultants, and standards such as the Building Research Establishment Environmental Assessment Method (BREAM) or Leadership in Energy and Environmental Design (LEED)

# Green Bond Principles



# Promoting disclosure & transparency

- As the market has grown and become more diverse, it has become more important to be able to enhance disclosure and transparency
- Investors have been calling for more detailed and more transparent disclosures from issuers regarding their sustainability efforts

# Green Bond Principles

- A white paper co-authored by BAML and Citi, the Framework for Green Bonds, formed the basis for the Green Bond Principles
- In January 2014, the Green Bond Principles were agreed in order to promote transparency
- The Principles are not intended to be prescriptive, but rather to be viewed as voluntary best practices intended to provide some guidance for issuers and investors relating to
  - Use of proceeds
  - Project evaluation/selection
  - Management of the proceeds
  - Reporting



# Use of Proceeds

- The principal distinguishing factor with a green bond will be the issuer's intended use of the offering proceeds, therefore, substantial attention is focused on its disclosure
  - Potential eligible categories of investments include:
    - Renewable energy
    - Energy efficiency
    - Sustainable waste management and land use
    - Clean water and water treatment
    - Biodiversity conservation
    - Clean transportation
  - For some specific sub-categories, the Appendix provides resources from environmental experts





# Selection Process

- Investors will want to understand how the issuer will approach project selection and how it will measure or assess the impact of projects
  - A framework for choosing projects may be documented or articulated by the issuer as part of its general sustainability initiatives
  - Some issuers may publish their framework on their website
  - Some issuers may obtain a second-party opinion on the framework or the specific uses of proceeds

# Tracking Proceeds

- Issuers have adopted varying practices to track the actual use of proceeds
- The Principles suggest that
  - The issuer clearly disclose the process for tracking the proceeds
    - To this end, proceeds can be ear-marked or even moved to a sub-portfolio
    - For added assurance, the issuer can have the tracked proceeds verified by an independent third party such as the issuer’s auditors
      - “Attestation” or “verification” usually will require issuer to enter into an engagement letter with the auditors pursuant to which the issuer and auditors will agree on the scope of the work, the work product (attestation letter or other), and how that information can be used or shared with third parties
      - The attestation process is distinct from and unrelated to the traditional comfort letter process
      - Auditors may be concerned about the description of their role in the prospectus and any reliance by third parties on their attestation
      - The attestation would not be “expertized” information

# Reporting Process

- Investors will seek out periodic reports regarding the issuer's progress in deploying the proceeds
- The Principles recommend
  - Annual reporting on which projects received proceeds from the Green Bond
  - Where feasible, reporting could include use of quantitative or qualitative performance indicators to measure the impact of specific projects



# Second-party Opinions

- Some issuers have engaged outside parties, such as Vigeo (an ESG rating agency) or DNV or CICERO, to write an opinion about the issuer's "framework"
- Likely that there will be other entrants looking to take part in the market in this way



# Evolution of Principles

- A governance process is in place which allows various stakeholders to provide their input on the Principles
- ICMA has been named as third-party Secretariat to facilitate the exchange of information

# Climate bond standard



# Climate bond standard

- The Climate Bonds Standard (the “Standard”) sets out clear criteria to verify certain green credentials of a bond or other debt instrument
- The Standard aims to provide a robust approach to verifying that the funds are being used to finance projects and assets that are consistent with delivering a low carbon and climate resilient economy, specifically projects/assets that contribute to:
  - Developing low carbon industries, technologies and practices that mitigate greenhouse gas (“GHG”) emissions consistent with avoiding dangerous climate change
  - Essential adaptation to the consequences of climate change

# Climate bond standard (cont'd)

- Certification allows investors, governments and other stakeholders to prioritize green bonds with confidence that the funds are being used to deliver a low carbon and climate resilient economy
  - For investors, the Climate Bonds Standard and Certification Scheme (the “Certification Scheme”) is a screening tool that labels bonds as Climate Bond Certified.
  - For issuers, the Certification Scheme is a voluntary initiative, which allows them to clearly demonstrate to the market that their bond meets industry standards for climate integrity, management of proceeds, and transparency.
- The Standard is not a financial standard and does not imply any impact on the credit ratings of specific investments





# The Certification Scheme

- Key features of the Certification Scheme include:
  - Full alignment with the latest version of the Green Bond Principles;
  - Clear mandatory requirements for use of proceeds, tracking, and reporting;
  - Specific eligibility criteria for low carbon and climate resilient projects and assets;
  - An assurance framework with independent verifiers and clear procedures; and
  - Certification by an independent Climate Bonds Standard Board.
    - The Climate Bonds Standard Board is comprised of large institutional investors and leading environmental NGOs and provides ongoing oversight of the Certification Scheme as well as decisions on Certifications

# The Certification Scheme (cont'd)

- The Certification Scheme is made up of the overarching Climate Bonds Standard Version 2.1 and a number of sector-specific criteria that provide detailed eligibility criteria for different sectors, such as:
  - solar energy,
  - wind energy,
  - low carbon buildings,
  - low carbon transport,
  - water, and
  - energy efficiency
- Requirements for the Standard are separated into pre- and post-issuance requirements

# Pre-issuance requirements

- Requirements that apply to all Certified Climate Bonds prior to issuance of the bond include:
  1. Selection of Nominated Projects & Assets – establishing, documenting and maintaining a decision-making process to determine the eligibility of Nominated Projects & Assets (“NP&As”)
  2. Internal Processes & Controls – documenting systems, policies and processes to be used for management of bond funds and investments
    - This includes tracking proceeds, managing unallocated proceeds, earmarking funds for NP&As
  3. Reporting Prior to Issuance – disclosing in Bond Disclosure Documentation investment areas, temporary investment areas, the “Verifier” selected by Issuer, and assurance engagements

# Post-issuance requirements

- Requirements that apply to all Certified Climate Bonds after the issuance of the bond are divided into three parts
- Part A: General Requirements
  4. Nominated Projects & Assets – maintaining a decision-making process to determine the continuing eligibility of NP&As
  5. Use of Proceeds - allocating funds to NP&As within 24 months of issuance and tracking net proceeds
  6. Non-Contamination of Proceeds – crediting net proceeds to a sub-account, moved to a sub-portfolio or otherwise identified by the Issuer in an appropriate manner, and documented; tracking proceeds

# Post-issuance requirements (cont'd)

7. Confidentiality – presenting information to “Verifier” and to Climate Bonds Standard Board to support conformance to the standard; disclosing bond information to the market
  8. Reporting – Issuer provides annual report to Climate Bonds Standard Secretariat containing list of NP&As to which bond proceeds have been allocated
- Part B includes:
    9. Climate Bond Taxonomy – ensuring Issuer’s identified NP&As fall into one or more of the investment areas contained in the Climate Bonds Taxonomy
    10. Technical Criteria – ensuring Issuer’s identified NP&As meet sector-specific eligibility criteria

# Post-issuance requirements (cont'd)

- Part C includes requirements for specific bond types. Requirements include:
  11. Project Holding – Issuer will continue to hold NP&As which have Fair Market Value at least equal to the original principal amount of the bond at the time of issuance
  12. Settlement Period – Issuer will demonstrate bond's net proceeds have been distributed to the NP&As within 24 months; or if distribution not achieved within 24 months, Issuer will demonstrate surplus distributed in Eligible NP&As not nominated or other eligible investments
  13. Earmarking – Issuer will maintain the earmarking process to manage and account for funding to the NP&As

# Bond types under Part C

<b>Bond Types</b>	<b>Applicable Requirements</b>
<b>Use of Proceeds Bond</b>	11 Project Holding 12 Settlement Period 13 Earmarking
<b>Use of Proceeds Revenue Bond</b>	11 Project Holding 12 Settlement Period 13 Earmarking
<b>Project Bond</b>	
<b>Securitized Bond</b>	11 Project Holding 13 Earmarking
<b>Other Debt Instrument</b>	11 Project Holding 12 Settlement Period 13 Earmarking



# What's next

- Indices based on Green Bonds, such as the Solactive index created in partnership with the Climate Bonds Initiative
- Structured securities linked to these indices
- Asset-backed Green Bonds
- Green Project Bonds
- Outside of the Green Bond market, more “impact investments” that align investor’s interest in furthering certain social or sustainability missions
  - Women’s Bonds
  - Vaccination Bonds
  - Social Impact Investments



# Sustainable Finance

---

Regulatorische Entwicklung und die Auswirkung auf „nachhaltige“  
(strukturierte Retail-) Produkte

- **Internationale politische Meilensteine**
- **EU-Aktionsplan Sustainable Finance – Regulatorischer Überblick**
- **Weitere nationale Maßnahmen Deutschland**
- **(Ökonomischer) Zweck der Regulatorik**
- **Nachfrage nach nachhaltigen Geldanlagen (in Deutschland)**
- **Aktuelle Herausforderungen für (strukturierte Retail-) Produkte**



- *UNO-Konferenz über die Umwelt des Menschen, Stockholm (1972)*
- *Brundland-Bericht (1987):*  
*„Nachhaltige Entwicklung ist eine Entwicklung, die die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt, ohne zu riskieren, dass künftige Generationen ihre eigenen Bedürfnisse nicht befriedigen können.“*
- *UNO-Weltgipfel über Umwelt und Entwicklung, Rio de Janeiro (1992):*  
→ 1. Klima-Rahmenkonvention  
→ Agenda 21: Vereinbarung konkreter ökologischer, sozialer und ökonomischer Ziele (ESG)
- *UNO-Weltgipfel über nachhaltige Entwicklung, Johannesburg (2002)*
- *UNO-Konferenz über nachhaltige Entwicklung, Rio de Janeiro (2012)*

# 2015

## SDGs



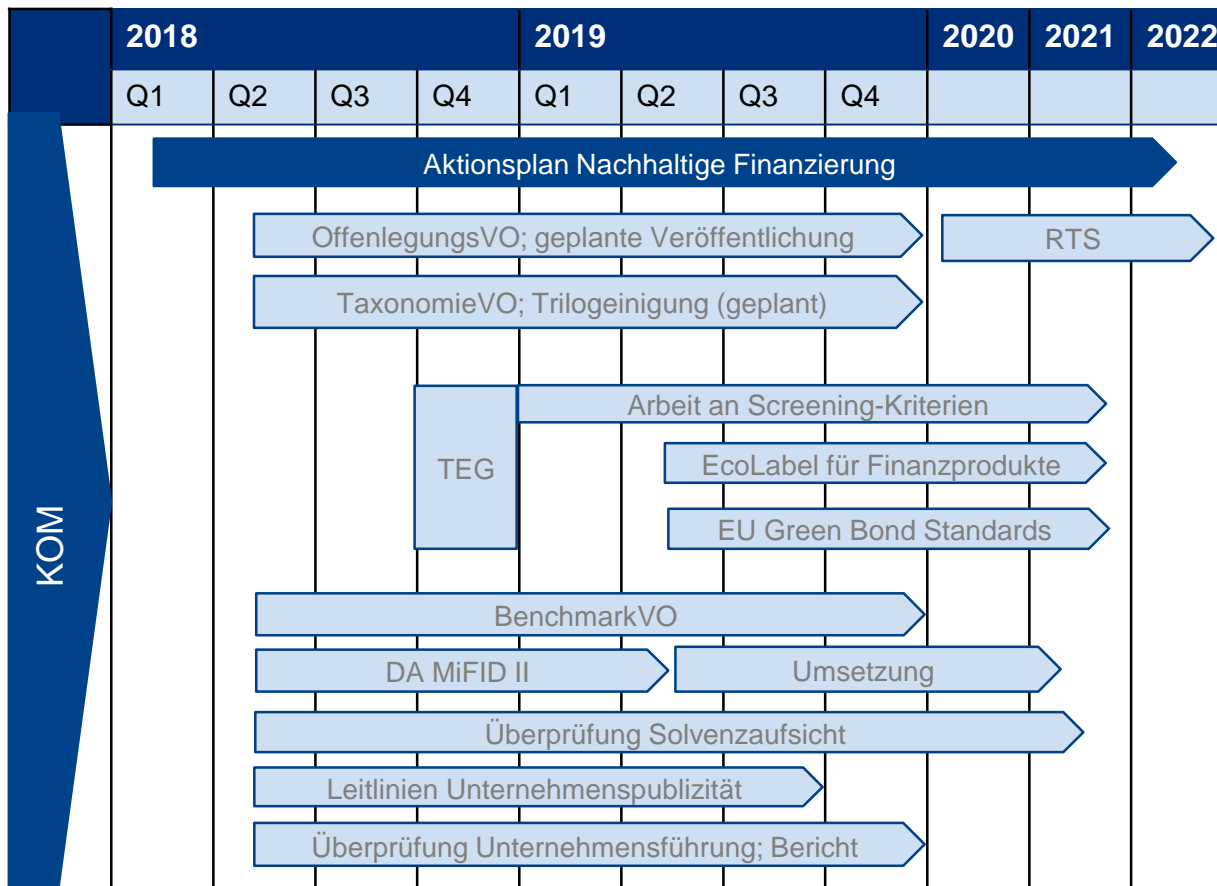
## Übereinkommen von Paris



**PARIS2015**  
UN CLIMATE CHANGE CONFERENCE  
COP21·CMP11



Allein in der EU fehlen 180 Mrd. Euro jährlich allein zur Erreichung der Klimaziele bis 2030.

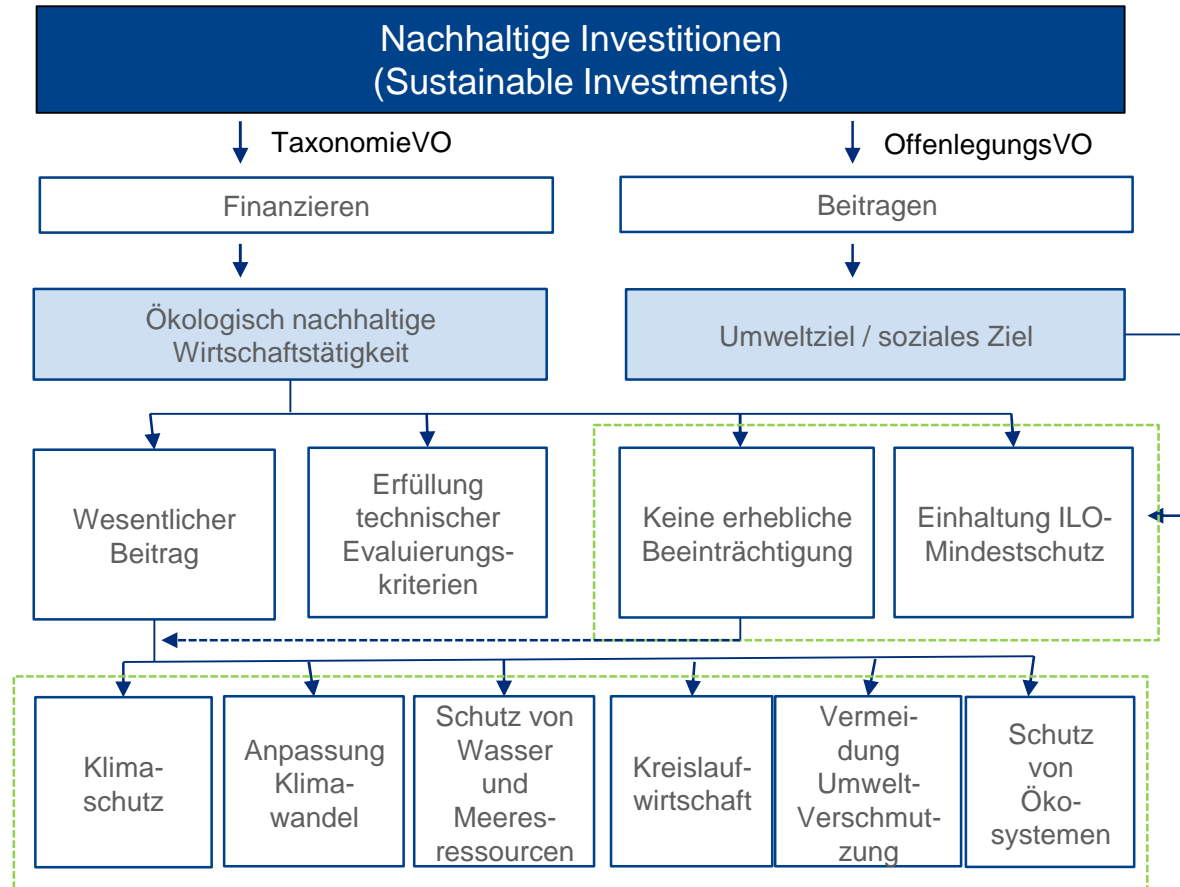


## Aktionsplan nachhaltige Finanzierung

Etablierung eines Klassifizierungssystems für nachhaltige Aktivitäten	Integration der Nachhaltigkeit in Anlageberatung	Etablierung von Nachhaltigkeits-Benchmarks	Pflichten von institutionellen Anlegern und Asset Managern
<u>Level 1</u> Taxonomie-Verordnung		<u>Level 1</u> Benchmark-Verordnung	<u>Level 1</u> Offenlegungs-Verordnung
<u>Level 2</u> Evaluierungskriterien für nachhaltige Produkte und für einzelne Nachhaltigkeitsziele	<u>Level 2</u> MiFID II, IDD	<u>Level 2</u> Mindeststandards für nachhaltige Benchmarks	<u>Level 2</u> OGAW-/AIFM-RL, MiFID II Offenlegungs-Verordnung
Technical Expert Group (TEG)	<u>Level 3</u> Anpassung ESMA Leitlinien Suitability		<u>Level 3</u> Anpassung ESMA Leitlinien Product Governance

Laufende Aktivitäten

Geplante Aktivitäten



## Sommer 2019:

Einrichtung des Sustainable Finance Beirates durch BMF und BMU; -  
→ **Ziel:** Deutschland zu einem der führenden Standorte für Sustainable Finance zu machen.

## September 2019:

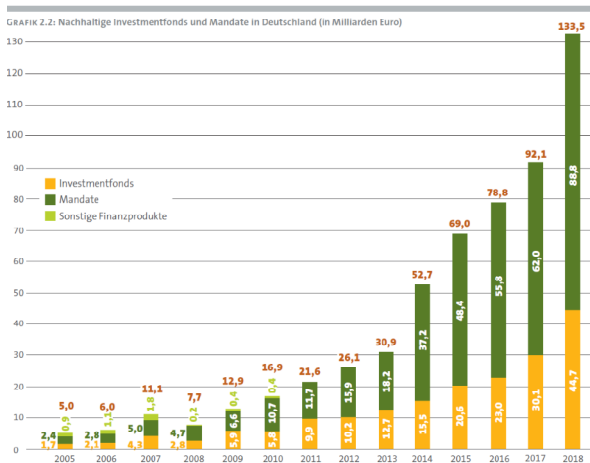
Konsultation BaFin Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken:

- Physische Risiken
- Transitorische Risiken
- Reputationsrisiken

→ **Ziel:** Das Thema Nachhaltigkeit (systematisch) in der Geschäftsorganisation einer Bank verankern (Verantwortlichkeiten, Prozessen, Ressourcen und Funktionen).

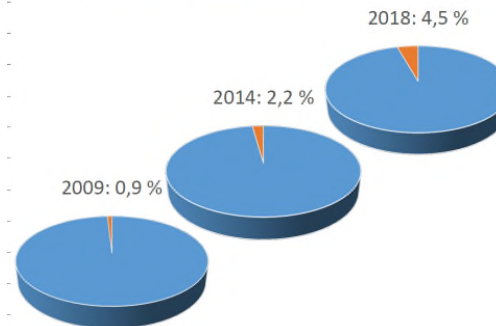


- Lenkung von Kapitalströmen in Richtung einer nachhaltigen Wirtschaft durch:
  - ✓ Förderung von Transparenz und Langfristigkeit,
  - ✓ Aufbau eines Klassifizierungssystems sowie von Standards, Labels und Benchmarks („Greenwashing“ vermeiden),
  - ✓ Sensibilisierung der (Privat-) Anleger
  
- Mainstreaming von Nachhaltigkeitsaspekten im Risikomanagement (Finanzmarktstabilität langfristig sichern)



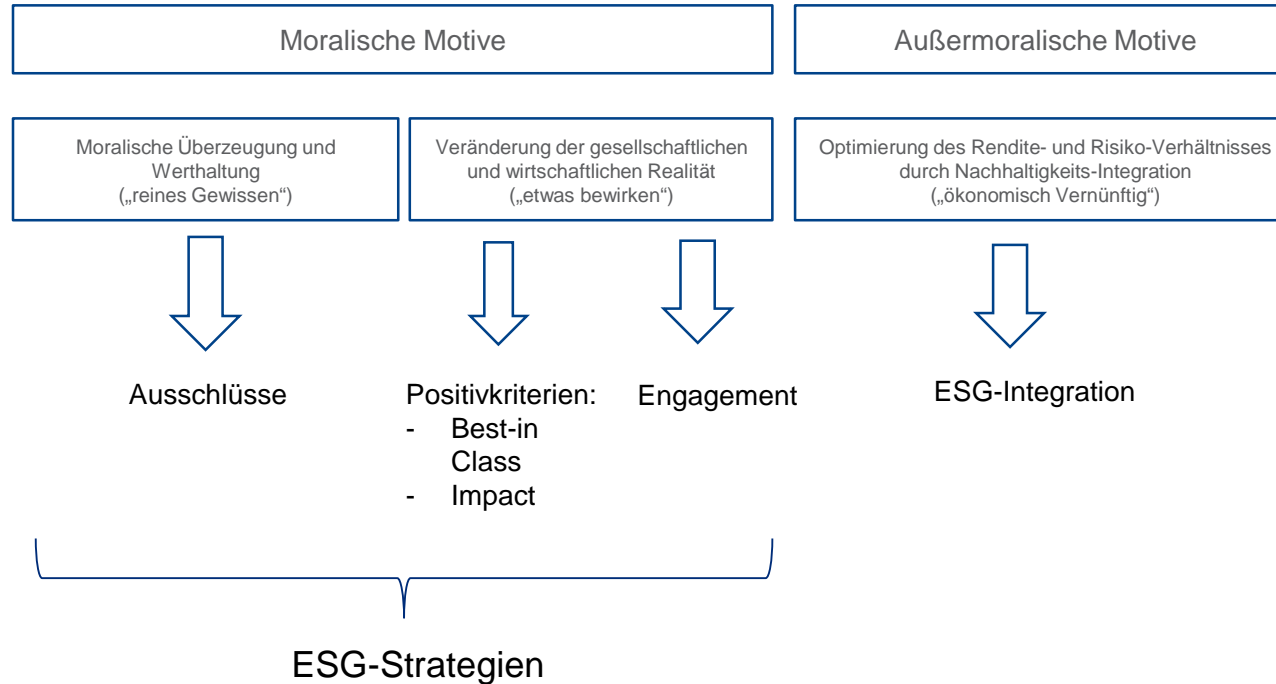
Daten: FNG - Forum Nachhaltige Geldanlagen

Anteil nachhaltiger Geldanlagen  
am Gesamtmarkt in Deutschland  
(Quelle: Marktberichte Forum Nachhaltige Geldanlagen)







1. Nachfrage von institutionellen Investoren
2. Änderungen von gesetzlichen Rahmenbedingungen
3. Nachfrage von Privatinvestoren
4. Internationale Initiativen (PRI etc.)
5. Druck von außen (NGOs, Medien, Gewerkschaften etc.)
6. Die treuhänderische Pflicht
7. Bilanzierungsgrundsatz der Wesentlichkeit

➔ Individuelle Präferenzen von Anlegern sind sehr heterogen.



## SI-Ansätze: Marktgrösse und Wachstumsraten

	 <b>Ausschlüsse</b>	 <b>Integration von ESG</b>	 <b>Nachhaltigkeits-Fokus</b>	 <b>Impact</b>
<b>Definition</b>	Ausschluss bestimmter Sektoren oder Firmen aufgrund von spezifischen ESG-Kriterien	Einbezug relevanter ESG-Faktoren in die Finanzanalyse von Portfoliomanagern	Nachhaltigkeit/SI-Richtlinien von grosser Bedeutung im Anlageprozess, typischerweise SI Richtlinie formalisiert in IIGs	Anlagen in Firmen und Projekte mit positiver Wirkung auf Gesellschaft und Umwelt
<b>Wichtigste Anforderungen</b>	Ausschlüsse aufgrund von Normen und/oder Werten	Zugang zu und Berücksichtigung von relevanten ESG-Informationen	Tendenz zu SI-Themen, negatives und /oder positives Screening	Messen und Berichten der Wirkung von Anlagen (Impact)
<b>Marktgrösse</b> (in USD 1000 Mrd.)	19.8	17.5	2.9	0.4
<b>Marktwachstum</b> (CAGR 2016-18)	+15%	+30%	+62%	+34%
<b>Stewardship</b> (Voting & Engagement)	Ausüben von Aktionärsrechten: Stimmrechtsvertretung und (pro-)aktives Engagement mit Unternehmen, um materielle ESG-Fragen zu adressieren			
<b>Messung und Reporting</b>	Messung und Reporting von ESG und/oder Impact-Performance von Unternehmen oder Anlageportfolios			

Quellen: UBS Asset Management, Global Sustainable Investment Alliance, Global Sustainable Investment Review 2018 ("GSIA Report 2018"). Die Summe der einzelnen Strategien, bereinigt um Doppelzählungen (da einige Vermögen mehr als eine Strategie anwenden), führen zu den im GSIA-Report 2018 aufgeführten kategorisierten Vermögenswerten.

"Ausschluss" umfasst die Summe der GSIA-Kategorien normenbasiertes Screening und negativem Screening/Ausschlüsse. "Fokus auf Nachhaltigkeit" beinhaltet die Summe der GSIA-Kategorien Positiv / Best-in-Class-Screening und nachhaltigkeitsorientiertes thematisches Anlegen. "Impact" beinhaltet die GSIA-Kategorie Impact / Community Investment. "Stewardship" umfasst die GSIA-Kategorie Corporate Engagement / Shareholder Action.



Integration von nachhaltigen Produktmerkmalen in die IT-Landschaft des Vertriebes.

## **MiFID II:**

**Product Governance  
(ESG-Zielmarkt)  
i.Z.m.  
Geeignetheitsprüfung**

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V.  
 Bundesverband Deutscher Banken e. V.  
 Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands e. V.  
 Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.  
 Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V.

Die Deutsche  
Kreditwirtschaft

DDV  
Deutscher Derivate Verband

BVI

<b>Produktkategorie</b>		
<b>Vertriebsweg</b> [Channel of distribution]		<b>Vertriebsstrategie</b> [Distribution strategy]
1. <b>Kundenkategorie</b> [Client Category]		<b>Anlegertyp</b> [Type of clients]
2. <b>Kenntnisse und / oder Erfahrungen</b> [Knowledge and / or Experience]		<b>Kenntnisse und Erfahrungen</b> [Knowledge and Experience]
3. <b>Finanzielle Verlusttragfähigkeit</b> [Financial Loss Bearing Capacity]		<b>Finanzielle Verlusttragfähigkeit</b> [Ability to bear losses]
4. <b>Risikoindikator</b> [Risk Indicator]		<b>Risikobereitschaft und Risiko- / Renditeprofil</b> [Risk Tolerance and Risk / Reward profile]
5. <b>Risiko- / Renditeprofil</b> [Risk / Reward Profile]		
6. <b>Anlageziele</b> [Investment Objectives]		<b>Ziele des Kunden</b> [Clients' Objectives]
7. <b>Anlagehorizont</b> [Investment Horizon]		
<b>Ggf. spezielle Anforderungen im Einzelfall</b> [Particular Needs]		<b>Bedürfnisse des Kunden</b> [Clients' needs]
		<b>Negativer Zielmarkt</b>
		ja
		nein
		nein
		nein
		nein
		ja
		nein

\* Im Rahmen des Product Governance Prozesses sowie der Bestimmung des Zielmarkts identifiziert der Hersteller auch solche Investorengruppen, für deren Bedürfnisse das Produkt grundsätzlich nicht kompatibel ist (negativer Zielmarkt). Regelmäßig werden die Kundenkategorie und der Anlagehorizont als relevant angesehen. Technisch kann der Emittent für alle Felder einen negativen Zielmarkt angeben.

**Dr. Katja Kirchstein**  
Senior Advisor

Office Berlin  
Pariser Platz 3  
10117 Berlin

phone: +49 (30) 4000 475 - 33  
e-mail: [kirchstein@derivateverband.de](mailto:kirchstein@derivateverband.de)

Dr. Berthold Kusserow und Dr. Patrick Scholl

# Elektronische Schuldverschreibungen und Blockchain-Anleihen heute und morgen





# Elektronische Schuldverschreibungen und Blockchain-Anleihen heute

- Elektronische Schuldverschreibungen
  - Wertpapierrecht
- Blockchain-Anleihen
  - Wertpapierrecht
  - „Tokenisierung“
  - Prospektrecht



# Elektronische Schuldverschreibungen heute: Wertpapierrecht I

- Nach heutiger Rechtslage (strenges Skripturprinzip) kann eine Schuldverschreibung nur durch Ausstellung und Unterzeichnung (idR. per Faksimile) einer Urkunde begeben werden:
  - § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB: „Hat jemand **eine Urkunde ausgestellt**, in der er dem Inhaber der Urkunde eine Leistung verspricht, ...“
  - § 2 Satz 1 SchVG: „Die Bedingungen zur Beschreibung der Leistung sowie der Rechte und Pflichten des Schuldners und der Gläubiger (Anleihebedingungen) müssen sich **aus der Urkunde** ergeben.“
  - § 364 Abs. 2 HGB: „Dem legitimierten **Besitzer der Urkunde** kann der Schuldner nur solche Einwendungen entgegensetzen, ...“
  - § 9a Abs. 1 Satz 1 DepotG: „Der Verwahrer hat ein Wertpapier, das mehrere Rechte verbrieft, die jedes für sich in vertretbaren Wertpapieren einer und derselben Art verbrieft sein könnten (**Sammelurkunde**), einer Wertpapiersammelbank zur Verwahrung zu übergeben, ...“

# Elektronische Schuldverschreibungen heute: Wertpapierrecht II

- Eine gesetzlich vorgeschriebene Urkundsform kann jedoch gegebenenfalls durch eine elektronische Urkunde ersetzt werden:
  - § 126a Abs. 1 BGB: „Soll die gesetzlich vorgeschriebene schriftliche Form durch die elektronische Form ersetzt werden, so muss der Aussteller der Erklärung dieser seinen Namen hinzufügen und das elektronische Dokument mit einer qualifizierten elektronischen Signatur versehen.“
- Diese Sondervorschrift kann jedoch nicht für Schuldverschreibungen genutzt werden:
  - § 780 BGB: „Zur Gültigkeit eines Vertrags, durch den eine Leistung in der Weise versprochen wird, dass das Versprechen die Verpflichtung selbständig begründen soll (Schuldversprechen), ist, soweit nicht eine andere Form vorgeschrieben ist, schriftliche Erteilung des Versprechens erforderlich. **Die Erteilung des Versprechens in elektronischer Form ist ausgeschlossen.**“
  - Bei dem Leistungsversprechen aus einer Schuldverschreibung handelt es sich um ein abstraktes Schuldversprechen iSv. § 780 BGB.

# Elektronische Schuldverschreibungen heute: Wertpapierrecht III

- Ein elektronisches Wertpapier kann auch nicht aufgrund der Privatautonomie geschaffen werden:
  - Ständige Rechtsprechung RGZ und BGH: Es besteht ein *numerus clausus* der Wertpapiere. Er beschränkt sich auf die vom Gesetz ausgestalteten Wertpapierformen. Zusätzliche Wertpapiere können durch Parteivereinbarung nicht geschaffen werden (siehe z.B. Staudinger/*Marburger*, Vorbem. zu §§ 793-808, Rdn. 12ff.).
- Dementsprechend sind elektronische Instrumente, die vorgeben eine Schuldverschreibung zu sein, in Ermangelung der gesetzlichen Urkundsform nichtig:
  - § 125 Satz 1 BGB: „Ein Rechtsgeschäft, welches der durch Gesetz vorgeschriebenen Form ermangelt, ist nichtig.“
- Gegebenenfalls kommt eine Umdeutung in ein anderes Rechtsgeschäft in Betracht:
  - § 140 BGB: „Entspricht ein nichtiges Rechtsgeschäft den Erfordernissen eines anderen Rechtsgeschäfts, so gilt das letztere, wenn anzunehmen ist, dass dessen Geltung bei Kenntnis der Nichtigkeit gewollt sein würde.“

# Blockchain-Anleihen heute: Wertpapierrecht IV

- Aus dem zuvor Gesagten wird deutlich, dass eine Emission von Schuldverschreibungs-Token, die vorgeben selbst die Schuldverschreibungen zu beinhalten, *de lege lata* unzulässig und nach § 125 Satz 1 BGB nichtig ist.

# Blockchain-Anleihen heute: Wertpapierrecht V

## „Tokenisierung“

- Denkbar wäre gegebenenfalls die Ausstellung und „Tokenisierung“ einer Globalurkunde. Die „Tokenisierung“ könnte sich zunutze machen, dass die Rechte aus einer Schuldverschreibung nicht zwingend nach § 929 Satz 1 BGB transferiert werden müssen, sondern laut BGH auch abgetreten werden können:
  - Ausgabe einer Anzahl an Schuldverschreibungs-Token, die der Anzahl der durch die Globalurkunde repräsentierten Schuldverschreibungen entspricht.
  - Jeder Schuldverschreibungs-Token würde dann die Rechte aus einer Schuldverschreibung à EUR X repräsentieren und jeder Schuldverschreibungs-Token könnte nur im Wege der Abtretung nach § 398 BGB zusammen mit den repräsentierten Schuldverschreibungsrechten übertragen werden. Problematisch könnte hier sein, dass § 952 BGB unabdingbar ist.
  - Die separate Abtretung sowie die Abtretung von Teilrechten müsste in den Emissionsbedingungen nach § 399 Fall 2 BGB ausgeschlossen werden. Die Besonderheiten des § 354a HGB bedürfen gesonderter Überprüfung.
  - Rechtlich nachteilig wäre, dass bei einer Abtretung von Rechten ein Gutgläubenserwerb ausgeschlossen ist. Vielleicht ist dies aber aufgrund der technischen Besonderheiten der Blockchain nicht relevant, da es hier möglicherweise für einen Gutgläubenserwerb keinen Raum gibt.

# Blockchain-Anleihen heute: Wertpapierrecht VI „Tokenisierung“

- Die „Tokenisierung“ einer Globalurkunde sähe sich allerdings mit depotrechtlichen Herausforderungen konfrontiert:
  - Die Globalurkunde müsste nach § 2 Satz 1, letzter HS DepotG auf Wunsch der Hinterleger bei einer Depotbank in Sonderverwahrung gegeben werden, um die ansonsten nach § 9a Abs. 1 DepotG zwingende Sammelverwahrung bei einer Wertpapiersammelbank zu vermeiden.
  - Es muss weiter sichergestellt werden, dass keine unzulässige Haussammelverwahrung vorliegt (§ 5 Abs. 1 DepotG).
  - Die tatbestandlichen Voraussetzungen von Art. 3 CSDR wären zu vermeiden, da ansonsten Zwangseffektengiro die Folge wäre.

# Blockchain-Anleihen heute: Prospektrecht I

- Fraglich ist, ob für eine derartige Emission eine Prospektpflicht nach der EU-ProspektVO 2019 („ProspektVO“) besteht
  - Nach Art. 3 Abs. 1 ProspektVO besteht eine Prospektpflicht, wenn „Wertpapiere“ in der Union öffentlich angeboten werden.
  - Nach Art. 2 lit. a ProspektVO sind „Wertpapiere“ übertragbare Wertpapiere im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 44 der Richtlinie 2014/65/EU.
  - Nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der Richtlinie 2014/65/EU meint der Begriff „übertragbare Wertpapiere“ die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können. Die „Wertpapiere“ iSd. ProspektVO müssen also übertragbar sein und an einem Kapitalmarkt gehandelt werden können.
  - Die BaFin vertritt die Meinung, dass der Wertpapierbegriff der ProspektVO nicht mehr zwingend die Verbriefung in einer Urkunde voraussetzt (Schreiben der BaFin zur Prospektpflicht – Rechtslage seit dem 21.07.2019 vom 05.08.2019). Das ist zweifellos richtig.



# Blockchain-Anleihen heute: Prospektrecht II

- Die BaFin vertritt weiterhin scheinbar die Meinung, dass eine bloße Abtretbarkeit nach § 398 BGB zur Erfüllung der Kriterien „Übertragbarkeit“ und „Handelbarkeit“ ausreicht (Zweites Hinweisschreiben der BaFin zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token, S. 7). Es soll sich um „Wertpapiere *sui generis*“ handeln. Damit würde ein vom Wertpapierrecht abweichender aufsichtsrechtlicher Wertpapierbegriff geschaffen.
- Diese Auffassung ist m.E. jedoch *de lege lata* rechtlich unzutreffend:
  - Es genügt nicht die bloße „Übertragbarkeit“, sondern es ist eine „kapitalmarktmäßige Übertragbarkeit“ nötig. An einer „kapitalmarktmäßigen Übertragbarkeit“ fehlt es jedoch, wenn das betreffende Instrument nur durch bloße Abtretung übertragen werden kann.
  - „Kapitalmarktmäßige Übertragung“ setzt nämlich die Möglichkeit des einwendungsfreien Gutgläubenserwerbs voraus. Ein solcher ist jedoch nach deutschem Recht bei einer Abtretung bislang ausgeschlossen.

# Blockchain-Anleihen heute: Prospektrecht III

- Dementsprechend hat die herrschende Meinung aus Erwägungsgrund 11 der ISD (“... *the definition of transferable securities covers negotiable instruments only* ...”) seit jeher geschlossen, dass nur Instrumente erfasst sind, die nach dem jeweiligen nationalen Recht als echte Wertpapiere gelten und somit nach wertpapiermäßigen Grundsätzen übertragbar sind.
- Eine Abkopplung vom traditionellen Wertpapierbegriff des jeweils anwendbaren Wertpapierrechts war gerade nicht gewollt.
- Hieran hat sich aufgrund der MiFID gegenüber der ISD nichts geändert. In Art. 1 Abs. 1 der Delegierten Verordnung 2017/568 heißt es: „*Transferable securities shall be considered freely negotiable if they can be traded between the parties to a transaction, and subsequently transferred without restriction and if all securities within the same class as the security in question are fungible.*”
- Instrumente, die nicht einwendungsfrei gutgläubig erwerbbar sind, sind jedoch gerade nicht ohne Einschränkung fungibel.

# Blockchain-Anleihen heute: Prospektrecht IV

- Bei den Schuldverschreibungs-Token, die gegebenenfalls öffentlich angeboten werden, handelt es sich nicht um die Schuldverschreibungen selbst (siehe oben), sondern um sie repräsentierende Rechte, die nur durch Abtretung übertragbar sind. Folglich liegen keine „Wertpapiere“ iSv. Art. 2 lit. a ProspektVO vor.
- Allerdings werden zusammen mit dem Token die Rechte aus den Schuldverschreibungen abgetreten und das Recht am Papier folgt nach § 952 BGB. Ob dies eine andere Beurteilung rechtfertigen kann, ist allerdings fraglich, da § 952 BGB ein gesetzlicher Erwerbstatbestand ist, der ebenfalls keinem Gutgläubenserwerb zugänglich ist.

# Blockchain-Anleihen heute: Prospektrecht V

- Fraglich ist mithin, ob für eine derartige Emission alternativ eine Prospektpflicht nach dem VermAnlG besteht:
  - Nach § 1 Abs. 1 VermAnlG besteht eine Prospektpflicht, wenn Vermögensanlagen im Inland öffentlich angeboten werden, bei denen es sich nicht um „Wertpapiere“ iSd. WpPG handelt.
  - Es kommt eine Vermögensanlage nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG in Betracht. Nach h.M. fällt der Verkauf von verzinslichen Darlehensforderungen unter diese Bestimmung. Zwar wird hier eine verzinsliche Geldforderung aus einem abstrakten Schuldversprechen verkauft, jedoch dürfte auch dieser Fall von der Ratio erfasst sein.
  - Es kommt weiterhin eine Vermögensanlage nach § 1 Abs. 2 Nr. 6 VermAnlG in Betracht. Man könnte argumentieren, dass durch die Art der Emission, wonach die Rechte aus der Globalurkunde nur durch Abtretung übertragbar sind und jeder Abtretungsempfänger innerhalb der Blockchain im Distributed Ledger identifizierbar ist, der Sache nach eine Namensschuldverschreibung vorliegt.

# Elektronische Wertpapiere und Blockchain-Anleihen heute: Zusammenfassung

- Zusammenfassend kann man feststellen:
  - Elektronische Wertpapiere sind nach derzeitiger Rechtslage nicht möglich. Sog. Wertpapier- oder Schuldverschreibungstoken sind daher keine Wertpapiere iSv. § 793 BGB.
  - Elektronische Wertpapiere sind nach Auffassung der BaFin übertragbare Wertpapiere „eigener Art“ iSv. Art. 2 lit. a ProspektVO, jedoch ist u.E. dieses Ergebnis mit erheblichen rechtlichen Zweifeln behaftet und wohl eher als „zielorientiertes“ Ergebnis zu werten. Daher wurde u.U. das falsche Prospektregime gewählt.
  - Die bisherigen Emissionen von Security-Token haben gezeigt, dass sich die Blockchain- und Distributed Ledger Technologie zwar technisch für den Effektenverkehr eignen würden, nicht jedoch rechtlich, da die darin zirkulierenden Rechte derzeit nicht einwendungsfrei gutgläubig erworben werden können.
- Das lenkt den Blick auf das „Bucheffekten“-Gesetzgebungsvorhaben des BMF und des BMJV.

# Elektronische Schuldverschreibungen und Blockchain-Anleihen morgen

- Elektronische Schuldverschreibungen
  - Wertpapierrecht
  - Prospektrecht
  - Dokumentation
- Blockchain-Anleihen
  - Regulatorisches Umfeld
    - Zentralverwahrung
    - Depotrecht
  - Emission und Sekundärmarkt



# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Wertpapierrecht I

- Nach dem Eckpunktepapier von BMJ und BMF zu elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token soll noch im Laufe des Jahres ein schlanker Regelungsentwurf geschaffen werden, der elektronische Wertpapiere rechtlich ermöglicht und sich am BSchuWG orientiert.
- Wertpapiere können dann entweder klassisch durch Wertpapierurkunde oder als rein elektronische Wertpapiere nach einem „Bucheffectengesetz“ begeben werden. Das „Bucheffecten“-Verfahren hat eine Reihe von rechtlichen Konsequenzen:
  - Die Schaffung des Wertpapiers geschieht nicht mehr durch Einigung, Kreation und Übergabe, sondern durch Einigung und Eintragung in einem Register.
  - Es wird zu diesem Zweck ein elektronisches „Schuldenbuch“-Register geschaffen, das wahrscheinlich entweder von einem Kreditinstitut oder von einem Zentralverwahrer geführt wird, der staatlicher Überwachung unterliegt.
  - Durch den Eintrag im Schuldenbuch wird die Schuldverschreibung rechtssicher geschaffen. Der Eintrag ist mit öffentlichem Glauben ausgestattet, d.h. der Rechtsverkehr kann sich darauf verlassen, dass das Wertpapier existiert.

# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Wertpapierrecht II

- Der Eintrag im „Schuldenbuch“ hat rechtlich die gleiche Qualität wie eine verbriefte Wertpapierurkunde, d.h. Übertragung erfolgt sachenrechtlich nach § 929 BGB durch Einigung und Übergabesurrogat (=Eintragung) und es ist ein einwendungsfreier gutgläubiger Erwerb möglich.
- Es wird voraussichtlich zwei Arten von Einträgen geben: Einzeleintrag und Sammeleintrag. Beim Einzeleintrag erfolgt die Übertragung durch Eintrag im „Schuldenbuch“ selbst. Ein Sammeleintrag repräsentiert die Gesamtemission, entspricht also der Globalurkunde.
- Ein Sammeleintrag wird nur auf den Namen eines Zentralverwahrers erfolgen können. Durch Eintrag der Emission auf den Namen des Zentralverwahrers erfolgt zugleich die Einlieferung ins Clearingsystem. Es gilt entsprechend § 6 BSchuWG im Übrigen schlicht das DepotG und damit Sachenrecht.
- Die Übertragung von Miteigentumsanteilen (GS-Anteile) erfolgt mithin nach § 929 Satz 1 BGB durch Einigung und Übergabe. Da der Gesetzgeber scheinbar trotz Dematerialisierung qua Fiktion an der mittelbaren Besitzpyramide festhalten will, erfolgt die Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses wie bisher durch Umbuchung im System des Zentralverwahrers.



# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Wertpapierrecht III

- Es wird daher im System des Zentralverwahrers praktisch keinen Unterschied zwischen klassischen verbrieften Globalurkunden und elektronischen Sammeleinträgen geben.
- Aufgrund europarechtlicher Vorgaben der CSD darf der Sammeleintrag nicht nur für nationale Zentralverwahrer ermöglicht werden, sondern muss allen nach der CSD zugelassenen Zentralverwahrern offenstehen.
- Es stellt sich dann die Frage, welches Depotrecht zur Anwendung kommt. Eine § 6 BSchuWG entsprechende Regel würde bei Eintragung eines ausländischen Zentralverwahrers gleichwohl zur Anwendung des DepotG führen. Das wäre jedoch nicht sachgerecht. Sachgerecht wäre allein die Anwendung des materiellen Depotrechts, das für das Clearingsystem des betreffenden Zentralverwahrers gilt.
- Auch das SchVG wird die Möglichkeit der Ausgabe elektronischer Wertpapier-Gesamtemissionen widerspiegeln: Die §§ 2, 10 Abs. 3, 19 Abs. 3 und 21 SchVG sind entsprechend anzupassen.

# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Prospektrecht

- Wie bereits ausgeführt, hat der Eintrag im „Schuldenbuch“ rechtlich die Qualität einer Wertpapierurkunde. Die durch den Eintrag repräsentierten elektronischen Wertpapiere sind sachenrechtlich übertragbar und fungibel. Ein einwendungsfreier Gutgläubenserwerb ist möglich.
- Die elektronischen Wertpapiere sind daher ohne Zweifel übertragbare Wertpapiere im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 44 der Richtlinie 2014/65/EU und damit „Wertpapiere“ nach Art. 2 lit. a ProspektVO.
- Ein öffentliches Angebot von elektronischen Wertpapieren hat daher eine Prospektspflicht nach der ProspektVO zur Folge (wenn die übrigen Voraussetzungen erfüllt sind und keine Prospektausnahmen vorliegen).

# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Dokumentation I

- Auch auf die Dokumentation einer Schuldverschreibungsemission wird das „Bucheffekten“-Verfahren Auswirkungen haben:
  - Übernahmevertrag:
    - Es entfällt die Verpflichtung zur Ausgabe und zum Erwerb der Globalurkunde(n). An ihre Stelle tritt der Erwerb der elektronischen Wertpapiere und die Verpflichtung zur Schaffung derselben durch Eintrag im „Schuldenbuch“ und Lieferung von GS-Anteilen entsprechend der Übernahmequote.
    - Es entfällt die Verpflichtung zur Einlieferung der Globalurkunden beim Zentralverwahrer. An ihre Stelle tritt die Verpflichtung zur Schaffung eines Sammeleintrags im „Schuldenbuch“ über die Gesamtemission auf den Namen des Zentralverwahrers.
    - Gewährleistungen auf die wirksame Begründung der Verpflichtungen aus den Schuldverschreibungen beziehen sich nicht mehr auf die Globalurkunden, sondern auf den Eintrag im „Schuldenbuch“.
    - Bei der Nutzung des Clearingsystems eines ICSD entfällt der bisherige NGN-Prozess, da dieser auf der Existenz physischer Globalurkunden aufsetzt. Statt dessen dürfte es zu einem Sammeleintrag unmittelbar im Namen des betreffenden ICSD kommen (sofern dieser nach der CSD lizenziert ist).
  - Globalurkunde:
    - Die Globalurkunde entfällt ersatzlos. An ihre Stelle tritt der Sammeleintrag im „Schuldenbuch“.

# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Dokumentation II

## – „Schuldenbuch“-Eintrag:

- Wie erwähnt kommt dem „Schuldenbuch“-Eintrag dieselbe Qualität wie einer Wertpapierurkunde zu. Es handelt sich um eine elektronische Urkunde, die sämtliche Vereinbarungen, die Inhalt der Schuldverschreibungen sind, dokumentieren muss. Es gilt also eine Art „strenges elektronisches Skripturprinzip“.
- Dementsprechend wird sich im „Schuldenbuch“ nicht nur der bloße Eintrag der betreffenden Emission mit ihren Rohdaten finden, sondern es müssen voraussichtlich u.a. auch folgende Dokumente in elektronischer Form hinterlegt sein: Anleihebedingungen, Garantie- und sonstige Verpflichtungserklärungen, Zahl- und Berechnungsstellenvereinbarungen, etwaige Treuhand- und Sicherheitenvereinbarungen sowie sonstige Vereinbarungen, auf die in den Anleihebedingungen Bezug genommen wird und die den Inhalt der Rechte und Pflichten aus den Schuldverschreibungen definieren.
- Es ist nicht davon auszugehen, dass die Schaffung des elektronischen Wertpapiers als einseitiger Rechtsakt ausgestaltet sein wird. Es wird weiterhin ein Begebungsvertrag nötig sein, also eine Einigung der Parteien ein Wertpapier mit bestimmten Eigenschaften und Konditionen durch Registereintrag zu schaffen. Dementsprechend ist es denkbar, dass auch eine kurze Begebungsvereinbarung Teil der elektronisch zu hinterlegenden Dokumentation sein muss.

# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Dokumentation III

## – Anleihebedingungen:

- Die typischer Weise in § 1 der T&Cs enthalte Beschreibung der Globalverbriefung entfällt. An ihre Stelle tritt eine Angabe, wonach die Emission durch einen Sammeleintrag im Namen des betreffenden Zentralverwahrers geschaffen wurde und dass die Schuldverschreibungen nach dem Recht und dem Regelwerk übertragen werden, das auf das Clearingsystem des betreffenden Zentralverwahrers anwendbar ist.
- Die TEFRA-Bestimmungen dürften komplett entfallen, da die dematerialisierten Schuldverschreibungen nicht durch eine Inhaber-Globalurkunde repräsentiert werden und damit nicht dem Risiko der Strafbesteuerung unterfallen (bedarf noch näherer Prüfung). Aus dem gleichen Grund entfallen entsprechende Einschränkungen bei den Zinsbestimmungen.
- Die Vorlage- und Verjährungsbestimmungen sind in der bisherigen Form unanwendbar, da § 801 BGB eine Inhaberschuldverschreibungsurkunde voraussetzt. Es gelten vielmehr die allgemeinen Verjährungsbestimmungen (§ 195 BGB: drei Jahre), die nur im Rahmen des § 202 BGB modifiziert werden können. Ob der Gesetzgeber eine dem § 801 BGB entsprechende, der Verjährungsfrist vorgeschaltete Geltungsmachungsfrist vorsehen wird, bleibt abzuwarten.
- Die außergerichtliche, gerichtliche oder vollstreckungsrechtliche Geltendmachung von Ansprüchen aus dem elektronischen Wertpapier sowie die Teilnahme an Gläubigerversammlungen kann nicht mehr von der Vorlage bzw. Hinterlegung einer Wertpapierurkunde abhängig sein, sondern nur noch von der Vorlage eines entsprechenden Depotauszugs.

# Elektronische Schuldverschreibungen morgen: Dokumentation IV

## – Verwaltungsstellenvertrag:

- Im Verwaltungsstellenvertrag entfallen sämtliche Bestimmungen, die sich mit der Ausstellung oder Änderung der Globalurkunde, deren Einlieferung bei einem Clearingsystem, der Ausstellung etwaiger Ersatzurkunden, von Zins- oder Erneuerungsscheinen oder der späteren Vernichtung derartiger Urkunden befassen.

## – Prospekt:

- Nach Art. 14 der DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2019/980 DER KOMMISSION vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission muss der Prospekt gemäß Anhang 14 Punkt 4.2 als Kategorie „A“ Angabe in der Wertpapierbeschreibung von Kleinanleger-Emissionen Informationen über die Rechtsvorschriften enthalten, auf deren Grundlage die Wertpapiere geschaffen wurden. Dementsprechend ist hier unter Angabe der einschlägigen Bestimmungen des „Bucheffektengesetzes“ der „Schuldenbuch“-Eintrag als Rechtsgrundlage für die Emission zu beschreiben.
- Entsprechendes gilt nach Art. 15 der o.g. Delegierten Verordnung iVm. Anhang 15 Punkt 4.3 auch für die Wertpapierbeschreibung bei Großanleger-Emissionen.

# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld I

- Nach dem Eckpunktepapier von BMJ und BMF zu elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token wird ergebnisoffen geprüft, ob Blockchain-Anleihen rechtlich ermöglicht werden. In der Anhörung zum Eckpunktepapier wurden insoweit im Wesentlichen folgende Fragen kontrovers diskutiert:
  - Ist bei der Schaffung der Blockchain-Anleihe eine staatliche Überwachung nötig oder kann hinsichtlich Authentizität und Integrität der Technik vertraut werden?
  - Ist der Betrieb des Distributed Ledger im Rahmen der Blockchain als Zentralverwahrung anzusehen?
  - Was ist der Anknüpfungspunkt für Fragen des IPR und des Aufsichtsrechts?
  - Soll Privatanlegern unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes der Zugang zu Blockchain-Anleihen eröffnet werden? Wenn ja, unmittelbar oder über Intermediäre?
- Es ist unsicher, ob der für dieses Jahr angekündigte Gesetzentwurf bereits spezifische Regelungen zu Blockchain-Anleihen enthalten wird.

# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld II

- Sollte der Gesetzentwurf keine spezifischen Regelungen für Blockchain-Anleihen vorsehen, müssten sich derartige Anleihen in die dann vorhandenen europarechtlichen und sonstigen nationalen gesetzlichen Rahmenbedingungen einfügen:
  - Eine sich selbst regulierende, klassisches Recht ersetzende „*public blockchain*“ mit einer „*regulation through code*“ wird es im Wertpapierbereich nicht geben. Auch die Annahme, dass es europarechtliche Ausnahmen für Blockchains von vorhandener Regulierung geben wird, ist unrealistisch.
  - Es kämen daher u.a. folgende gesetzlichen Bestimmungen auf Blockchain-Anleihen vollumfänglich zur Anwendung: BGB, „Bucheffektengesetz“, SchVG, DepotG, KWG, ProspektVO, CSDR.
  - Weiterhin gilt alles zuvor Gesagte entsprechend auch für Blockchain-Anleihen, da sich Blockchain-Schuldverschreibungen im Wesentlichen nur durch die Art der elektronischen Dokumentation und des Übertragungsweges von „normalen“ elektronischen Wertpapieren unterscheiden würden: *distributed ledger* statt zentrales Register.



# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld III

- Es stellt sich daher die Frage, wie sich Blockchain-Anleihen ganz konkret in den Regelungsrahmen einfügen könnten:
  - Kann das „Schuldenbuch“ unmittelbar im Blockchain-Netzwerk geführt werden? Das ist zunächst eine technische Frage, die wir nicht beantworten können. Technische Machbarkeit unterstellt, stellt sich dann die Frage, ob das rechtlich gewollt ist. Da das Eckpunktepapier Technologieneutralität als zentralen Punkt herausgestellt hat, ist dies durchaus denkbar.
  - Kann das „Schuldenbuch“ vom Emittenten selbst geführt werden? Die Diskussion zum Eckpunktepapier hat deutlich gemacht, dass dies wohl ausgeschlossen sein wird. Das „Schuldenbuch“ wird unter staatlicher Aufsicht von einem Kreditinstitut oder einem Zentralverwahrer geführt werden.
  - Da auch elektronische Wertpapiere nicht durch einseitigen Rechtsakt entstehen, ist auch bei Blockchain-Schuldverschreibungen ein Begebungsvertrag nötig. Es wird daher die Einschaltung einer Emissionsstelle (gegebenenfalls Lizenzpflicht (§ 1 Abs. 1a Nr. 1c KWG)) nötig.

# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld IV

- Welche regulatorischen Konsequenzen hat die Einspeisung der elektronischen Wertpapiere in die Blockchain via Einzel- oder Sammeleintrag?
  - Ist der Betrieb des „Schuldenbuchs“ im Rahmen der Blockchain selbst schon der Betrieb des Zentralverwahrergeschäfts? Nach Art. 16 CSDR (§ 1 Abs. 1 Nr. 6 KWG) ist die Tätigkeit als Zentralverwahrer lizenzpflichtig. Nach Art. 2 Abs. 1 Nr. 1 CSDR (§ 1 Abs. 6 KWG) ist Zentralverwahrer, wer ein Wertpapierabwicklungssystem betreibt und mindestens eine der im Anhang zur CSDR unter A.1-2 genannten Kerndienstleistungen erbringt.
  - Nach Art. 2 Abs. 1 Nr. 10 CSDR ist ein Wertpapierabwicklungssystem ein solches i.S.d. ersten drei Spiegelstriche von Art. 2 lit. a der Finalitätsrichtlinie (§§ 1 Abs. 16, 24b KWG): Eine förmliche Vereinbarung,
    - die gemeinsame Regeln und vereinheitlichte Vorgaben für die Ausführung von Übertragungsaufträgen zwischen den Teilnehmern vorsieht. Übertragungsauftrag ist eine Weisung eines Teilnehmers, die auf die Übertragung des Eigentums an Wertpapieren oder eines Anspruchs auf Übereignung von Wertpapieren im Wege der Verbuchung oder auf sonstige Weise gerichtet ist (Art. 2 lit. i Finalitätsrichtlinie): Das wird man bei einer Wertpapier-Blockchain bejahen müssen.
    - die zwischen mindestens drei Teilnehmern getroffen wurde. Bei den Teilnehmern muss es sich um Institute, zentrale Vertragsparteien, Verrechnungsstellen oder Clearingstellen handeln (Art. 2 lit. f Finalitätsrichtlinie): Es ist eine politische Entscheidung, ob der Gesetzgeber Anlegern den Zugang zur Wertpapier-Blockchain unmittelbar oder nur über regulierte Intermediäre ermöglicht. Ein unmittelbarer Zugang ist m.E. aufgrund des Gangs der Diskussion nicht wahrscheinlich.

# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld V

- die dem Recht eines von den Teilnehmern gewählten Mitgliedstaats unterliegt; die Teilnehmer können sich jedoch nur für das Recht eines Mitgliedstaats entscheiden, in dem zumindest einer von ihnen seine Hauptverwaltung hat: Auch das wird man bei einer Wertpapier-Blockchain bejahen müssen, da der Gesetzgeber eine solche Rechtswahl als Anknüpfungspunkt für das anwendbare Aufsichts- und Zivilrecht voraussichtlich erzwingen wird.
- die als System angesehen wird und der Kommission von dem Mitgliedstaat, dessen Recht maßgeblich ist, gemeldet worden ist, nachdem der Mitgliedstaat sich von der Zweckdienlichkeit der Regeln des Systems überzeugt hat: Wenn die vorstehenden Voraussetzungen erfüllt sind, folgt die Anzeigepflicht aus § 24b KWG.
- Erbringung einer Kerndienstleistung gemäß Anhang zur CSDR unter A.1-2: Die Führung des „Schuldenbuchs“ dürfe als „*initial recording of securities in a book-entry system (notary service)*“ und damit als Kerndienstleistung zu qualifizieren sein.
- Aufgrund der europarechtlichen Vorgaben und des Gangs der Diskussion besteht daher eine nicht geringe Wahrscheinlichkeit, dass die Führung eines „Schuldenbuchs“ innerhalb einer Blockchain als Zentralverwahrergeschäft angesehen werden könnte.

# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld VI

- Auch wenn dies nicht der Fall sein sollte, könnte ein Fall des Zwangseffektengiro und damit die Pflicht zur Einschaltung eines Zentralverwahrers vorliegen. Dazu müssen folgende Fragen positiv beantwortet werden:
  - Sind die Blockchain-Schuldverschreibungen „vertretbare Wertpapiere“ i.S.v. Art. 3 Abs. 1, 2 Abs. 1 Nr. 35 CSDR? Das ist der Fall, denn es handelt sich – wie bereits ausgeführt - um „vertretbare Wertpapiere“ i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID.
  - Werden die Blockchain-Schuldverschreibungen an einem „Handelsplatz“ i.S.v. Art. 3 Abs. 1, Art. 2 Abs. 1 Nr. 42 CSDR gehandelt oder sind sie Gegenstand einer Finanzsicherheit i.S.v. Art. 2 Abs. 1 lit. a Finanzsicherheitenrichtlinie? Wenn eine von beiden Fragen zu bejahen ist, müssen die Blockchain-Schuldverschreibungen per Sammeleintrag in das Wertpapierabwicklungssystem eines Zentralverwahrers einbezogen werden.
- Ein Sammeleintrag wäre daher rechtlich nur dann zulässig, wenn der Sammeleintrag im Namen eines CSDR-lizenzierten Zentralverwahrers erfolgen würde (§ 9a Abs. 1 DepotG, Art. 3 CSDR). Auch dies würde praktisch bedeuten, dass das Blockchain-Netzwerk vom Zentralverwahrer betrieben werden müsste.
- Der Betrieb einer Wertpapier-Blockchain ohne Einschaltung eines Zentralverwahrers dürfte daher allenfalls dann in Betracht kommen, wenn (i) die Führung des Schuldenbuchs und der Betrieb des Übertragungssystems getrennt sind, (ii) auf Sammeleinträge verzichtet wird, (iii) kein Handel in einem multilateralen System stattfindet und (iv) die Blockchain-Wertpapiere nicht als Finanzsicherheit dienen.

# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld VII

- Selbst wenn die Einschaltung eines Zentralverwahrers vermieden werden kann, stellt sich die Frage, ob nicht die „Aufbewahrung“ von elektronischen Wertpapieren innerhalb der Wertpapier-Blockchain als Depotgeschäft i.S.v. § 1 Abs. 1 Nr. 5 KWG anzusehen ist. Davon ist auszugehen:
  - Der derzeit im Gesetzgebungsverfahren befindliche Regierungsentwurf zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur 4. EU-Geldwäscherichtlinie sieht in Art. 2 eine Änderung des KWG dahingehend vor, dass die Verwahrung von Kryptowerten als Finanzdienstleistung erlaubnispflichtig sein wird (§ 2 Abs. 1a Nr. 6 KWG-E).
  - Kryptowerte sind danach „digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird **oder Anlagezwecken dient** und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann“ (§ 2 Abs. 11 Nr. 10 KWG-E).
  - In der Begründung des Regierungsentwurfs heißt es ausdrücklich: „Soweit Kryptowerte unter den Wertpapierbegriff des Depotgesetzes fallen, ist die Verwahrung Depotgeschäft im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 5.“ Bei den elektronischen Wertpapieren des „Bucheffektengesetzes“ wird es sich zweifellos um Wertpapiere i.S.v. § 1 Abs. 1 DepotG handeln, sofern nicht der Gesetzgeber im „Bucheffektengesetz“ klarstellt, dass nur elektronische Wertpapiere, die per Sammeleintrag im „Schuldenbuch“ auf den Namen eines Zentralverwahrers eingetragen sind, dem DepotG unterfallen.

# Blockchain-Anleihen morgen: Regulatorisches Umfeld VIII

- Zusammenfassend kann man daher feststellen:
  - Blockchain-Schuldverschreibungen werden voraussichtlich als echte übertragbare Wert“papiere“ ausgestaltet werden können, die nach sachenrechtlichen Grundsätzen übertragen werden.
  - Als solche fügen sie sich wie alle anderen echten Wertpapiere in den europarechtlichen und national-gesetzlichen Regulierungsrahmen ein. Daher sind u.a. BGB, „Bucheffectengesetz“, SchVG, DepotG, KWG, ProspektVO, CSDR voll anwendbar.
  - Blockchain-Schuldverschreibungen aus der Anwendung der Zentralverwahrer- und Wertpapierverwahrungsvorschriften herauszustrukturieren dürfte nicht trivial sein.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission I

- Wie kommen die elektronischen Wertpapiere in die Blockchain?
  - Dazu müssen wir uns zunächst in Erinnerung rufen, wie klassische Schuldverschreibungen in das Clearingsystem gelangen und was das rechtlich bedeutet:
    - Bei einer klassischen Anleiheemission wird zunächst die Anleihe in Form einer Globalurkunde über z.B. 1.000 Bonds à EUR 1.000 treuhänderisch an den Konsortialführer begeben. Das Wertpapier existiert also bereits vor der Einlieferung.
    - Die Globalurkunde wird sodann beim Clearingsystem eingeliefert. Hierdurch wird das Clearingsystem unmittelbarer Besitzer der Globalurkunde. Sodann wird die Globalurkunde „valutiert“. Das bedeutet rechtlich, dass zugunsten der übernehmenden Konsortialbanken eine mittelbare Besitzposition entsprechend der Übernahmequote gebucht wird, die einen entsprechenden Miteigentumsanteil am gesamten Sammelbestand repräsentiert.
    - Wird z.B. ein Bond dann auf den Anleger A übertragen, wird insoweit in den Büchern das Besitzmittlungsverhältnis umgestellt. Die übertragende Konsortialbank ist insoweit nur noch mittelbarer Fremdbesitzer und Anleger A ist mittelbarer Eigenbesitzer.
    - Die Buchungen im Clearingsystem und bei den beteiligten Banken reflektieren also nur den Besitzübergang. Die zum Eigentumsübergang weiterhin erforderliche Einigung über den Miteigentumsanteil findet unmittelbar zwischen Veräußerer und Erwerber statt (i.d.R. unter Nutzung der Infrastruktur des Clearingsystem für den Transport der Einigungserklärung).

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission II

- Bei Bundesanleihen, die nach dem BSchuWG begeben werden, fällt die Kreation des Wertpapiers mit der Einlieferung beim Clearingsystem zusammen:
  - Mit der Schaffung des Sammeleintrags im Bundesschuldenbuch im Namen des Clearingsystem entsteht das Wertpapier und wird zugleich beim Clearingsystem eingeliefert (§ 6 Abs. 1 BSchuWG).
  - Mit dem Sammeleintrag erhält das Clearingsystem fingierten unmittelbaren Besitz an einer fingierten Globalurkunde.
  - Da nach § 6 Abs. 2 BSchuWG für die Übertragung von derartigen Bundeswertpapieren § 929 BGB gilt, findet die Übertragung wie bei physisch verbrieften Wertpapieren durch Einigung und Übergabe (= Übertragung des fingierten mittelbaren Besitzes) statt. Die Buchungsvorgänge im Clearingsystem und bei den beteiligten Banken sind mit denjenigen bei einer klassischen physischen Globalurkunde identisch.
  - Folglich reflektieren auch hier die Buchungen unmittelbar ausschließlich die Besitzpositionen und indizieren beim Anleger am Ende der Besitzmittlungskette die Inhaberschaft eines Miteigentumsanteils, da für die in der Besitzmittlungskette vorgeschalteten Institute depotrechtlich die Fremdheitsvermutung gilt (§ 4 Abs. 1 DepotG).



# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission III

- Im Rahmen der Anhörung wurde klargestellt, dass diese Methode auch für die durch das „Bucheffectengesetz“ zu schaffenden elektronischen Wertpapiere gelten und insbesondere an der Besitzmittlungskonstruktion festgehalten wird, so dass das Verfahren voraussichtlich 1:1 wie bei Bundesanleihen funktionieren wird.
- Aus der Anhörung haben sich keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass für Blockchain-Schuldverschreibungen etwas anderes gelten soll. Auch bei ihnen wird es sich um echte Wertpapiere handeln, die nach § 929 BGB übertragen werden. Dies bedeutet folgendes:
  - Die elektronischen Wertpapieren kommen in die Blockchain, indem die Begebung auf den Namen des Kreditinstituts oder Zentralverwahrers erfolgt, der das „Schuldenbuch“ führt. Hierdurch wird der „Schuldenbuch“-Führer unmittelbarer Besitzer der fingierten Globalurkunde.
  - In Übereinstimmung mit den Zeichnungsaufträgen werden dann Zug um Zug gegen Zahlung Positionen in die Wallets der an dem Blockchain-Netzwerk teilnehmenden Zeichner übertragen, die unmittelbar den mittelbaren Eigenbesitz repräsentieren und einen entsprechenden Miteigentumsanteil indizieren. Der gute Glaube des Geschäftsverkehrs hieran wäre aufgrund des mit öffentlichem Glauben ausgestatteten „Schuldenbuchs“ geschützt.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission IV

- Im Unterschied zum klassischen Clearingsystem gäbe es bei einer Blockchain keine gestufte Verwahrkette. Transaktionen fänden unmittelbar zwischen Teilnehmern an der Blockchain statt und müssten nicht von den unmittelbaren Transaktionsparteien durch die gesamte Verwahrkette nach oben zum Zentralverwahrer und wieder nach unten zur Gegenpartei durchgeleitet werden.
  - Demensprechend würde das „Krypto-Wertpapier“ (= mittelbare Eigenbesitzposition) direkt von Wallet zu Wallet übertragen, sobald ein entsprechender Kaufvertrag geschlossen, die Einigung über den Eigentumsübergang am Miteigentumsanteil erfolgt und die Kaufpreiszahlung nachgewiesen ist. Durch den Walletübertrag fände im Verhältnis zum „Schuldenbuch“-Führer automatisch eine Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses statt.
- Ob die Übertragung der sehr stark durch rechtliche Fiktionen geprägten mittelbaren Besitzkonstruktion auf Blockchain-Emissionen sehr viel Sinn macht, steht auf einem anderen Blatt. Sinnvoller und rechtlich klarer wäre die Schaffung einer sachenrechtlich ausgeprägten Position *sui generis*, die durch bloße Abtretung und Umbuchung von Wallet zu Wallet übertragen wird. Dieses Thema scheint die Bundesregierung jedoch aus verschiedenen Gründen nicht anfassen zu wollen.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission V

- Wie kommt die Einigung zum Eigentumsübergang zwischen Blockchain-Teilnehmern zustande?
  - Unterstellt wird zunächst, dass Verkaufsofferte und Kaufofferte auf irgendeine Weise zusammengeführt wurden. Ob und wie dies geschieht, ist nicht Gegenstand dieses Vortrags.
  - Wie bereits erwähnt, beinhaltet der Übertrag des Krypto-Wertpapiers von Wallet zu Wallet zunächst lediglich den Übergang des mittelbaren Besitzes. Hinzutreten muss jedoch die nach § 929 BGB erforderliche dingliche Einigung über den Eigentumsübergang. Wie kann diese zwischen anonymen Parteien konstruiert werden?
  - Bei der klassischen Zentralverwahrung findet die dingliche Einigung unmittelbar zwischen den anonymen Vertragsparteien nach den Grundsätzen des „Geschäfts für den, den es angeht“ statt. Für die rechtliche Konstruktion dieser Einigung gibt es eine ausgefeilte Dogmatik, die (unter Außerachtlassung von CCPs) kurz gefasst wie folgt aussieht:
    - Das Kreditinstitut, bei dem der Veräußerer sein Depotkonto unterhält, gibt im eigenen Namen aufgrund einer Ermächtigung nach § 185 BGB die Einigungsofferte „für den, den es angeht“ ab. Die Einigungsofferte geht dem Zentralverwahrer zu. Dieser handelt als Empfangsbote (nach anderer Ansicht als Vertreter) für das als Einkaufskommissionär des Käufers agierende Kreditinstitut. Der Einkaufskommissionär nimmt die Einigungsofferte „für den, den es angeht“ konkludent an, wobei auf einen Zugang der Annahmeerklärung aufgrund der Verkehrssitte nach § 151 BGB verzichtet wird.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission VI

- Da bei einer Blockchain Transaktionen unmittelbar zwischen den Teilnehmern ohne Zwischenschaltung einer zentralen Instanz stattfinden, kommt die o.g. Konstruktion jedoch nicht in Betracht. Denkbar wäre jedoch folgende Konstruktion:
  - Ausgestaltung als Smart Contract, der mit Kaufpreiszahlung den Übertrag des Krypto-Wertpapiers aus der Wallet des Veräußerers in die Wallet des Erwerbers veranlasst.
  - In der Absendung des Krypto-Wertpapiers könnte zugleich die konkludente Abgabe der dinglichen Einigungserklärung „für den, den es angeht“ und das Angebot auf Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses gesehen werden.
  - Im Empfang des Krypto-Wertpapiers wäre dann konkludent die Annahme der Einigungsofferte und der Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses zu sehen. Wie im Fall der Zentralverwahrung könnte nach der Verkehrssitte nach § 151 BGB auf den Zugang der Annahmeerklärung verzichtet werden.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission VII

- Können Blockchain-Schuldverschreibungen gutgläubig erworben werden?
  - Da elektronische Wertpapiere nach dem „Bucheffectengesetz“ generell als echte Wertpapiere und mithin als Sachen gelten werden, sollte die klare Antwort „ja“ lauten, und so lautet auch die Antwort der herrschenden Meinung.
  - Ganz so einfach ist die Sache jedoch nicht, und dessen muss man sich bewusst sein:
    - Die Gutgläubensvorschriften des BGB (§§ 931 ff. BGB) erfordern den guten Glauben des Erwerbers an das Eigentum des Veräußerers. Basis des guten Glaubens ist die Tatsache, dass der Besitz einer Sache nach § 1006 Abs. 1 BGB das Eigentum indiziert.
    - Bei klassischen Globalurkunden haben wir jedoch zwei Besonderheiten: Zum einen hat der Depotkunde nur einen Miteigentumsanteil und zum anderen hat er lediglich mittelbaren Mitbesitz. Der mittelbare Mitbesitz müsste also eine spezifische Miteigentumsquote indizieren, um als Gutgläubensbasis zu taugen.
    - Dies ist jedoch nach der ganz herrschenden Sachenrechtsdogmatik nicht der Fall. Quotaler Mitbesitz ist sachenrechtlich nicht möglich, weswegen dieser auch nicht als Basis für den gutgläubigen Erwerb einer Miteigentumsquote taugt.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission VII

- Aus diesem Grund wird die Möglichkeit des Gutgläubenserwerbs von GS-Anteilen von der neueren Wertpapierrechtsliteratur bestritten. Die herrschende Depotrechtsdogmatik hält dem entgegen, dass sich die Miteigentumsquote aus der Depotbuchung ergibt, so dass der mittelbare Mitbesitz zusammen mit der Depotbuchung aufgrund der Besonderheiten des Depotrechts (das das Sachenrecht des BGB modifiziert) als Gutgläubensbasis ausreichen muss.
- Bei elektronischen Wertpapieren haben wir jedoch ein weiteres Problem: Da es keine Globalurkunde gibt und folglich auch keinen echten Besitz, muss der Besitz – und damit auch der mittelbare Mitbesitz des Walletinhabers – rechtlich fingiert werden. Ob die Vermutung des § 1006 Abs. 1 BGB dann noch greifen kann, ist zumindest zweifelhaft.
- BMJV und BMF haben jedoch geltend gemacht, dass die herrschende Depotrechtsdogmatik auch für den fingierten mittelbaren Besitz des Inhabers einer elektronischen Wertpapiers gelten muss. Besser wäre es jedoch, wenn der „Schuldenbucheintrag“ selbst als Gutgläubensbasis herangezogen würde.
- Es bleibt zwar abzuwarten, wie dies im „Bucheffectengesetz“ umgesetzt wird. Man kann jedoch davon ausgehen, dass der Gesetzgeber bestrebt sein wird, die Möglichkeit des Gutgläubenserwerbs klarzustellen.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission IX

- Wie kann innerhalb der Blockchain auf rechtliche Sondersituationen reagiert werden?
  - Problem der von Anfang an nichtigen Transaktion
    - Es ist ein besonderes Sicherheitsfeature von Blockchain Transaktionen, dass ein einmal an die Blockchain angehängter und validierter Datenblock nachträglich nicht mehr verändert werden kann. Es gibt jedoch Transaktionen, die sich nachträglich als von Anfang an nichtig herausstellen (z.B. fehlende Geschäftsfähigkeit (§ 105 BGB), Anfechtung (§ 142 BGB), Gesetzeswidrigkeit (§ 134 BGB), Sittenwidrigkeit (§ 138 BGB)).
    - Das in der Wallet eines Erwerbers eingebuchte Krypto-Wertpapier ist, wie dargestellt, letztlich eine mittelbare Besitzposition, auf die die allgemeinen Vorschriften des BGB Anwendung finden: War nur das Verpflichtungsgeschäft nichtig, kann das Eigentum samt der mittelbaren Besitzposition nach § 812 BGB kondiziert werden. War auch die Übereignung nichtig, besteht die mittelbare Besitzposition zu Unrecht. Es kann Herausgabe nach § 985 BGB verlangt werden. Vollzogen würde dies durch Rückbuchung von Wallet zu Wallet.
    - Vorhandene Datenblöcke werden daher nicht verändert. Es wird vielmehr ein neuer Datenblock entstehen, durch den die vorherige Transaktion rückgängig gemacht wird.
    - Allerdings trägt die ursprünglich (unwirksam) übertragende Partei das Risiko eines zwischenzeitlichen gutgläubigen Erwerbs. Es besteht dann lediglich ein Anspruch auf Herausgabe des Wertes (§ 818 BGB bzw. §§ 989ff. BGB).

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission X

## – Problem der Gläubigerversammlung

- Handelt es sich bei der Blockchain-Anleihe um eine Gesamtemission, ist das (aufgrund des „Bucheffektengesetzes“ voraussichtlich modifizierte) SchVG uneingeschränkt anwendbar. Folglich kann es aufgrund eines mehrheitlichen Gläubigerversammlungsbeschlusses dazu kommen, dass die Emissionsbedingungen nachträglich verändert werden.
- Die Beschlussfassung ist dabei keine Transaktion, die innerhalb der Blockchain stattfindet, da kaum zu erwarten ist, dass das SchVG entsprechend modifiziert wird. Ein außerhalb der Blockchain („off chain“) gefasster Mehrheitsbeschluss muss daher innerhalb der Blockchain umgesetzt werden.
- Die Umsetzung von Beschlüssen regelt § 21 SchVG: „Beschlüsse der Gläubigerversammlung, durch welche der Inhalt der Anleihebedingungen abgeändert oder ergänzt wird, sind in der Weise zu vollziehen, dass die maßgebliche Sammelurkunde ergänzt oder geändert wird. **Im Fall der Verwahrung der Sammelurkunde durch eine Wertpapiersammelbank hat der Versammlungs- oder Abstimmungsleiter dazu den in der Niederschrift dokumentierten Beschlussinhalt an die Wertpapiersammelbank zu übermitteln mit dem Ersuchen, die eingereichten Dokumente den vorhandenen Dokumenten in geeigneter Form beizufügen.** Er hat gegenüber der Wertpapiersammelbank zu versichern, dass der Beschluss vollzogen werden darf.“
- Bei elektronischen Wertpapieren nach dem „Bucheffektengesetz“ wird § 21 SchVG voraussichtlich dahingehend modifiziert werden müssen, dass der Beschluss Teil der im „Schuldenbuch“ zu hinterlegenden Dokumentation sein wird, so dass aus dem „Schuldenbuch“ ersichtlich wird, was die aktuellen Emissionsbedingungen sind.



# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission XI

- Da bei einer Blockchain vorhandene und validierte Blöcke nicht nachträglich änderbar sind, müssten bei einer Blockchain-Anleihe also die modifizierten Emissionsbedingungen bei allen Personen, die eine Blockchain-Schuldverschreibung der betreffenden Emission in ihrer Wallet haben, als neuer Block hinzugefügt werden.
- Neue Blöcke können jedoch in einer Blockchain nur aufgrund eines besonderen Validierungsverfahrens generiert werden. Bei private blockchains kann dies z.B. ein Mehrheitsverfahren im Kreis derjenigen Teilnehmer sein, die als „Validierer“ fungieren.
- Allerdings kann der nach dem SchVG (u.U. nach einem gerichtlichen Beschlussverfahrens nach § 20 SchVG) bereits vollziehbare Mehrheitsbeschluss nicht noch einmal einem Validierungsverfahren unterworfen werden. Der rechtskräftig vollziehbare Beschluss ist schlicht umzusetzen.
- Dies bedeutet, dass einer Instanz Schreibrechte eingeräumt werden müssen, um den Beschluss bei jedem Teilnehmer zu vollziehen. Entsprechend § 21 Abs. 1 Satz 2 SchVG kommt hierfür nur die Instanz in Betracht, die das „Schuldenbuch“ führt, also das mit dieser Aufgabe betraute Kreditinstitut bzw. Zentralverwahrer.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission XII

- Welche Übertragungsbeschränkungen gibt es bei Blockchain-Schuldverschreibungen?
  - Auch hier zunächst ein Blick auf die Welt der klassischen Wertpapiere:
    - Klassische effektiv verbriefte Wertpapiere unterliegen keinerlei Übertragungsbeschränkungen. Sie können ohne Beschränkung und ohne Rücksicht auf nationale Grenzen oder die Existenz von Depotkonten von Person zu Person physisch übertragen werden.
    - Dies gilt grundsätzlich auch für zentralverwahrte klassische Wertpapiere. Sie können zum einen als GS-Anteil innerhalb des Clearingsystems übertragen werden. Zum anderen kann nach §§ 7, 8 DepotG jederzeit die Herausgabe effektiver Stücke verlangt werden. Dies gilt im Grundsatz auch für Globalurkunden (§ 9 Abs. 3 Satz 1 DepotG), wobei dem Emittenten die für den Stückedruck erforderliche Zeit einzuräumen ist.
    - Bei Bundeswertpapieren gilt dies entsprechend. Zwar kann kein Stückedruck verlangt werden. Der Anleger kann jedoch die Umwandlung seines GS-Anteils in eine Einzelschuldbuchforderung verlangen (§ 7 Abs. 1 BSchuWG).
    - Sowohl bei Globalurkunden als auch bei Sammelschuldbuchforderungen kann jedoch die Einzelverbriefung bzw. die Umwandlung in eine Einzelschuldbuchforderung ausgeschlossen werden (§ 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG, § 7 Abs. 1 Satz 1, letzter HS BSchuWG). Eine Übertragung ist dann nur innerhalb des Clearingsystems möglich. Aufgrund der bestehenden und aufgrund der CSDR weiter voranschreitenden Vernetzung der Clearingsysteme spielt dies kaum eine praktische Rolle.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission XIII

- Bei Blockchain-Anleihen sieht die Sache jedoch anders aus:
  - Die Übertragbarkeit der Krypto-Schuldverschreibungen ist technisch auf die konkrete Blockchain beschränkt. Eine für den Wertpapierverkehr verlässliche Interoperabilität zwischen verschiedenen Blockchains („Internet der Blockchains“) existiert nicht und ist noch Zukunftsmusik (obwohl es Ansätze für sog. „cross chain manager“ oder „cross chain connectors“ gibt).
  - Dies ist eine besondere Blockchains eigene technische Übertragungsrestriktion, die zweifellos als Risikofaktor und Teil der Wertpapierbeschreibung Eingang in den Prospekt finden muss:
    - Nach Art. 14 der DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2019/980 DER KOMMISSION vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission muss der Prospekt gemäß Anhang 14 Punkt 4.14 als Kategorie „A“ Angabe in der Wertpapierbeschreibung von Kleinanleger-Emissionen eine **Beschreibung aller etwaigen Beschränkungen für die Übertragbarkeit der Wertpapiere enthalten**. Entsprechendes gilt für Großanlegeremissionen.

# Blockchain-Anleihen morgen: Ausgewählte Sonderfragen einer Blockchain-Bondemission XIV

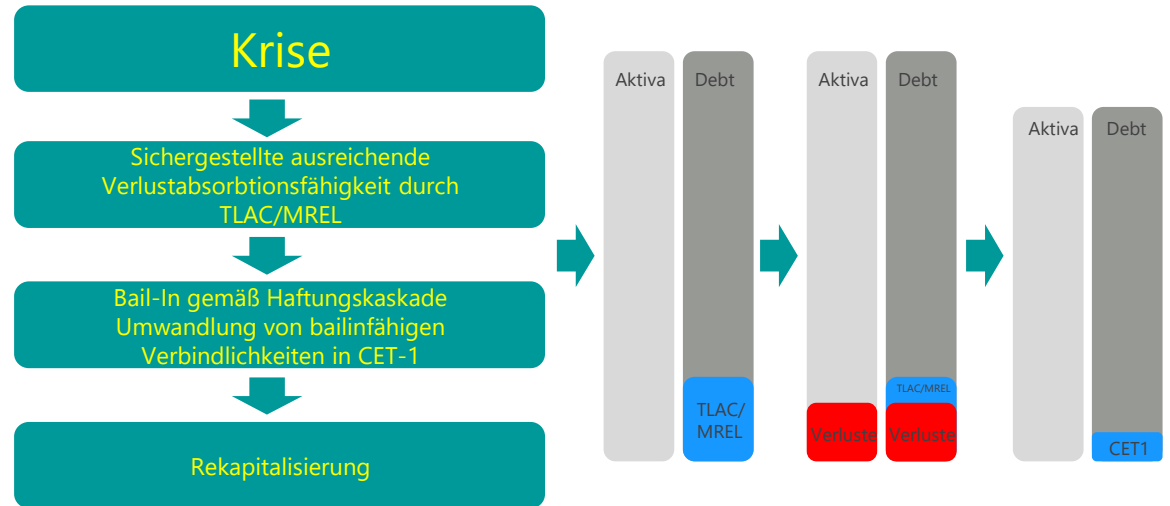
- Auch eine unmittelbare Übertragung der Krypto-Wertpapiere aus der Blockchain in ein klassisches Verwahrsystem scheidet aus. Allenfalls könnte man an eine Zweitverbriefung nach einem System kommunizierender Röhren denken:
  - In einem solchen System wäre ein Zentralverwahrer Teilnehmer des Blockchain-Netzwerks. Andere Teilnehmer würden ihre Krypto-Schuldverschreibungen auf diesen Zentralverwahrer übertragen und bei ihm immobilisieren. Auf dieser Basis würde eine Zweitverbriefung durchgeführt und in das reguläre Verwahrsystem des Zentralverwahrers eingeliefert. Die in der Blockchain immobilisierten Krypto-Schuldverschreibungen könnten dann als GS-Anteile im klassischen Verwahrsystem zirkulieren.



Dr. Patrick Scholl, Dr. Berthold Kusserow

# Die wichtigsten Änderungen in der CRR II / SRM II für MREL- Bankenrefinanzierungen

# Um was geht es eigentlich bei MREL?



# MREL und TLAC

- MREL = setzt sich aus Verlustabsorptions- und Rekapitalisierungsbetrag, welche jeweils auf RWA- und LRE-Basis kalibriert werden, zusammen
- Seit der CRR II dazu: Implementierung von TLAC für global systemrelevante Institute („G-SRI“):
  - feste MREL-Quote bzgl. der risikogewichteten Aktiva und der Bemessungsgrundlage für die Verschuldungsquote entsprechend dem TLAC-Standard mit Inkrafttreten des Bankenpakets
    - Ggf. aber zusätzliche institutsspezifische MREL-Anforderungen nach Art. 12 e CRR II und Art. 45 d BRRD II
  - Weiteres wesentliches Element der TLAC-Vorgaben ist das sog. Nachrangkriterium
- Institutsindividuelle Festsetzung für Nicht-G-SRIs:
  - MREL-Anforderungen werden institutsspezifisch – also nach wie vor unabhängig von einer gesetzlich definierten Mindesthöhe - von den Abwicklungsbehörden festgelegt (aber Ausnahme bei Top Tier Banken)
  - Die Abwicklungsbehörde entscheidet außerdem, in welcher Höhe die institutsspezifisch festgesetzte MREL-Anforderung u.U. mit nachrangigem Kapital zu erfüllen ist

# MREL und TLAC

- Wo wird was geregelt?
  - TLAC: Art. 72 a ff. CRR II
  - MREL: Entweder SRM-VO für Euro Institute, die der SRM unterliegen; ansonsten SAG. Die neuen an TLAC angepassten MREL Vorgaben sind in Art. 12 ff. SRM II bzw. SAG (neu, noch nicht umgesetzt) i.V.m. Art. 45 BRRD II enthalten
  - Dazu bspw. die MREL policy des SRB (einschließlich Addendum vom 25. Juni 2019)
- Anwendungszeitraum:
  - TLAC seit 27. Juni 2019 (mit bestimmtem Bestandsschutz Art. 494b CRR II)
  - MREL bereits anwendbar; die neuen an TLAC angepassten MREL Vorgaben gelten ab 28. Dezember 2020



# TLAC vs. MREL neu: Wesentliche Unterschiede

TLAC	MREL neu
Gilt nur für Global Systemrelevante Institute und wesentliche Töchter von Nicht-EU Global Systemrelevanten Instituten	Gilt für alle anderen Institute
Einlagen Laufzeit < ein Jahr, gedeckte Einlagen bis EUR 100.000, Einlagen von Privatpersonen und KMU > EUR 100.000 nicht berücksichtigungsfähig	Gedeckte Einlagen bis EUR 100.000 nicht berücksichtigungsfähig
Derivate und Instrumente mit eingebetteten Derivaten nicht berücksichtigungsfähig	Derivate und Instrumente mit eingebetteten Derivaten unter bestimmten Umständen berücksichtigungsfähig
Nachrang zwingend für Berücksichtigungsfähigkeit erforderlich	Nachrang nicht zwingend für Berücksichtigungsfähigkeit erforderlich
	Institutsindividuelle Quote auf Basis des Abwicklungsplans (Verlustabsorption plus Rekapitalisierung bzw. bei Liquidation nur Verlustabsorption) plus gegebenenfalls Marktvertrauenspuffer
	Es kann Quote von bis zu 8% der gesamten Verbindlichkeiten für nachrangige berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten festgesetzt werden
Feste Quote der RWA (18%) und der Gesamtrisikopositionsmessgröße (6,75%)	Für Top-Tier-Institute feste Quote der RWA (13,5%) und der Gesamtrisikopositionsmessgröße (5%)
Halbjährliche Offenlegung	Jährliche Offenlegung

# Überblick zu den MREL-Quoten

Position	G-SRIs	„Top Tier“-Banken (> 100 Mrd. € Bilanzsumme und Fishing-Option)	Andere Banken (für die eine Abwicklung vorgesehen ist) <sup>1</sup>
Ab Inkrafttreten des Bankenpakets	16 % RWA 6 % LRE ggf. höhere institutsspezifische Anforderung <sup>2</sup>	Institutsspezifische Anforderung <sup>2</sup>	Institutsspezifische Anforderung <sup>2</sup>
Ab 01.01.2022	18 % RWA 6,75 % LRE ggf. höhere institutsspezifische Anforderung <sup>2</sup>	13,5 % RWA 5 % LRE ggf. höhere institutsspezifische Anforderung <sup>2</sup>	Institutsspezifische Anforderung <sup>2</sup>
Ab 01.01.2024	Siehe oben, Zusätzlich 8 % TLOF <sup>3</sup>	Siehe oben, Zusätzlich 8 % TLOF <sup>3</sup> (aber höchstens 27 % RWA)	Institutsspezifische Anforderung <sup>2</sup> Zusätzlich 8 % TLOF <sup>3</sup> im Ermessen der Abwicklungsbehörde
Nachranganforderung	Grundsätzlich Ja <sup>5</sup>		Einzelfallentscheidung (NCWO-Prüfung)

<sup>1</sup> Für Banken, für die eine Insolvenz vorgesehen ist, wird die Abwicklungsbehörde MREL in Höhe des Verlustabsorptionsbetrages (=Mindestkapitalanforderungen) festlegen. <sup>2</sup> Ausgangsformel zur Berechnung der institutsspezifischen Anforderung:  $2 * P1 + 2 * P2 + CBR + \text{Marktvertrauenszuschlag bzw. } 2 * LRE$ . <sup>3</sup> Gesamtverbindlichkeiten (Total Liabilities and Own Funds: TLOF). <sup>4</sup> Die Höhe der Nachranganforderung wird gesetzlich begrenzt. So darf die Abwicklungsbehörde die Erfüllung der institutsspezifischen MREL-Anforderung mit nachrangigen Instrumenten maximal in Höhe von 8 % TLOF bzw. einer gesetzlich vorgesehenen Formel (sog. „prudential formula“:  $2P1 + 2P2R + CBR$ ) verlangen. <sup>5</sup> Ausnahmen gem. Art. 72b Abs. 3-5 CRR möglich.

Quelle: Deutsche Bundesbank

# Blick auf „Senior“-Emissionen im Zusammenhang mit MREL/TLAC/Bail-In

- Definition von nicht nachrangiger Verbindlichkeit nach Erwägungsgrund 9 der BRRD II: „alle Verbindlichkeiten, die sich aus Forderungen gewöhnlicher ungesicherter Gläubiger ergeben“; im Markt auch als „Senior Preferred“ bezeichnet. Nachrangig gegenüber diesen Verbindlichkeiten sind alle nicht-bevorrechtigten Schuldtitel nach § 46 f Abs. 6 S. 1 KWG („Senior Non-Preferred“)
- Grds. sind alle „Senior“ Emissionen auch bail-in fähig, es sei denn es handelt sich um eine „excluded liability“
- Im Zusammenhang mit TLAC gilt jedoch aufgrund des grds. Nachrangigkeitserfordernis das Folgende:
  - Senior „Preferred“ und „Non-Preferred“ Emissionen, die *nicht* die Anforderungen für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten nach Art. 72b CRR II erfüllen: TLAC –
  - Senior „Preferred“ Emissionen, die im Übrigen die Anforderungen für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten nach Art. 72b CRR II erfüllen: TLAC + im Rahmen der Teil-Ausnahmen in der CRR II, z.B. Art. 72b (3) CRR II
  - Senior „Non-Preferred“ Emissionen, die die Anforderungen für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten nach Art. 72b CRR II erfüllen: TLAC +
- Außerhalb TLAC gilt grds. das Folgende (es sei denn es wird im Einzelfall auch die Nachrangigkeit verlangt):
  - Senior „Preferred“ Emissionen, die *nicht* die Anforderungen für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten nach Art. 12 SRM II erfüllen (MREL -)
  - Senior „Preferred“ Emissionen, die die Anforderungen für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten nach Art. 12 SRM II erfüllen (MREL +)
  - Senior „Non-Preferred“ Emissionen, die *nicht* die Anforderungen für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten nach Art. 12 SRM II erfüllen (MREL -)
  - Senior „Non-Preferred“ Emissionen, die die Anforderungen für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten nach Art. 12 SRM II erfüllen (MREL +)

# Exkurs zur Bail-in Haftungskaskade

Anteile und andere Instrumente des harten Kernkapitals (CET 1), § 97 Abs.1 Nr. 1 SAG

Instrumente des zusätzlichen Kernkapitals (AT 1), § 97 Abs. 1 Nr. 2 SAG

Instrumente des Ergänzungskapitals (Tier 2), § 97 Abs. 1 Nr.3 SAG

**Unbesicherte nachrangige Verbindlichkeiten, § 39 Abs. 1 und 2 InsO**

Nachrangige

- Darlehen,
- Inhaberschuldverschreibungen,
- Genussrechte,

die nicht die Anforderungen an CET1- oder Tier 2-Instrumente erfüllen.

**Verbindlichkeiten aus unbesicherten nicht-nachrangigen und nicht strukturierten Schuldtiteln „Senior Non-Preferred“, § 38 InsO i.V.m. § 46f Abs. 5, Abs. 6 S. 1 und 2, Abs 9 KWG**

- Neuemission (vertraglich niedrigerer Rang): nicht privilegiert nach § 46f Abs. 4 KWG, unbesichert sowie unstrukturiert nach § 46f Abs. 6 KWG n.F.
- Altbestand (gesetzlicher niedrigerer Rang): § 46f KWG a.F., vgl. § 46f Abs. 9 KWG n.F.

**Unbesicherte nicht-nachrangige Verbindlichkeiten – „Senior Preferred“, § 38 InsO i.V.m. § 46f Abs. 5, Abs. 6 S. 3 KWG**

- Einlagen von großen Unternehmen > 100.000 EUR
- Derivate
- Unbesicherte strukturierte Schuldtitel nach § 46 Abs. 7 KWG
- Unbesicherte strukturierte Schuldtitel nach § 46 Abs. 7 KWG (*Neuemissionen*)

**Entschädigungsfähige Einlagen i.S.d. § 2 Abs. 4 EinSiG (bzw. § 2 Abs. 3 Nr. 18 SAG) von Privaten und KMU > 100.000 EUR, § 46 Abs. 4 Nr. 2 KWG**

**Nicht berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten für Bail-in, §§ 47 ff. InsO i.V.m. § 91 Abs. 2 SAG, z.B.:**

- Gedeckte Einlagen ≤ 100.000 EUR nach § 8 EinSiG
- Besicherte Verbindlichkeiten und Verbindlichkeiten aus einem Treuhandverhältnis
- Verbindlichkeiten aus der Verwahrung von Kundenvermögen oder Kundengeldern

Grundsätzliche Haftungskaskade beim Bail-in

# MREL-Fähigkeit (neu) I

- Nach Art. 45 Abs. 1 BRRDII (= Art. 12 Abs. 1 SRMII) sind jederzeit die Anforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten gemäß Art. 45 – 45i BRRDII (= Art. 12a – 12i SRMII) zu erfüllen
- Der Begriff der „berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeit“ ist in Art. 2 Abs. 1 Nr. 71a BRRDII (= Art. 3 Abs. 1 Nr. 49a SRMII) legal definiert:
  - bail-in-fähige Verbindlichkeiten, die die Voraussetzungen des Artikel 12c bzw. Artikel 12g Absatz 2 Buchstabe a der SRM II erfüllen sowie Instrumente des Ergänzungskapitals, die die Voraussetzungen in Artikel 72a Absatz 1 Buchstabe b der CRR II erfüllen
- Dies setzt zunächst voraus, dass die Verbindlichkeit eine „bail-in fähige Verbindlichkeit“ ist. Letztere ist in Art. 2 Abs. 1 Nr. 71 BRRDII (= Art. 3 Abs. 1 Nr. 49 SRMII) legal definiert:
- Dies ist jegliche Verbindlichkeit,
  - bei der es sich nicht um ein Instrument des harten Kernkapitals, des zusätzlichen Kernkapitals oder des Ergänzungskapitals handelt, und
  - die nicht vom Bail-in nach Art. 44 Abs. 2 BRRDII (= Art. 27 Abs. 3 SRMII) ausgenommen ist

# MREL-Fähigkeit (neu) II

- Danach sind folgende Verbindlichkeiten vom Bail-in ausgenommen und somit per se nicht MREL-fähig:
  - Gedeckte Einlagen nach Art. 6 EinlagensicherungsRiLi bis EUR 100.000 (Art. 44 Abs. 2(a) BRRDII = Art. 27 Abs. 3(a) SRMII); dagegen sind die in Art. 72a Abs. 2(b)-(d) CRRII genannten Einlagen nicht generell ausgenommen (das betrifft Einlagen < 1 Jahr und Einlagen von KMU und natürlichen Personen > EUR 100.000)
  - Besicherte Verbindlichkeiten (Art. 44 Abs. 2(b), Alt. 1 BRRDII = Art. 27 Abs. 3(b) Alt. 1 SRMII)
  - Gedeckte Schuldverschreibungen und sonstige Deckungsstockverbindlichkeiten (Art. 44 Abs. 2(b), Alt. 2 BRRDII = Art. 27 Abs. 3(b) Alt. 2 SRMII)
  - Insolvenzgeschützte Kundengelder, Kundenvermögen und Fondsvermögen (Art. 44 Abs. 2(c) BRRDII = Art. 27 Abs. 3(c) SRMII)
  - Insolvenzgeschützte Treuhandvermögen (Art. 44 Abs. 2(d) BRRDII = Art. 27 Abs. 3(d) SRMII)
  - Bestimmte Verbindlichkeiten gegenüber Instituten und aus Systemen mit einer Laufzeit weniger als 7 Tagen (Art. 44 Abs. 2(e) und (f) BRRDII = Art. 27 Abs. 3(e) und (f) SRMII)

# MREL-Fähigkeit (neu) III

- Bestimmte Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern, Handelsgläubigern, Steuer- und Sozialbehörden und Einlagensicherungssystemen (Art. 44 Abs. 2(g) BRRDII = Art. 27 Abs. 3(g) SRMII)
- Bestimmte gruppeninterne Verbindlichkeiten, die gegenüber gewöhnlichen unbesicherten Verbindlichkeiten nicht nachrangig sind (Art. 44 Abs. 2(h) BRRDII = Art. 27 Abs. 3(h) SRMII)
- Dagegen sind Verbindlichkeiten aus Derivaten und aus Schuldtiteln, in die Derivate eingebettet sind (anders als in Art. 72a Abs. 2(k) und (l) CRRII) nicht generell ausgenommen, sondern MREL-fähig, wenn weitere Voraussetzungen erfüllt werden (siehe Art. 45b Abs. 2 BRRDII = Art. 12c Abs. 2 SRMII))
- Ist die Verbindlichkeit grundsätzlich bail-in fähig, muss sie die weiteren Voraussetzungen des Art. 45b Abs. 1 BRRDII (= Art. 12c Abs. 1 SRMII) erfüllen, nämlich folgende:
  - Erfüllung der Voraussetzungen des Art. 72a CRRII,
  - Erfüllung der Voraussetzungen des Art. 72b CRRII (außer dem Nachrangerfordernis aus Art. 72b Abs. 2(d) CRRII), und
  - Erfüllung der Voraussetzungen des Art. 72c CRRII

# MREL-Fähigkeit (neu) IV

- Nach den Voraussetzungen des Art. 72a CRRII können auch Ergänzungskapitalinstrumente berücksichtigungsfähig sein, wenn sie eine Restlaufzeit von mehr als einem Jahr haben und nicht mehr als Ergänzungskapital nach Art 64 CRRII berücksichtigt werden (Art. 72a Abs. 1(b) CRRII)
- Erfüllung der Voraussetzungen des Art. 72b CRRII bedeutet im Wesentlichen:
  - Verbindlichkeit wurde vom Institut unmittelbar ausgegeben und voll valuiert (Art. 72b Abs. 2(a) CRRII)
  - Verbindlichkeit wird nicht vom Institut, einer gruppenangehörigen Einheit oder einer Einheit gehalten, an der das Institut eine mindestens 20%ige Beteiligung hält (Art. 72b Abs. 2(b) CRRII)
  - Verbindlichkeitserwerb wurde nicht vom Institut finanziert (Art. 72b Abs. 2(c) CRRII)



# MREL-Fähigkeit (neu) V

- Verbindlichkeit ist nicht rangverbessernd besichert oder garantiert durch das Institut, eine Tochter, die Mutter, verbundene Unternehmen oder durch ein Unternehmen, zu dem eine enge Beziehung besteht (Art. 72b Abs. 2(e) CRRII)
- Verbindlichkeit unterliegt nicht einer die Verlustabsorptionsfähigkeit beeinträchtigenden Aufrechnungs- oder Verrechnungsvereinbarung (Art. 72b Abs. 2(f) CRRII)
- Vorzeitige Kündigungs- und Fälligstellungsrechte des Gläubigers sind weitgehend ausgeschlossen (außer im Fall der Insolvenz und Liquidation) (Art. 72b Abs. 2(h) und (l) CRRII)
- Vorzeitige Kündigungs-, Fälligstellungs- und Rückkaufrechte des Schuldners sind stark eingeschränkt und unterliegen dem Zustimmungserfordernis nach Art. 78a CRRII (Art. 72b Abs. 2(i) und (j) CRRII)

# MREL-Fähigkeit (neu) VI

- Jegliche Incentivierung zur vorzeitigen Kündigung, Fälligestellung und Rückkauf sind unzulässig (Art. 72b Abs. 2(g), (k) und (m) CRRII)
- Bestimmte Dokumentationspflichten für nach dem 28.06.2021 begebene Verbindlichkeiten (Art. 72b Abs. 2(n) CRRII)

# MREL-Fähigkeit (neu) VII

- Die Erfüllung der Voraussetzungen nach Art. 72c CRRII bedeutet im Wesentlichen:
  - Die Restlaufzeit der Verbindlichkeit muss mindestens ein Jahr betragen (Art. 72c Abs. 1 CRRII)
  - Art. 72b Abs. 2 und 3 CRRII enthalten Kriterien, wie sich vorzeitige Kündigungs-, Fälligstellungs- und Rückkaufrechte sowie die Incentivierung hierzu auf die Ermittlung der Restlaufzeit auswirken
- Ist die Verbindlichkeit nach Art. 45b Abs. 1 BRRDII (= Art. 12c Abs. 2 SRMII) grundsätzlich berücksichtigungsfähig, handelt es sich jedoch um einen Schuldtitel mit eingebettetem Derivat, müssen zur Berücksichtigungsfähigkeit des Nennwertes zusätzlich eine der folgenden Voraussetzungen erfüllt werden:
  - Der Nennwert ist bekannt oder steigt an und ist nicht von einer derivativen Komponente betroffen und Gesamtbetrag der Verbindlichkeit kann mit Bezug auf einen liquiden Markt täglich bewertet werden (Art. 45b Abs. 2(a) BRRDII = Art. 12c Abs. 2(a) SRMII), oder

# MREL-Fähigkeit (neu) VIII

- der Schuldtitel enthält eine Vertragsklausel, wonach der Forderungswert im Insolvenz- und Abwicklungsfall fixiert ist oder ansteigt und nicht höher ist als der ursprünglich eingezahlte Betrag der Verbindlichkeit (Art. 45b Abs. 2(b) BRRDII = Art. 12c Abs. 2(b) SRMII), und
- der Schuldtitel darf keiner Saldierungsvereinbarung unterliegen (Art. 45b Abs. 2 Unterabs. 2 BRRDII = Art. 12c Abs. 2 Unterabs. 2 SRMII)
- Einen Sonderfall der „berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten“ stellen die „nachrangigen berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten“ dar, die in Art. 2 Abs. 1 Ziff. 71b BRRDII (= Art. 3 Abs. 1 Nr. 49b SRMII) legal definiert sind:
  - Es handelt sich um nachrangige (senior non-preferred) Verbindlichkeiten die alle Voraussetzungen der Art. 72a, 72b Abs. 1-2 und 72c CRRII erfüllen (also weder hartes Kernkapital, zusätzliches Kernkapital noch Ergänzungskapital)
  - Die Verbindlichkeit stammt nicht aus einem Derivat oder einem eingebetteten Derivat (da alle Voraussetzungen zu erfüllen sind, gilt wohl auch Art. 72a Abs. 2(k) und (l) CRRII)

# Neue Beschränkungen für Kündigungsrechte I

- Kündigungs-, vorzeitige Fälligkeitstellungs- und Rückkaufrechte können nur in Übereinstimmung mit Art. 78a CRR II ausgeübt werden (Art. 72b Abs. 2(j) CRR II) und erfordern die Zustimmung der Abwicklungsbehörde (Art. 77 Abs. 2 CRR II)
- Gilt ab 27. Juni 2019, jedoch für Market-Making erst ab 31. Dezember 2019 (SRM-Institute; SRB-Addendum) bzw. 26. Juni 2020 (SAG-Institute; BaFin Allgemeinverfügung)
- Die Zustimmung wird nur unter folgenden Voraussetzungen erteilt:
  - das Institut ersetzt die berücksichtigungsfähige Verbindlichkeit vor oder gleichzeitig durch Eigenmittelinstrumente oder berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten zumindest gleicher Qualität zu Bedingungen, die im Hinblick auf die Ertragsmöglichkeiten des Instituts nachhaltig sind (Art. 78a Abs. 1(a) CRR II); dabei wird insbesondere geprüft, ob höhere Kosten entstehen (Art. 78a Abs. 2 CRR II)
  - das Institut hat nachgewiesen, dass seine Eigenmittel und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten die Anforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten um eine Spanne übersteigen, die die Abwicklungsbehörde für erforderlich hält (Art. 78a Abs. 1(b) CRR II)

# Neue Beschränkungen für Kündigungsrechte II

- das Institut hat nachgewiesen, dass die teilweise oder vollständige Ersetzung der berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten durch Eigenmittelinstrumente erforderlich ist, um die Einhaltung der Eigenmittelanforderungen zum Zwecke einer dauerhaften Zulassung zu gewährleisten (Art. 78a Abs. 1(c) CRRII)
- Die Zustimmung kann unter bestimmten Voraussetzungen vorab für ein Jahr erteilt werden (Art. 78a Abs. 1 Unterabs. 2 CRRII)
- Kündigungs-, vorzeitige Fälligstellungs- und Rückkaufrechte können nur nach freiem Ermessen des Schuldners ausgeübt werden (Art. 72b Abs. 2(i) CRRII)

# Verkaufsbeschränkungen für Retail I

- Nach Art. 44a BRRDII (= keine Entsprechung in der SRMII) gelten für „nachrangige berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten“ iSv. Art. 2 Abs. 1 Nr. 71b BRRDII Retail-Verkaufsbeschränkungen
- Erfasst sind
  - nicht aus Derivaten oder eingebetteten Derivaten („... alle Bedingungen nach Art. 72a [CRRII] ...“) und
  - nicht aus Ergänzungskapitalinstrumenten iSv. Art. 72a Abs. 1(b) CRRII

stammende senior non-preferred Produkte, unabhängig davon, ob sie verbrieft oder nicht verbrieft sind

- Betroffen ist der Verkauf an „Kleinanleger“ iSv. Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MiFID („Privatkunden“ iSv. § 67 Abs. 3 WpHG), d.h. an Anleger, die nicht als „professionelle Anleger“ iSv. Anhang II zur MiFID (§ 67 Abs. 2 WpHG) eingeordnet sind

# Verkaufsbeschränkungen für Retail II

- Verkauf an Kleinanleger setzt voraus:
  - Durchführung eines „Suitability Tests“ nach Art. 25 Abs. 2 MiFID (§ 64 Abs. 3 WpHG) (Art. 44a Abs. 1(a) BRRDII)
  - Der Suitability Test muss die Geeignetheit bestätigt haben (Art. 44a Abs. 1(b) BRRDII),
  - Die Geeignetheit wurde gemäß Art. 25 Abs. 6 MiFID (§ 64 Abs. 4 WpHG) dokumentiert (Art. 44a Abs. 1(c) BRRDII)
- Wenn das Finanzinstrument-Portfolio des Kleinanlegers EUR 500.000 nicht übersteigt (einschließlich nicht als Sicherheit dienendes Bargeld und sonstige Finanzinstrumente, Art. 44a Abs. 4 BRRDII), müssen zum Erwerbszeitpunkt weitere Bedingungen eingehalten werden:
  - Die nachrangigen berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten dürfen nicht mehr als 10% des Finanzinstrument-Portfolios ausmachen (Art. 44a Abs. 2(a) BRRDII),
  - Der Mindestanlagebetrag beträgt EUR 10.000 (Art. 44a Abs. 2(b) BRRDII)



# Verkaufsbeschränkungen für Retail III

- Obwohl Art. 44a BRRDII generell auf „nachrangige berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten“ abstellt, was auch nicht-verbriefte Instrumente mit umfasst, ist die Messgröße des Art. 44a Abs. 2 BRRDII das „Finanzinstrument-Portfolio“, d.h. das zu betrachtende Portfolio muss aus „Finanzinstrumenten“ iSv. § 1 Abs. 11 KWG bestehen
- Die Mitgliedstaaten können diese Pflichten auf Eigenmittelinstrumente und andere „bail-in fähige Verbindlichkeiten“ ausweiten (Art. 44a Abs. 1 Unterabs. 2 BRRDII) und es kann eine Mindeststückelung von EUR 50.000 vorgesehen werden (Art. 44a Abs. 5 BRRDII)
- Mitgliedstaaten können jedoch auch Erleichterungen vorsehen:
  - Liegt der Gesamtwert der Vermögenswerte des Instituts bei max. EUR 50 Mrd., können die Pflichten auf den Mindestanlagebetrag beschränkt werden (Art. 44a Abs. 6 BRRDII)
  - Von der Anwendung des Art. 44a BRRDII auf vor dem 28.12.2020 begebenen Verbindlichkeiten kann abgesehen werden (Art. 44a Abs. 7 BRRDII)

# Dokumentationsthemen

- Unterschiede in der Dokumentation bei SP, SNP bzw. bei berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten
  - Rangstufe und Regelungen zur Umsetzung der Vorgaben des 72a CRR II
- Rückkäufe / Marktpflege bei berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten
- Verlust der TLAC / MREL-Fähigkeit als Kündigungsgrund



Patrick Scholl, Alexei Döhl, James Taylor

# EU Prospectus Regulation

The application of the new prospectus law  
by Competent Authorities in relation to  
debt prospectuses

# EU Prospectus Regulation Overview

## **Part I – Approval process and current experiences in detail**

1. General requirements for the approval procedure
2. Criteria for the scrutiny by National Competent Authorities (NCAs)
3. Relevant aspects for all document types
4. Issuer disclosure
5. Securities Note and Base Prospectus
6. Summary

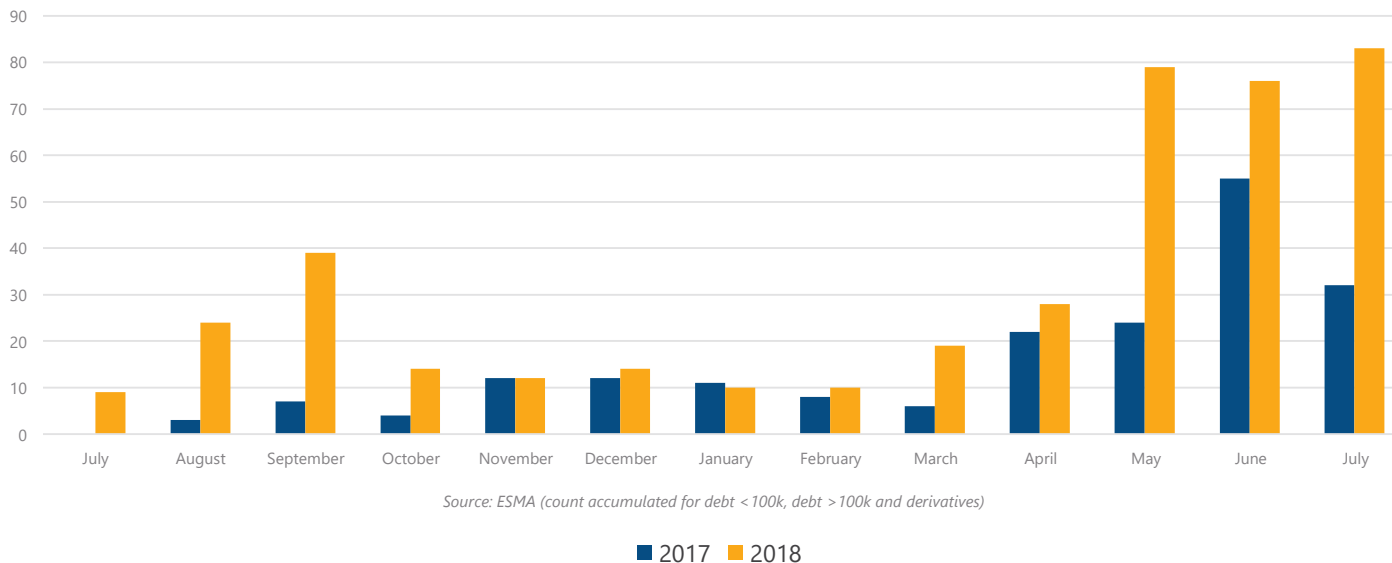
## **Part II – Practical conclusions**

1. Focus on regulators
2. Technical issues

# EU Prospectus Regulation Overview

## Approval of German debt prospectuses

21 July 2017 to 20 July 2018 versus 21 July 2018 to 21 July 2019



# EU Prospectus Regulation

## Part I – 1. General requirements for the approval procedure

- Requirements generally set out in Delegated Regulation 2019/980 („**DelReg**“)
- Scrutiny and Approval set out in Art. 35 to 45 DelReg
- Criteria for the scrutiny of completeness, comprehensibility and consistency (see next slides)
- Additional criteria may be applied by the competent authority
- Documents and declarations to be provided to the competent authority set out in Art. 42 DelReg
  - in particular all information incorporated by reference (unless already filed with or approved by the same competent authority)
- Final submission shall be accompanied by information set out in Art. 42 DelReg
- Information provided to the competent authority must be in a searchable format (Art. 42(2) DelReg)

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 2. Criteria for the scrutiny by NCAs

- Criteria for the scrutiny of completeness
  - prospectus is drawn up in accordance with Prospectus Regulation („PR“)
  - whether the issuer has a complex financial history or has made a significant financial commitment
- Criteria for the scrutiny of comprehensibility
  - prospectus has a clear and detailed table of contents
  - prospectus is free from unnecessary reiterations
  - related information is grouped together
  - easily readable font size
  - structure enables investors to understand its contents
  - defines the components of mathematical formulas
  - clearly describes the product structure

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 2. Criteria for the scrutiny by NCAs (Cont'd)

- For retail prospectuses only:
  - prospectus is written in plain language
  - clearly describes the nature of the issuer's operations and its principal activities
  - explains trade or industry specific terminology
- Criteria for the scrutiny of consistency:
  - prospectus is free of material discrepancies between the information provided therein (including information incorporated by reference)
  - material and specific risks disclosed elsewhere should be included in the risk factors section
  - information in the summary is in line with information elsewhere in the prospectus
  - figures on the use of proceeds correspond to the amount of proceeds being raised



# EU Prospectus Regulation

## Part I - 2. Criteria for the scrutiny by NCAs (Cont'd)

- the disclosed use of proceeds is in line with the disclosed strategy of the issuer
- description of the issuer in the historical financial information, the description of the issuer's activity and the description of the risk factors are consistent
- working capital statement is in line with the risk factors, the auditor's report, the use of proceeds and the disclosed strategy of the issuer and how that strategy will be funded
- Additional Guidance:
  - BaFin Merkblatt zur Prüfung von Wertpapierprospekten auf Verständlichkeit (WA 51-Wp 7115-2019/0099)
  - CSSF Circular 19/724 (Technical specifications regarding the submission of documents to the CSSF under Regulation (EU) 2017/1129 and the Law of 16 July 2019 on prospectuses for securities and presentation of the regulatory framework governing prospectuses)

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 3. Relevant aspects for all document types

- Persons responsible; Wording shall exactly follow Art. 11 (1) PR (BaFin); wording in item 1.2 of Annex 6 or Annex 14/15 can be included in addition (BaFin)
- Identification of the source(s) of the information pursuant to item 1.4 of Annex 6 and Annex 14/15, including by reference to the relevant section in the FT (BaFin)
- Statement regarding the approval pursuant to item 1.5 of Annex 6 and Annex 14/15 should not be included on the cover page only and should be numbered (BaFin)
- Warning re. the expiration of the Prospectus/Registration Document (Art. 21 (8) PR)

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 3. Relevant aspects for all document types (Cont'd)

- Website of the issuer and other websites should be accompanied by the disclaimer that the information on the website does not form part of the prospectus unless that information is incorporated by reference into the prospectus
  - CSSF suggests the following either on each website reference or in a general section: “The information on the websites does not form part of the prospectus and has not been scrutinized or approved by the competent authority”
- Documents incorporated by reference:
  - Hyperlinks to the documents containing the relevant information must be included and should be clickable
    - Deep link to the document vs. other links to the sections where the document is displayed is still a discussion point
  - Cross reference list setting out all information incorporated by reference must be included

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 3. Relevant aspects for all document types (Cont'd)

- Specific new comments regarding the set-up of base prospectuses?
  - Concerns of the market that regulators might overly reduce the size or optionality of base prospectuses
  - Experiences so far
- Plain language, in particular regarding
  - The use of definitions; is a glossary required?
  - Segregation and description of products
  - Use of simple disclosure elements, explanation of formulas or examples
  - Experiences so far

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 3. Relevant aspects for all document types (Cont'd)

- Risk factors are so far the main focus by regulators.
- Received comments include the following:
  - Reasoning for categorisation
  - Ban of disclaimers or languages that can widely be seen as disclaimers. BaFin requests a short introduction only: “The following are the specific and material risks of the Issuer / Securities”
  - The most material risk factor/risk factor(s) are to be set out first (and correspondingly highlighted)
    - Discussions are still ongoing; main discussion points
  - Assessment of the materiality should be disclosed / mentioned
  - Categorisation and request to use a qualitative scale equal to or similar to the level 1 example of “high, medium, low”
  - Specific risk factors, for example no general references to risk of all “car manufacturers” / “banks”

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 3. Relevant aspects for all document types (Cont'd)

- BaFin focuses review on specificity, too
- Regular comments on disclaimer and mitigation language in risk factors and risks contained in other parts of the issuer disclosure
- Administrative practice re. interpretation of the risk guidelines is still developing

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 4. Issuer disclosure – New aspects

- Material changes in the issuer's borrowing and funding structure pursuant to Item 4.1.7 of Annex 6; however, this disclosure item can be marked as not applicable (BaFin/CSSF)
- BaFin requests a clear separation of the following statements:
  - material adverse change in the prospects
  - significant change in the financial performance of the group
  - significant changes in the issuer's financial position
- Description of the expected financing of the issuer's activities must be included (item 4.1.8); BaFin expects to see comprehensive disclosure
- Check issuer disclosure for advertising language
- Incorporation by reference: Full review by the competent authority of information incorporated from a Registration Document approved by another competent authority. The same applies for a filed Universal Registration Document; therefore consider use of tripartite prospectus
- Interim financial statements (statement re. audit / review)

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 4. Issuer disclosure – Risk Factors: categorisation

- Example in the ESMA Risk Guidelines as a starting point
  - Risks related to the issuer's financial situation
  - Risks related to the issuer's business activities and industry
  - Legal and regulatory risks
  - Internal control risks
  - Environmental, social and governance risks



# EU Prospectus Regulation

## Part I - 4. Issuer disclosure – Risk Factors: categorisation (Cont'd)

Example 1 for categorisation:

- Risks related to the issuer's business activities and industry
  - Liquidity risk
  - Credit risk
  - Market price risk
  - Operational risk
- Legal and regulatory risks
  - Regulatory risks
  - Compliance risks
  - Legal and tax risks
- Other specific risks
  - Rating risks
  - Strategic risks
  - Macroeconomic risks
  - Reputation risks

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 4. Issuer disclosure – Risk Factors: categorisation (Cont'd)

Example 2 for categorisation:

- Risks related to the issuer's business activities and industry
  - Market growth risks
  - Margin risks
  - Competition risks
  - Production and Investment risks
  - Purchasing and supply chain risks
  - Information technology risks
  - Personnel risks
- Risks related to the issuer's financial situation
  - Liquidity and credit risks
  - Exchange rate volatility risks
  - Interest rates risks
  - Risks related to personnel costs
- Legal and regulatory risks
- Internal control risks
- Environmental, social and governance risks

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 5. Securities Note and Base Prospectus

- New section “description of the programme”: no specific requirements but useful to introduce the securities, to define the terms used throughout the prospectus and to explain the content and use of the base prospectus
- Plain language: currently no specific issues. BaFin inquired initially to check whether a glossary would be helpful; only limited comments on the use of specific terms
- Risk factors: Main focus of review; several aspects raised on materiality and specificity (in particular on a categorisation similar to high, medium and low), duplication of risks, disclaimer languages; no risks disclosures in other parts of the prospectus
- Securities description: Clear structure with regard to the securities / products described is helpful. Comments mainly on comprehensibility of certain specific expressions / descriptions
- Form of final terms: main focus on new boilerplate languages

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 5. Securities Note and Base Prospectus – Risk Factor Categorisation

- Risk Factor Example in the ESMA Risk Guidelines as a starting point
  - Risks related to the nature of the securities
  - Risks related to the underlying
  - Risks related to the guarantor and the guarantee
  - Risks related to the offer to the public and/or admission of the securities to trading on a regulated market
- Recommendation: Existing risk factors as a starting point for re-ordering in categories. Use of sub-categories helpful in case of base prospectuses

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 5. Securities Note and Base Prospectus – Risk Factor Categorisation

- Risks can be categorised as follows:
  - Risks related to type and ranking of the securities (specifically requested by the new PR)
  - Risk related to payment profile / payments under the Securities and the terms and conditions of the securities
    - This category can also be divided into two categories
    - In case of base prospectuses, a product related separation is advisable; however, there is a certain room for a modular approach if transparently displayed
  - Risk related to purchase, the holding, the selling of the Securities during their term
    - There can be a huge amount of risk factors in this category. As risk factors must be specific, there is a potential of eliminating general risk factors common to all securities/investments
  - Risk related to Underlying
    - Can also be divided into two categories with specific risks relating to all Underlyings and to certain Underlyings
    - Sub categories possible in case of base prospectuses and a combination of many Underlyings
- Qualitative scale for materiality used and explained: Total loss, partial loss, additional costs, specific additional costs, partial or complete loss of yields or even negative yield

# EU Prospectus Regulation

## Part I - 6. Summary

- So far only limited number of approved summaries for debt prospectuses due to the limited number of stand alone prospectuses
- Main BaFin focus so far: financial information
  - Key financial information should be taken from the issuer's financial statements to ensure constancy with the content of the prospectus
  - Alternative titles used in financial statements may be used if different from the titles of the tables
  - Translation mistakes in the German version of Annex III of the Delegated Regulation 2019/979 ("RTS")
  - If certain positions are calculated by the issuer for the purposes of the summary these should be marked as not audited
- Important aspects regarding the other parts and impact on length limit

# EU Prospectus Regulation

## Part II – Practical conclusions

- How have different **regulators** (BaFin, CSSF and the Central Bank of Ireland) reacted to the Prospectus Regulation?
- What differences are there when it comes to the various **types of documents** (base prospectus, stand-alone prospectus, registration document)?
- What **technical issues** can frequently be observed?
- What steps can any issuer take right now to ensure a smooth and stress-free **transition** into the Prospectus Regulation?

# EU Prospectus Regulation

## Part II – 1. Focus on regulators – BaFin

- BaFin is openly communicating that the process of establishing a common approval practice is still ongoing
- As a consequence, the right to revisit all parts of a prospectus with each new submission and to raise new comments is explicitly retained. (Art. 41 (5) DelReg does not seem to be relevant at the moment)
- Statutory review period of 10 working days is commonly fully used
- BaFin focuses on risk factor sections, in particular on materiality and the prohibition of using any kind of disclaimers of liability in the risk factors and introductions thereto (leading to a rather strict approach)
- Very focused on meta data
- In addition to that, we received usual comments



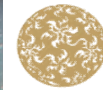
# EU Prospectus Regulation

## Part II – 1. Focus on regulators – CSSF

- CSSF review of risk factors concentrates on an explanation regarding their categorisation and whether the overall number of ten is not exceeded without a particular reason
- Review focus is on new elements (like the date on which the validity of the prospectus lapses or on references to the new Luxembourg law) and on the formal compliance with the minimum content requirements
- Review periods of ten working days are usually not fully used. Subsequent reviews can occur within one working day and focusing on the outstanding comments only
- The CSSF appears to have increased its scrutiny with regard to information incorporated by reference (e.g. comments on the issuer description incorporated by reference from a registration document)
- Focus on hyperlinks and references to websites

# EU Prospectus Regulation

## Part II – 1. Focus on Regulators – Central Bank of Ireland/FCA



Banc Ceannais na hÉireann  
Central Bank of Ireland

Eurosystem

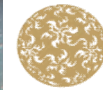


### Central Bank of Ireland (CBI)

- CBI review of risk factors concentrates on compliance of risk section with Recital 54 of PR - i.e. risk factor disclosure should be limited to risks material to investors for making an informed investment decision – there is focus on:
  - Categorization of risk factors
  - Specificity of risk factors (i.e. no boiler plate / disclaimer language and removal of extensive description of laws and regulations that are not directly related to transaction at hand)
  - Materiality of risk factors

# EU Prospectus Regulation

## Part II – 1. Focus on Regulators – Central Bank of Ireland/FCA



Banc Ceannais na hÉireann  
Central Bank of Ireland

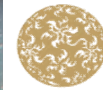
Eurosystem



- Probability of occurrence
- Magnitude of negative impact
- Corroboration to other information included in the prospectus
- CBI appears to apply a test question to each risk factor: *“could the risk factor be inserted without change in another issuer’s prospectus”?*
  - If answer is “yes”, then CBI WILL question its relevance/specificity
- In recent prospectus approval processes, CBI has queried risk factors related to (a) IT systems (cyber-attack), (b) retention of key personnel, (c) failures in internal compliance systems, (d) changes in law

# EU Prospectus Regulation

## Part II – 1. Focus on Regulators – Central Bank of Ireland/FCA



Banc Ceannais na hÉireann  
Central Bank of Ireland

Eurosystem



(e) operational risks, (f) credit risks and (g) market risk, where answer to test question is “yes”

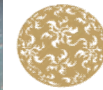
- Scrutiny of the risk factor section by the CBI has significantly increased in the last month or so
- CBI is no longer accepting issuer explanations as to why generic risks are sufficiently relevant to their business and the securities to be issued

### Financial Conduct Authority (FCA)

- FCA focus on removal of boiler plate and risk warnings (e.g. recitals providing that “risk factors should be used as guidance only”)

# EU Prospectus Regulation

## Part II – 1. Focus on Regulators – Central Bank of Ireland/FCA



Banc Ceannais na hÉireann  
Central Bank of Ireland

Eurosystem



- FCA focus on categorization of risks and need to ensure that headings of sub-categories sufficiently distinct from headings of categories and that rules on categorization not circumnavigated
- Similar focus to the CBI on requirement that risk factors disclose the probability and consequences of the risk crystallizing (“what would happen to the issuer/investors in the Notes”)
- Some issuers receiving fewer comments:
  - Issuers whose disclosure already complied with UKLA Technical Note on “Non-equity prospectuses aimed at retail investors” (November 2014)
  - Issuers with equity-listings on the London Stock Exchange and who aligned their disclosure for their debt/equity prospectuses

# EU Prospectus Regulation

## Part II - Preparing for the transition (1/2)

- Start the process well before your usual kick-off date for preparation or a regular update of prospectuses
- Get a sense for the magnitude of the undertaking of transitioning to the PR by answering the following questions:
  - Does the language in the descriptive parts of your retail prospectuses meet the new PR requirements?
  - Will there be continued offers?
  - Can you take this opportunity to reduce complexities (products, variations etc.)?

# EU Prospectus Regulation

## Part II - Preparing for the transition (2/2)

- When will the updated issuer information be available?
- Do you have a sense of the materiality of the risk factors contained in your prospectuses and if not who can provide such information?
- Does it make sense to issue certain products as non-retail products to avoid the additional requirements for retail prospectuses?
- Use of a tripartite prospectus

# The German DCM and derivatives team



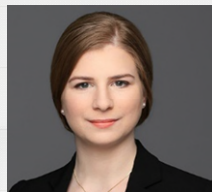
**Dr. Patrick Scholl**

Partner  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E [pscholl@mayerbrown.com](mailto:pscholl@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 1060



**Dr. Berthold Kusserow, LL.M.**

Senior Counsel  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E [bkusserow@mayerbrown.com](mailto:bkusserow@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 2995



**Ann-Kathrin Balster**

Associate  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E [abalster@mayerbrown.com](mailto:abalster@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 2283



**Alexei Döhl, LL.M.**

Senior Associate  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E [adoehl@mayerbrown.com](mailto:adoehl@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 1105



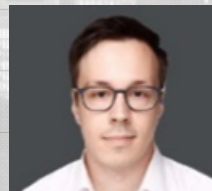
**Marcel Hörauf**

Senior Associate  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E [mhoerauf@mayerbrown.com](mailto:mhoerauf@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 2236



**Sarah Faylor LL.M.**

Transaction Lawyer  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E [sfaylor@mayerbrown.com](mailto:sfaylor@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 2975



**Johannes Mönch, LL.M.**

Transaction Lawyer  
Banking & Finance  
Frankfurt  
E [jmoench@mayerbrown.com](mailto:jmoench@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 2238



# MAYER | BROWN

## Frankfurt

Friedrich-Ebert-Anlage 35-37  
60327 Frankfurt am Main  
Germany

T: +49 69 79 41 0  
F: +49 69 79 41 100

## London

201 Bishopsgate  
London EC2M 3AF  
United Kingdom

T: +44 20 3130 3000  
F: +44 20 3130 3001

## New York

1221 Avenue of the Americas  
New York, NY 10020-1001  
USA

T: +1 212 506 2500  
F: +1 212 262 1910

Americas | Asia | Europe | Middle East

[mayerbrown.com](http://mayerbrown.com)

Mayer Brown is a global services provider comprising associated legal practices that are separate entities, including Mayer Brown LLP (Illinois, USA), Mayer Brown International LLP (England), Mayer Brown (a Hong Kong partnership) and Tauli & Chequer Advogados (a Brazilian law partnership) (collectively the "Mayer Brown Practices") and non-legal service providers, which provide consultancy services (the "Mayer Brown Consultancies"). The Mayer Brown Practices and Mayer Brown Consultancies are established in various jurisdictions and may be a legal person or a partnership. Details of the individual Mayer Brown Practices and Mayer Brown Consultancies can be found in the Legal Notices section of our website. "Mayer Brown" and the Mayer Brown logo are the trademarks of Mayer Brown. © Mayer Brown. All rights reserved.