

/ Elektronische Wertpapiere in M&A-Transaktionen

Vortrag beim Börsenrechtstag an der Universität Leipzig

25. November 2022

Dr. Stephan Schulz

Alicante
Berlin
Bratislava
Brüssel
Budapest
Bukarest
Dresden
Düsseldorf
Frankfurt/M.
Hamburg
London
München
New York
Prag
Warschau

[noerr.com](https://www.noerr.com)

/ Überblick

1

Grundlagen

- a) Überblick über die Arten von Token
 - b) Wirtschaftliche Bedeutung von Security Token als Finanzierungsinstrumente
 - c) Mit Security Token verbundene Rechtsfragen und das eWpG
-

2

Zum praktischen Umgang mit Security Token in M&A-Transaktionen

3

Ausgewählte Rechtsfragen im Kontext von M&A-Transaktionen

- a) Direkterwerb von Security Token
 - b) Erwerb von Beteiligungen an Inhabern von Security Token
 - c) Erwerb von Beteiligungen an Emittenten von Security Token
-

4

Fazit

/ Grundlagen

/ Grundlagen

Überblick über Arten von Token

Token

Investment Token

Security Token

Equity Token

Asset-backed Token

verkörpern schuldrechtliche Ansprüche mit vermögenswertem Inhalt, mitgliedschaftliche Rechte oder Rechte an Vermögenswerten

Utility Token

gewähren Zugriff auf bestimmte Dienstleistungen oder Produkte

Currency Token

zielen auf eine Nutzung als alternatives Zahlungsmittel ab, „virtuelle Währungen“

NFTs

/ Grundlagen

Wirtschaftliche Bedeutung von Security Token als Finanzierungsinstrument (1)

Zielvolumen und Zahl von bekanntgegebenen Security Token Offerings deutscher Emittenten (2019 bis 2022 YTD)



Quelle: Eigene Recherchen in öffentlichen verfügbaren Medien, kein Anspruch auf Vollständigkeit.

/ Grundlagen

Wirtschaftliche Bedeutung von Security Token als Finanzierungsinstrument (2)

Plutoneo

TANGANY

“Our projections forecast a continuous growth within the next five years up to a total market volume of more than 918 billion Euro by 2026 in Europe alone, including FIAT-backed stablecoins.”

Plutoneo & Tangany, Tokenization in Europe - Current state and future outlook, May 2021

Chain Partners

“We project the security token market size will grow to USD 2 trillion by 2030 with a 59% CAGR during 2019-2030, [...]”

Han/Han/Lee, Security token (STO) analysis, February 2019

neoFIN

„Europa wird in den nächsten fünf Jahren einen Boom an digitalen Assets erleben.“

Philip Filhol, neoFIN Hamburg GmbH, Bondguide-Special 2022

Handelsblatt *„Der Kollaps der Börse FTX zeigt: Die Kryptobranche ist auf Sand gebaut“*

Astrid Dörner, Handelsblatt vom 14.11.2022

/ Grundlagen

Rechtsfragen im Zusammenhang mit Security Token

- **Token als neues Phänomen sind generell mit Rechtsunsicherheiten behaftet**
- **Zivilrecht, z.B.:**
 - Übertragung von Token
 - Schutz der Inhaberschaft an Token im Sachen- und Deliktsrecht
 - Vertragsverhältnisse beim Primär- und Sekundärerwerb von Token
 - Internationales Privatrecht
- **Aufsichtsrecht, z.B.:**
 - Prospektpflicht
 - Finanzaufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten
- **Weitere Rechtsgebiete, z.B.: Steuerrecht, Bilanzierung etc.**
- **Entwicklungstendenz**
 - Zunehmende Regulierung und Etablierung von Standards
 - Seit dem 10. Juni 2021 gilt in Deutschland das eWpG

/ Grundlagen

eWpG als Erweiterung des Wertpapierrechts (1)

- **Zwei vorrangige Regelungsaspekte** des eWpG:
 - Zulässigkeit von Schuldverschreibungen ohne Verbriefung in einer papiernen Urkunde
 - Rechtsgrundlage für die Ausgabe blockchain-basierter Schuldverschreibungen
- § 1 eWpG beschränkt den Anwendungsbereich auf **Schuldverschreibungen auf den Inhaber**
 - Nach h.M. eng auszulegen i.S.v. „Effekten“ (d.h. börsenfähige, am Kapitalmarkt handelbare Wertpapiere)
 - Typische Security Token sind umfasst (Anleihen, Genussscheine, Wandelschuldverschreibungen)
- **Entstehungsvoraussetzungen von elektronischen Wertpapieren** nach dem eWpG
 - Niederlegung der Emissionsbedingungen (§ 5 eWpG)
 - Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister (§ 2 Abs. 1 Satz 2 eWpG)
 - Abschluss eines Begebungsvertrages (h.M.)

/ Grundlagen

eWpG als Erweiterung des Wertpapierrechts (2)

- Übersicht über Wertpapier- und Eintragungsformen nach dem eWpG:

	Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG		Sonstige Token
	Zentralregister-papiere	Kryptowert-papiere	
Einzeleintragung	Praktische Relevanz zweifelhaft	Primär: Security Token	Regelungen des eWpG finden keine Anwendung
Sammeleintragung	Primär: Börsengehandelte Anleihen	Praktische Relevanz zweifelhaft	

- Elektronische Wertpapiere gelten als Sachen i.S.d. § 90 BGB (§ 2 Abs. 3 eWpG)
 - Ermöglicht Übertragung von elektronischen Wertpapieren in Sammeleintragung nach §§ 929 ff. BGB
 - Sonderregeln zur Übertragung von elektronischen Wertpapieren in Einzeleintragung (§§ 24 ff. eWpG)

/ Zum praktischen Umgang mit Security Token in M&A-Transaktionen

/ Umgang mit Security Token in M&A-Transaktionen

Denkbare Rolle von Security Token

Kaufgegenstand

(z.B. Direkterwerb von Security Token)¹

Vermögenswert der Zielgesellschaft

(z.B. Erwerb eines Inhabers von Security Token)²

Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft

(z.B. Erwerb eines Emittenten von Security Token)

Gegenleistung

(z.B. Erwerber "tauscht" mit Security Token)

¹ Im Rahmen eines Unternehmenskaufs in der Regel zusammen mit weiteren Vermögensgegenständen.

² In der Regel wird die Zielgesellschaft außer dem Security Token weitere Vermögensgegenstände halten.

/ Umgang mit Security Token in M&A-Transaktionen

Typischer Ablauf von M&A-Transaktionen

Phasen und Zeitpunkte:

Vorbereitungsphase

Unterzeichnungstag
(Signing)

Vollzugsvorbereitungsphase

Vollzugstag
(Closing)

Nachbereitungsphase

Typische Aktivitäten:

- Due Diligence-Prüfung
- Verhandlung des Unternehmenskaufvertrages
- Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrags
- Einholung erforderlicher Zustimmungen (z.B. Kartellamt, wesentliche Gläubiger)
- Übertragung der erworbenen Gesellschaftsanteile oder Vermögensgegenstände gegen Zahlung des Kaufpreises
- Art und Umfang der Nachbereitung vor allem abhängig von dem Erwerberinteressen, häufig z.B. Refinanzierung des Unternehmens

/ Ausgewählte Rechtsfragen im Kontext von M&A-Transaktionen

/ Direkterwerb von Security Token – Asset Deal (1)

Bestimmung des anwendbaren Rechts (IPR)

Recht am Security Token

- **Sonstige Security Token:**
 - Spezifische Kollisionsnorm für das Übertragungsstatut fehlt
 - Vielzahl denkbarer Anknüpfungspunkte, breites Meinungsspektrum
- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - § 32 eWpG als allseitige Kollisionsnorm für das Wertpapiersachstatut
 - Vorrang des § 17a DepotG nach h.M. nur für sammelverwahrte Wertpapiere
 - Im Übrigen: Anknüpfung an das **Aufsichtsrecht über die registerführende Stelle**
 - Hilfsweise: Anknüpfung an das Sitzrecht des Registers und Sitzrecht des Emittenten

Recht aus dem Security Token

- **Sonstige Security Token:**
 - Maßgeblich ist das Recht, dem die verkörperte Forderung unterliegt
 - Regelmäßig Rechtswahl, Art. 3 Abs. 1 Rom-I-VO (Emissionsbedingungen, ggf. auch im White Paper)
 - Ohne Rechtswahl: Sitz des Forderungs- bzw. Anleiheschuldners maßgeblich (Art. 4 Abs. 2 Rom-I-VO)
- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - Keine Regelung, § 32 eWpG regelt nur das Wertpapiersachstatut

/ Direkterwerb von Security Token – Asset Deal (2)

Nachweis der Inhaberschaft

Nachweis- möglichkeiten für den Inhaber

- **Sonstige Security Token:**
 - Screen Shots, Bestätigungen des Wallet-Betreibers?

- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - a) *Einzeleintragung*
 - Recht des Inhabers auf **Erteilung eines Registerauszugs** (§ 19 Abs. 1 eWpG) „zur Wahrnehmung seiner Rechte“
 - Pflicht der registerführenden Stelle zur **Gewährung von Einsicht an jeden, der ein berechtigtes Interesse darlegt** (§ 10 Abs. 2 eWpG); nach h.M. auch: Erwerber
 - Eintragung als Inhaber begründet Eigentumsvermutung (§ 26 eWpG)
 - **Pseudonymisierung:** Anspruch des Inhabers auf **Erteilung weiterer Auskünfte** gegen den Registerführer (§ 10 Abs. 3 eWpG), insb. über die Identität und die Adresse eines Inhabers

 - b) *Sammeleintragung*
 - Keine Eintragung des Berechtigten im elektronischen Wertpapierregister; lediglich Wertpapiersammelbank oder Verwahrer (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 eWpG)
 - Aber Recht des Hinterlegers auf Erteilung einer Depotbescheinigung zur Rechtsausübung gem. § 6 Abs. 2 Satz 3 DepotG

/ Direkterwerb von Security Token – Asset Deal (3)

Modalitäten der Übertragung

- **Sonstige Security Token:** Rechtsnatur von Security Token ist umstritten:
 - Analoge Anwendung des Rechts der beweglichen Sachen (§§ 929 ff BGB) mit Besitzverschaffung am Private Key
 - Analoge Anwendung der §§ 413, 398 ff BGB
 - Modifizierende Anwendung der §§ 413, 398 ff BGB mit dem zusätzlichen Wirksamkeitserfordernis der Eintragung auf der Blockchain
 - Vorsichtsprinzip wird zu kumulativer Anwendung aller Theorien führen

- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - a) *Einzeleintragung*
 - Einigung und Umtragung des Erwerbers (§ 25 Abs. 1 eWpG)
 - Abwicklung im Rahmen eines Unternehmenskaufes:
 - Zahlung durch den Erwerber
 - Weisung des Veräußerers an die registerführende Stelle zur Umtragung
 - Übergabe des Private Key an den Käufer (nicht konstitutiv)
 - Alternativ: Zug-um-Zug-Abwicklung (Delivery vs. Payment), wenn nach den AGB der registerführenden Stelle möglich

 - b) *Sammeleintragung*
 - Einigung und „Übergabe“ durch Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses mittels Depotgutschrift beim Erwerber (§§ 929 ff. BGB)

/ Direkterwerb von Security Token – Asset Deal (4)

Absicherung des Erwerbers

- **Umfang der Verkäufergarantien grds. abhängig vom Verhandlungsergebnis**
Denkbarer Inhalt von Verkäufergarantien:
 - Bestand der Security Token, Freiheit von Rechten Dritter
 - Gegenstand der Security Token (Wirksamkeit der Emissionsbedingungen)
 - Buchhalterische Behandlung der Security Token bzw. der verkörperten Forderungen
 - Rechtliche Durchsetzbarkeit der Rechte aus den Security Token
 - Unrealistisch: Einbringlichkeit der Forderungen aus den Security Token
- **Sonstige Security Token:**
 - Verhandlung über Verkäufergarantien betrifft die Verlagerung der Rechtsunsicherheit bezgl. Security Token in die Käufer- oder Verkäufersphäre
- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - Grundproblematik bleibt
 - Der durch das eWpG geschaffene Rechtsrahmen ermöglicht eine Präzisierung von zentralen Verkäufergarantien (Bestand, Freiheit von Rechten Dritter und Rechtsinhalt)
 - **Folge:** Verbesserung der Möglichkeiten zur angemesseneren Risikoallokation

/ Erwerb von Inhabern von Security Token – Share Deal

Anwendbares Recht

- Vertragsstatut i.d.R. Rechtswahl
- Übertragungsstatut für Gesellschaftsanteile folgt dem Gesellschaftsstatut

Modalitäten der Übertragung

- Keine Übertragung der Security Token an einen neuen Inhaber, keine separate Regelung erforderlich
- Es gelten die Modalitäten für die Übertragung der Gesellschaftsanteile

Absicherung des Erwerbers

- Grundsätzlich gleiche Interessenlage wie beim Asset Deal
- Möglicherweise größeres Bedürfnis nach Absicherung der bilanziellen Behandlung der Security Token

/ Erwerb von Emittenten von Security Token (1)

Rechtsrahmen

Absicherung gegen Risiken aus dem Emissionsprozess

- Generell werden auch hierbei **Gesellschaftsanteile** erworben, d.h. anwendbares Recht, Modalitäten der Übertragung und Absicherung des Erwerbers grds. wie beim Erwerb eines Inhabers von Security Token
- Emittenten von Security Token sind **Risiken aus dem Emissionsprozess** ausgesetzt (Compliance-Risiken), insbesondere in Form von möglichen Verstößen gegen:
 - Prospektrecht (insb. fehlende Veröffentlichung eines Prospekts oder eines Wertpapier-Informationenblattes)
 - Marktmissbrauchsrecht (insb. unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen)
- **Sonstige Security Token:**
 - Absicherung kann durch Freistellung des Erwerbers durch den Veräußerer erfolgen
 - Freistellungsregelungen führen oft zu unbefriedigenden Ergebnissen
- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - Grundproblematik bleibt
 - Der durch das eWpG geschaffene Rechtsrahmen (insb. zur Eigenschaft als Wertpapier) ermöglicht eine bessere Beurteilung potentieller Risiken aus dem Emissionsprozess

/ Erwerb von Emittenten von Security Token (2)

Kündigungsrecht der Inhaber wegen Kontrollwechsels

- Marktübliche Bedingungen von Schuldverschreibungen sehen ein Kündigungsrecht der Gläubiger vor, wenn sich die Gesellschafterstruktur des Emittenten wesentlich verändert (Kontrollwechsel, engl. *Change-of-Control*).
- **Sonstige Security Token:** Handlungsoptionen:
 - *Verhandlungslösung:* Gläubiger stimmen vorab zu; Erfolg abhängig von Gläubigerstruktur, Chancen sind besser bei wenigen Gläubigern mit großen Positionen
 - *Bedingungslos:* Vereinbarung, dass die Transaktion nur vollzogen wird, wenn sämtliche (oder ein wesentlicher Teil der) Inhaber der Security Token zustimmen
 - *Rückführungslösung:* Ablösung des Security Token durch den Erwerber, keine vertragliche Regelung erforderlich
- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - Grundproblematik bleibt
 - Standardisierung der Bedingungen von elektronischen Wertpapieren wird zur Übernahme von Standards klassischer Anleihen führen
 - Auskunftsansprüche gem. § 10 Abs. 3 eWpG könnten Identifikation von Inhabern erleichtern, nach h.M. reicht Erwerbsinteresse aber nicht aus

/ Erwerb von Emittenten von Security Token (3)

Ablösung der Security Token

- Wenn die Security Token nach Vollzug der Transaktion fortbestehen, kann der Erwerber ein Interesse haben, die Instrumente vorzeitig zurückzuzahlen.
- **Sonstige Security Token:** Handlungsoptionen:
 - *Call Option:* Vertragliches Kündigungsrecht der Emittentin, z.B. bei Durchführung einer Finanzierungsrunde oder bei Verringerung des ausstehenden Volumens
 - *Freiwilliger Rückkauf:* Grds. zulässig, auch mit einzelnen Großgläubigern
 - *Abwarten bis zum Laufzeitende:* Attraktivität ist abhängig von den Kosten von Finanzierungsalternativen
- **Elektronische Wertpapiere i.S.d. eWpG:**
 - Grundproblematik bleibt
 - Standardisierung der Bedingungen von Security Token wird zu Übernahme von Standards klassischer Anleihen führen
 - Auskunftsansprüche gem. § 10 Abs. 3 eWpG könnte Identifikation von Inhabern erleichtern, nach h.M. reicht Erwerbsinteresse aber nicht aus

/ Fazit

/ Fazit

- Der Rezeptionsprozess von Token im deutschen Recht ist fortgeschritten, aber noch nicht abgeschlossen.
- Bislang hat die Emission von Security Token als Mittel zur Unternehmensfinanzierung noch keine große wirtschaftliche Bedeutung erlangt. Marktteilnehmer rechnen für die Zukunft gleichwohl mit einem erheblichen Anstieg der Emissionsaktivitäten.
- In dem Maß, in dem mehr Security Token emittiert werden, wird die Frage ihrer Behandlung im Rahmen von M&A-Transaktion bedeutsamer werden.
- Hinsichtlich möglicher M&A-Transaktionen stellt das eWpG für Security Token (in Form von elektronischen Wertpapieren in Einzeleintragung) einen geeigneten Rechtsrahmen dar, der für die Parteien von M&A-Transaktionen Rechtssicherheit schafft.

/ Zum Referenten

/ Dr. Stephan Schulz



Dr. Stephan Schulz

Rechtsanwalt
Partner

+49 40 3003970
stephan.schulz@noerr.com

Dr. Stephan Schulz ist Partner der Noerr PartG mbB in der Praxisgruppe Kapitalmarktrecht. Zu den Schwerpunkten seiner Beratungspraxis zählen die Beratung von Anleihe- und Aktienemissionen, öffentlichen Übernahmen sowie die laufende Beratung von börsennotierten Unternehmen zum Aktien- und Kapitalmarktrecht. Vor seinem Eintritt bei Noerr war er als Anwalt für eine führende internationale Anwaltskanzlei in Hamburg und Frankfurt am Main tätig. Er veröffentlicht regelmäßig zu aktien- und kapitalmarktrechtlichen Themen und ist Herausgeber eines Kommentars zum Gesetz über elektronische Wertpapiere, der Anfang 2023 im RWS-Verlag erscheinen wird.

Kompetenzen

- Aktienrecht
- Aktienemissionen
- Öffentliche Übernahmen
- Mergers & Acquisitions

Referenzen

- Umfangreiche Erfahrung bei der Beratung von Börsengängen: fashionette AG, Compleo Charging Solutions AG, SUMMIQ AG, Deutsche Industrie Grundbesitz REIT AG, trivago BV, B.R.A.I.N. Biotechnology Research and Information Network AG; Deutsche Konsum Grundbesitz REIT AG; Norma Group AG*, Brenntag AG*, Muehlhan AG*
- Beratung anderer Formen von Anleihe- und Aktienemissionen, sowohl emittenten- als auch bankenseitig (u.a. Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, windeln.de SE, Cliq Digital AG, Epigenomics AG, Adler Real Estate AG, Hamburger Reederei, TAG Immobilien AG, RIB Software SE, Greiffenberger AG, Analytik Jena AG, Praktiker AG*, Deutsche Wohnen AG*, Conergy AG*, Continental AG*)
- Öffentliche Übernahmen börsennotierter Aktiengesellschaften (u.a. RIB Software SE, comdirect Bank AG, Lotto24 AG, Isaria Wohnbau AG, BIEN-ZENKER AG, Analytik Jena AG, HanseYachts AG*, OVB Holding AG*)
- Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out): RIB Software SE, HumanOptics AG, Erlus AG, comdirect bank AG, ISS oekom research AG, Dürkopp Adler AG, Analytik Jena AG, BIEN-ZENKER AG

Pressestimmen

- Empfohlen als führender Anwalt für Kapitalmarktrecht, Handelsblatt/Best Lawyers 2022
- Empfohlen als führender Berater für ECM, Legal 500 Germany
- Empfohlen als 'notable practitioner' im Kapitalmarktrecht, IFLR 1000

* Vor Eintritt in die Noerr LLP.