

# inPuncto

Das Mandantenmagazin von GK-law.de



**Meilenstein im  
Wertpapierrecht**

Das neue Gesetz für  
elektronische Wertpapiere

**Wertpapierinstitutsgesetz**

Das gilt ab dem 26. Juni  
für Kleine, Mittlere und  
Große Wertpapierinstitute

**Europäische Vernetzung  
von Transparenzregistern**

Transparenz-Finanzinformationsgesetz  
Geldwäsche bringt verschärfte  
GwG-Meldepflichten

**PLUS**  
Schwarm-  
finanzierung-  
Begleitgesetz

**EU-WEIT EINHEITLICHE REGELN  
FÜR CROWDFUNDING**

# Inhalt



## Neuer Rechtsrahmen für KMU: Das Wertpapierinstitutsgesetz

Ab dem 26. Juni gelten veränderte Vorgaben für Kleine, Mittlere und Große Wertpapierinstitute.



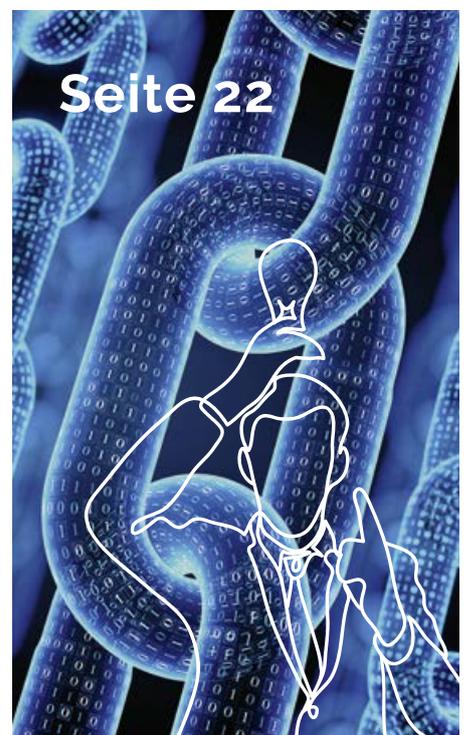
## Europäische Vernetzung von Transparenzregistern

Das Transparenz-Finanzinformationsgesetz Geldwäsche (TraFinG Gw) bringt verschärfte GwG-Meldepflichten.



## EU-weit einheitliche Regeln für Crowdfunding

Ab dem 10. November ist die EU-Crowdfundingverordnung anzuwenden. Das deutsche Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz steht kurz vor der Verabschiedung.



## Meilenstein im Wertpapierrecht

Das neue Gesetz für elektronische Wertpapiere

# Nichts ist beständiger als der Wandel



**Christina Gündel**

Rechtsanwältin und PR-Referentin  
GK-law.de

## **Liebe Leserinnen und Leser,**

gleichgültig, wem wir diesen Leitspruch zu verdanken haben, Charles Darwin oder Heraklit von Ephesus – er passt jedenfalls für unsere neue Ausgabe von inPuncto., die sich für Sie in einem gänzlich neuen Layout präsentiert.

**Das TOP-Thema ist ebenfalls Wandel pur:** Denn mit dem Entwurf für ein elektronisches Wertpapiergesetz bricht der Gesetzgeber mit der Jahrhunderttradition einer Papier-Verbriefung von Urkunden und ebnet den Weg in ein von Blockchain und Distributed Ledger Technologien geprägtes digitales (Jetzt-)Zeitalter.

## **Auch unsere drei anderen großen Themen behandeln weitreichende aktuelle Veränderungen:**

Schon ab dem 26. Juni 2021 gilt ein neuer Rechtsrahmen für KMU – das neue Wertpapierinstitutsgesetz setzt die EU-Richtlinie zur Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen um. Wir beleuchten, worauf kleine und mittlere Institute achten sollten.

Ab dem 10. November 2021 sind für Plattformen europaweit einheitliche Crowdfundingregeln anzuwenden. Seit Januar liegt nun ebenfalls der Entwurf für ein deutsches Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz vor. Wir geben Überblick über neue europäische und nationale Vorgaben sowie daraus resultierende Erleichterungen und Möglichkeiten.

Und last but not least: Die geplante europäische Vernetzung von Transparenzregistern bringt mit dem Entwurf für ein „Transparenz-Finanzinformationsgesetz Geldwäsche“ verschärfte geldwäscherechtliche Meldepflichten hinsichtlich der wirtschaftlich Berechtigten von Unternehmen.

**Wir wünschen Ihnen eine informative Lektüre.**

# Ab dem 26. Juni 2021 gilt ein neuer Rechtsrahmen für kleinere und mittlere Unternehmen – das Wertpapierinstitutsgesetz



Am 25. Dezember 2019 sind zwei neue EU-Rechtsakte in Kraft getreten, die einen neuen europäischen Aufsichtsrahmen für Wertpapierfirmen schaffen. Es ist ein Regelungspaket – bestehend aus der Investment Firms Directive\* (IFD) und der Investment Firms Regulation\*\* (IFR). Ab dem 26. Juni 2021 sind die Regelungen verbindlich in allen EU-Mitgliedstaaten anzuwenden.

Während die IFR direkt anwendbares Recht ist, muss die IFD rechtzeitig in nationales Recht umgesetzt werden. In Deutschland erfolgt die Umsetzung im Wertpapierinstitutsgesetz (WpIG).

**Wesentliche Änderungen:** Die Regelungen für Wertpapierinstitute werden aus dem Kreditwesengesetz (KWG) herausgelöst und im Wertpapierinstitutsgesetz (WpIG) zusammengefasst. Künftig soll es risikoadäquatere und passgenauere aufsichtliche Anforderungen für Unternehmen, die Dienstleistungen in Zusammenhang mit Wertpapieren erbringen, insbesondere neu zugeschnittene Kapital-, Liquiditäts- und Governance-Vorgaben geben.

**Hintergrund** sind die Unterschiede in Sachen Geschäftsmodell und Risikoprofil. Wertpapierinstitute sind Finanzunternehmen, die eine auf Wertpapiere bezogene Finanzdienstleistung anbieten, nehmen aber an-

ders als Kreditinstitute keine Einlagen an. Das Risiko für Kunden und Markt ist entsprechend geringer. Die einheitlich am Geschäftsmodell von Banken ausgerichtete Regulierung hatte bislang kleinere Marktteilnehmer überproportional belastet.

Den Entwurf der Bundesregierung für das Wertpapierinstitutsgesetz hat das Bundeskabinett am 16. Dezember 2020 beschlossen.

Derzeit läuft das Gesetzgebungsverfahren. Geplant ist die Verabschiedung durch Bundestag und Bundesrat Anfang Juni 2021 und ein Inkrafttreten pünktlich am 26. Juni 2021.

\* Richtlinie (EU) 2019/ 2034 über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen vom 25. Dezember 2019

\*\* Verordnung (EU) 2019/ 2033 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen vom 25. Dezember 2019

\*\*\* Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2019/2034 über die Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten

## Definition Wertpapierfirmen/Institute

In Deutschland werden die auf Basis von IFD/ WpIG und IFR beaufsichtigten Unternehmen künftig als „Wertpapierinstitute“ bezeichnet. Da der Begriff „Firma“ nur im Handelsgesetzbuch (HGB) – die Bezeichnung „Institut“ hingegen im KWG bereits für Wertpapierfirmen i.S.d. EU-Rechts verwendet wird, hat sich der Gesetzgeber entschieden, diese Bezeichnung beizubehalten.

Von dem neuen Aufsichtsrahmen erfasst sind nur die Unternehmen, die „Wertpapierdienstleistungen“ i.S.d. der MiFID\* erbringen. Die Wertpapierdienstleistungen gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 1-10 WpIG-E entsprechen den bisherigen „Finanzdienstleistungen“ nach KWG. Institute, die künftig aus dem Anwendungsbereich des KWG in den des WpIG wechseln, müssen sich also nicht vollkommen neu orientieren.

\*Markets in Financial Instruments Directive/ Richtlinie (EU) 2014/65 über Märkte für Finanzinstrumente vom 15. Mai 2014.

## Einteilung von Wertpapierfirmen in 3 Klassen – wer ist betroffen?

In Abhängigkeit vom Geschäftsmodell und Umfang der betriebenen Aktivitäten werden künftig drei Klassen von Wertpapierfirmen unterschieden. Von praktischer Relevanz in Deutschland sind jedoch nur die Klassen 2 und 3. Die Einteilung in verschiedene Klassen hat hauptsächlich Auswirkungen auf die Kapitalanforderungen der Wertpapierinstitute. Dabei müssen Kleine (Klasse 3) und Mittlere Wertpapierinstitute (Klasse 2) geringere Anforderungen als Kreditinstitute oder Große Wertpapierinstitute einhalten.

Die bisher im KWG als Finanzdienstleistungen, wie z.B. Anlagevermittlung, Anlageberatung etc. definierten Erlaubnistatbestände werden künftig im WpIG als „Wertpapierdienstleistungen“ definiert (vgl. § 2 Absatz WpIG). Die Erlaubnispflicht für das Erbringen dieser Wertpapierdienstleistungen ist dann nicht mehr im

§ 32 KWG, sondern in § 15 WpIG geregelt. Für Finanzdienstleistungsinstitute, die ihre Erlaubnis bis zum 26. Juni 2021 nach § 32 KWG erhalten haben, gilt die Erlaubnis nach § 15 WpIG aufgrund der in § 86 Absatz 1 WpIG geregelten Übergangsvorschrift als erteilt.

Laut Monatsbericht März 2021 der Deutschen Bundesbank wurden Ende 2020 in Deutschland 745 Wertpapierhandelsbanken und Finanzdienstleistungsinstitute, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, beaufsichtigt.

Nach Inkrafttreten der neuen Regelungen werden hiervon bis zu zehn Institute in den Bereich des CRR- Kreditinstituts oder des Großen Wertpapierinstituts fallen, circa 70 Institute in den Bereich des Mittleren Wertpapierinstituts sowie circa 665 Institute in den Bereich des Kleinen Wertpapierinstituts.



## Klasse 1: Große Wertpapierfirma

Große Wertpapierfirmen haben grundsätzlich allein oder in der Gruppe eine Bilanzsumme von mindestens 15 Milliarden Euro. Sie ermitteln ihre Eigenmittelanforderungen wie bisher nach unveränderten Vorgaben der Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive, kurz: CRD) und der Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation, kurz: CRR). Die Anforderungen an das **Anfangskapital** werden von 730.000 Euro auf **750.000 Euro** erhöht. Außerdem sind sie zur Einhaltung der Liquiditätsvorschriften nach CRR verpflichtet.

## Klasse 2: Mittlere

**Mittlere Wertpapierfirmen** überschreiten die geltenden IFR-Grenzwerte für kleine Wertpapierfirmen und verfügen allein oder in der Gruppe eine Bilanzsumme von weniger als 15 Milliarden Euro.

Für sie wird ein neues System von Kapital-, Liquiditäts- und Governance-Anforderungen eingeführt, das stärker auf ihre Aktivitäten abgestellt als auf die tatsächlichen Bilanzwerte. Damit gelten andere Messgrößen als bei der Bankenaufsicht.

Die Höhe der **Eigenmittelanforderung** ergibt sich aus einem Vergleich von Anfangskapitalanforderung, der bislang bekannten **Eigenmittel-Kosten-Relation** (Fixed Overhead Requirement, kurz: FOR) und der Summe der sog.

„**K-Faktor-Anforderungen**“, deren Berechnung nach neuen Kapitalanforderungen für Risiken, die von der Wertpapierfirma in Hinblick auf Kunden, Märkte und die Firma selbst ausgehen, erfolgt. Der höchste ermittelte Anforderungsbetrag dieser drei Messgrößen ist maßgeblich.

Das **Anfangskapital** beträgt nach IFD-Vorgaben nunmehr je nach Geschäftsmodell eines Instituts 75.000 Euro oder 150.000 Euro - zuvor waren es nach CRD lediglich Beträge von 50.000 Euro oder 125.000 Euro. Dabei sind 150.000 Euro Anfangskapital gemäß § 17 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 WpIG-E einschlägig für Institute, die befugt sind, sich Eigentum oder Besitz an Kundengeldern oder Kundenwertpapieren zu verschaffen.

Bei der **Eigenmittel-Kosten-Relation** werden von den Gesamtaufwendungen des abgelaufenen Geschäftsjahres fest definierte Aufwandspositionen in Abzug gebracht. Die Eigenmittelanforderungen betragen 25 % (ein Viertel) der so ermittelten Restgröße.

Abzugspositionen sind z.B. Prämien für Mitarbeitende und sonstige Vergütungen, soweit sie von dem Nettogewinn der Wertpapierfirma im abgelaufenen Geschäftsjahr abhängen, sowie Steueraufwendungen oder einmalige Aufwendungen aus unüblichen Tätigkeiten. Art. 13 Abs. 4 IFR erweitert die bisherige Liste der Abzugspositionen (Delegierte Verordnung (EU) 2015/ 488 basierend auf Art. 97 Abs. 4 der CRR) um weitere sachgerechte Abzugspositionen, wie z.B. Verluste aus Eigenhandelsgeschäften des Instituts.

### NEU: Die K-Faktor-Anforderungen

**Die Methode:** Die Risikokategorien Kunden-, Markt- und Firmenrisiko sind in einzelne Bereiche mit spezifischen K-Faktoren unterteilt, die jeweils ein Teilrisiko erfassen und quantifizieren.

**Die Berechnung ist in Art. 15 bis 33 sowie 36 bis 42 IFR dargelegt.**

Die Wertpapierfirma ermittelt zunächst die für ihr Geschäftsmodell relevanten einzelnen K-Faktoren und berechnet sodann den Gesamtrisikobetrag, die sogenannte Summe der Anforderungen für K-Faktoren. Hierfür werden die Werte, die eine Wertpapierfirma für die jeweiligen relevanten K-Faktoren ermittelt hat, mit einem für jeden einzelnen K-Faktor in der IFR festgelegten Koeffizienten multipliziert. Anschließend werden die so gewichteten K-Faktoren zu einer Gesamtsumme addiert.

Diese Methode soll möglichst institutsspezifische Eigenmittelanforderungen auf Basis des tatsächlichen Geschäftsmodells ermöglichen.

Die **Liquiditätsanforderungen** für mittlere und kleine Wertpapierinstitute sind künftig gleich. Jedes Institut muss liquide Mittel in Höhe von einem Drittel der FOR- Eigenmittelanforderungen (Eigenmittel-Kosten-Relation) vorhalten.

Art. 43 Abs. 1 IFR sieht für die nationalen Aufsichtsbehörden die Möglichkeit vor, Wertpapierinstitute von den Liquiditätsanforderungen zu melden, die derzeit Leitlinien erarbeitet. Dies ist jeweils der Europäischen Bankaufsichtsbehörde (European Banking Authority, kurz: EBA) zu melden.

## Klasse 3: Kleine Wertpapierfirma

Die **Eigenmittelanforderung** eines Kleinen Wertpapierinstituts ist der höhere Anrechnungsbetrag aus den Messgrößen Anfangskapital und Eigenmittel-Kosten-Relation. K-Faktoren sind nicht zu berücksichtigen, weil Kleine Institute in der Regel weniger risikobehaftet sind. Das erforderliche **Anfangskapital** wurde wie bei Mittleren Wertpapierfirmen von 50.000 Euro auf **mindestens 75.000 Euro** erhöht. Und wie jedes andere Institut, müssen Kleine Institute **liquide Mittel** in Höhe von einem Drittel der FOR- Eigenmittelanforderungen (Eigenmittel-Kosten-Relation) vorhalten. Das bedeutet: **ein Zwölftel der jährlichen Fixkosten**.

Art. 43 Abs. 1 IFR macht genaue Vorgaben, welche Arten von Vermögenswerten als liquide Aktiva **zur Erfüllung der Liquiditätsanforderungen anrechenbar** sind, so z. B. täglich fällige Einlagen bei Kreditinstituten, Aktien und Schuldverschreibungen sowie Fondsanteile.

Kleine Wertpapierinstitute können gemäß Art. 43 Abs. 3 außerdem bis zu einem Drittel ihres Bestandes an Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Gebühren oder Provisionen, die innerhalb von 30 Tagen fällig werden, als liquide Aktiva anrechnen.





## Neuer einheitlicher europäischer Melderahmen

Mit Inkrafttreten von IFD und IFR gilt für alle Wertpapierfirmen ein einheitlicher europäischer Melderahmen.

**Gem. Art. 54, 55 IFR sind für folgende Aufsichtsbereiche Meldungen zu übermitteln:**

- ☐ Höhe und Zusammensetzung der Eigenmittel,
- ☐ Höhe und Einhaltung der Eigenmittelanforderungen,
- ☐ Berechnung der Schwellenwerte zur Einstufung einer Wertpapierfirma als CRR- Kreditinstitut,
- ☐ Auslastung der Schwellenwerte nach Art. 12 Abs. 1 IFR zur Einstufung einer Wertpapierfirma in die nationalen Kategorien Mittleres oder Kleines Wertpapierinstitut,
- ☐ Angaben zum Konzentrationsrisiko sowie
- ☐ Höhe und Einhaltung der Liquiditätsanforderungen.

Detailregelungen zu Inhalt, Form und Meldezeitpunkt der Meldungen erfolgen künftig im Rahmen eines Technischen Regulierungsstandards.

## Offenlegungspflichten

Für Große Wertpapierinstitute gelten CRR-Vorgaben. Mittlere Wertpapierfirmen müssen IFR-Offenlegungspflichten beachten (Art. 46 Abs. 1, 47 bis 53 IFR). Kleine Wertpapierinstitute nur sofern sie über Eigenmittel verfügen, die dem zusätzlichen Kernkapital (nach Art. 52ff. CRR) zugeordnet werden können, wie etwa stille Beteiligungen. Die Offenlegung kann wahlweise auf der Website oder als Anlage zum veröffentlichten Jahresabschluss geschehen. Zeitpunkt ist jedenfalls der Tag der Jahresabschluss- Veröffentlichung.

**Konkret offen zu legen sind:**

- ☐ **Risikomanagementziele und politik** (Artikel 47), inkl. Zusammenfassung der Strategien und Steuerungs-Verfahren sowie einer Risikoerklärung, die das mit der Geschäftsstrategie verbundene Gesamtrisikoprofil der Wertpapierfirma kurz beschreibt.
- ☐ **Interne Regelungen zur Unternehmensführung** (Artikel 48), so z.B. die Anzahl der Leitungs- oder Aufsichtsfunktionen der Mitglieder des Leitungsorgans; Diversitäts-

strategie für die Auswahl, ggf. Einrichtung eines Risikoausschusses.

- ☐ Welche Informationen in Hinblick auf den Bereich der **Eigenmittel** bzw. Eigenmittelanforderungen offenzulegen sind, hat die EBA detailliert festgelegt. Dazu gehören künftig auch Einzelheiten über die Anlagestrategie der Wertpapierfirma. Ein Technischer Regulierungsstandard ist in Arbeit.

## Vergütungsanforderungen nach IFD

Für Große Wertpapierinstitute gelten weiterhin CRD-Vergütungsvorgaben. Die Vergütungsvorschriften der IFD gelten in Deutschland ausschließlich für Mittlere Wertpapierinstitute. Kleine Wertpapierinstitute sind von den Anforderungen ausgenommen.

Im Wesentlichen wird die in der CRD enthaltene „Bonus-Cap“-Regelung als Begrenzung der variablen Vergütung im Verhältnis zur fixen Vergütung (maximal 100 %) durch das Erfordernis eines „angemessenen Verhältnisses“ ersetzt. Einen Entwurf für einen entsprechenden Regulierungsstandard hat Die EBA im Januar 2021 vorgelegt; Leitlinien sind in Arbeit.

Nach Angaben im Regierungsentwurf sind „in Deutschland 720 Wertpapierinstitute zugelassen, die in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen. Wertpapierinstitute der Klasse 1 gibt es nicht, sondern nur zugelassene Wertpapierinstitute der Klassen 2 und 3. Im Ergebnis fallen maximal 70 Wertpapierinstitute und damit höchstens 10 % aller in Deutschland zugelassenen Wertpapierinstitute in Klasse 2, die Übrigen fallen in Klasse 3“.

Die Mehrzahl der Finanzportfolioverwalter, Anlageberatung und Anlagevermittlung ohne Befugnis zum Zugriff auf Kundengelder/Wertpapiere wird künftig als kleine Wertpapierfirma eingestuft werden.

**70 Mittlere Wertpapierinstitute**  
**665 Kleine Wertpapierinstitute**

## Ausblick

Mitte 2021 tritt das neue Wertpapierinstitutsgesetz in Kraft. Künftig gelten erhöhte Anforderungen an das Anfangskapital. Für die Ermittlung ggf. zusätzlich erforderlicher Eigenmittel sind aufwändige Vergleichsrechnungen anzustellen. Die Berücksichtigung der neu eingeführten „K-Faktoren“, d.h. Kapitalanforderungen für Risiken treffen künftig insbesondere Marktteilnehmer, die als mittlere Wertpapierfirmen der Klasse 2 zuzuordnen sind. Proportional zu geringerer Größe und weniger Risiken werden kleine Wertpapierfirmen ausgenommen. Mit Erleichterungen für kleine Wertpapierfirmen der Klasse 1 wird der gesetzgeberischen Zielsetzung von einem „Mehr“ an Risikoäquanz Rechnung getragen.

Angesichts dessen, dass es keine Möglichkeit einer eigenkapitalersetzenden Versicherung mehr geben soll, stellen die erhöhten Mindestanforderungen an das Anfangskapital von 75.000 EUR für einen Teil der Kleinen Wertpapierinstitute eine nicht unerhebliche Hürde da. Die Bedingungen für eventuelle Befreiungen von den Liquiditätsanforderungen sind – solange die EBA-Leitlinien fehlen – noch unklar.





## Neue Vorschriften für Crowdfunding in der Europäischen Union: Am 09. November 2020 ist die sogenannte EU-Crowdfunding-Verordnung\* in Kraft getreten.

Damit gelten erstmalig im gesamten EU-Binnenmarkt einheitliche Regeln. Für Crowdfunding-Plattformen wird das grenzüberschreitende Angebot von Dienstleistungen dadurch erheblich erleichtert. Sie mussten bisher in jedem Mitgliedstaat unterschiedliche Vorschriften berücksichtigen.

In den Anwendungsbereich der EU-Verordnung fallen folgende Crowdfunding-Dienstleistungen:

- ❑ die Vermittlung und das individuelle Portfoliomanagement von Krediten und
- ❑ die Anlagevermittlung und das Platzierungsgeschäft in Bezug auf übertragbare Wertpapiere im Sinne von MiFID II.

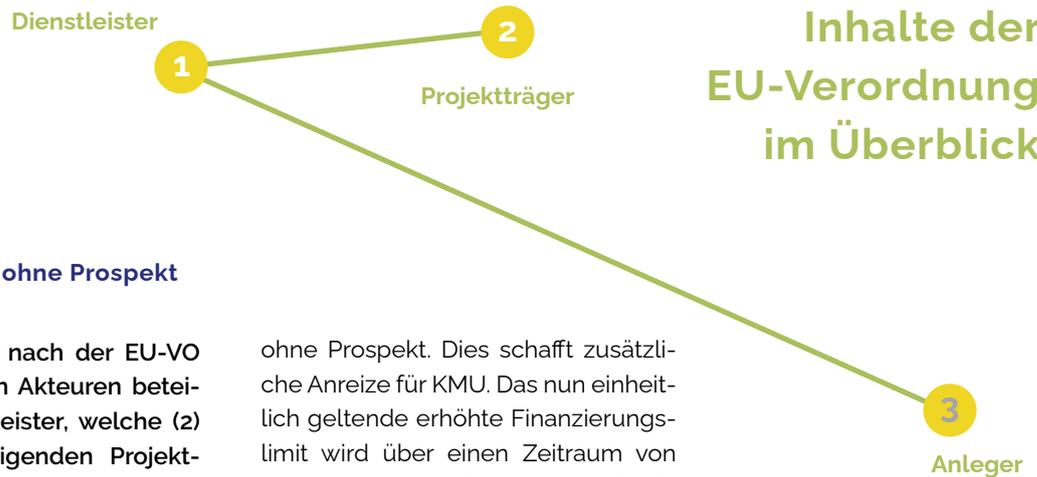
Das Finanzierungslimit für Projekte ohne Kapitalmarktprospekt wird EU-weit auf bis zu 5 Millionen Euro über einen Zeitraum von 12 Monaten erhöht.

Zu beachten sind Anforderungen an die Erbringung, Organisation, Zulassung und Beaufsichtigung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern sowie an den Betrieb von Schwarmfinanzierungsplattformen plus entsprechende Transparenz- und Informationsvorschriften.

Die EU-Verordnung gilt unmittelbar. Es bedarf keiner Umsetzung durch den nationalen Gesetzgeber wie bei EU-Richtlinien. Die Crowdfunding-Verordnung ist ab dem 10. November 2021 anzuwenden.

\* Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 07. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen

# Die wesentlichen Inhalte der EU-Verordnung im Überblick



## Bis zu 5 Mio. Euro ohne Prospekt

Am Crowdfunding nach der EU-VO sind drei Arten von Akteuren beteiligt: (1) die Dienstleister, welche (2) die Kapital benötigenden Projektträger mit (3) Anlegern für Finanzierungszwecke über eine Online-Plattform zusammenbringen.

EU-weit zulässig sind künftig öffentliche Angebote von bis zu 5 Mio. Euro

ohne Prospekt. Dies schafft zusätzliche Anreize für KMU. Das nun einheitlich geltende erhöhte Finanzierungslimit wird über einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet. Unterschiedliche Crowdfunding-Angebote eines Projektträgers mit unterschiedlichen Instrumenten sind zusammenzurechnen und erhöhen das Finanzierungslimit nicht.

## Zulassung und Aufsicht

Crowdfunding-Dienstleistungen dürfen nur noch mit entsprechender Zulassung angeboten werden. Die EU-Verordnung führt eine neue regulierte Dienstleistung ein, nämlich die „Schwarmfinanzierungsdienstleistung“, die von einem „Schwarmfinanzierungsdienstleister“ über eine „Schwarmfinanzierungsplattform“ angeboten wird. Crowdfunding-Plattformen benötigen eine Zulassung von der Aufsichtsbehörde des jeweiligen Mitgliedstaates, in dem sie niedergelassen sind.

Das bedeutet, Crowdfunding-Plattformen werden einer mit Finanzdienstleistern und zukünftigen Wertpapierinstituten vergleichbaren Aufsicht unterstellt. Den Aufsichtsbehörden werden umfangreiche Befugnisse zur Wahrnehmung ihrer Aufsicht über die Crowdfunding-Plattformen eingeräumt.

## Erhöhte organisatorische und betriebliche Anforderungen an Plattformen

Es gelten deutlich strengere organisatorische und betriebliche Anforderungen an Plattformen. Denn die Verordnung gibt für alle Anbieter in der EU Regelungen zur internen Organisation, zur Geschäftsleitung, zu

aufsichtsrechtlichen Sicherheiten sowie zum Umgang mit Interessenkonflikten und Beschwerdeverfahren vor. Einzuplanen ist also mehr Aufwand für die Compliance.



\* **Crowdlending** (aus englisch **crowd** (Menge an Personen) und **lending** (Ausleihe bzw. Kreditgewährung) bezeichnet über das Internet vermittelte Kredite, die von mehreren bzw. vielen Privatpersonen an andere Privatpersonen oder an Unternehmen gegeben werden.



## Neue Crowdfunding-Instrumente

Die EU-Verordnung erweitert den Kreis der in Frage kommenden Crowdfunding-Instrumente. Dies sind nunmehr Kredite, übertragbare Wertpapiere und andere für Crowdfunding-Zwecke zugelassene Instrumente. Damit entstehen neue Geschäftsmöglichkeiten für Plattformen.

## Kredite

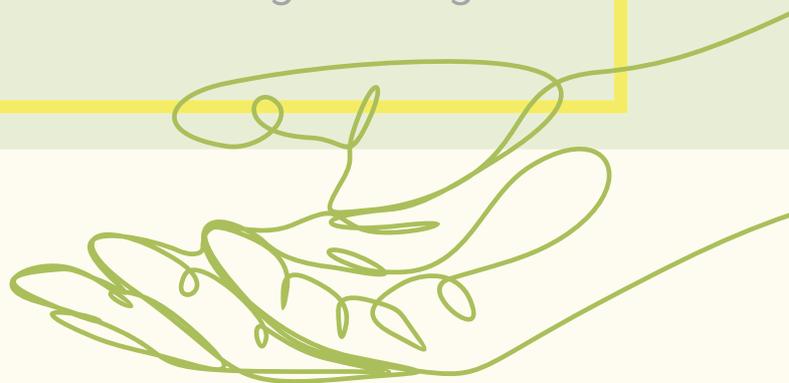
Bei den kreditbasierten Crowdfunding-Instrumenten wurden in Deutschland bisher hauptsächlich qualifiziert nachrangige Darlehen verwendet. Qualifizierte Nachrangdarlehen stellen mangels einer unbedingten Rückzahlungsverpflichtung keine Kredite i.S.d. EU-Verordnung dar.

Zulässiges Crowdfunding-Instrument ist nun auch die Emission und Vermittlung von „echten“ Krediten. Für Anleger (Kreditgeber) stellt dies aufgrund des geringeren Risikos die wohl attraktivere Variante dar - der Kreditnehmer ist zur unbedingten Rückzahlung des vereinbarten Kredites verpflichtet plus Zinsen. Damit wird der Weg frei für mehr **CROWDLENDING\*** - Geschäftsmodelle in Deutschland - ohne Zusammenarbeit mit einer Bank war dies bisher nicht möglich.

**SCHWARMFINANZIERUNG** stellt eine alternative Form der Finanzierung dar, bei der eine Vielzahl von Investoren Kapital für einzelne Projekte, die jeweils über eine Plattform oder ein Onlineportal angeboten werden, investiert. Diese Finanzierungsform bietet Vorteile für kleine und mittlere Unternehmen sowie insbesondere Start-ups und expandierende Unternehmen.

Ein **SCHWARMFINANZIERUNGSDIENSTLEISTER** betreibt, ohne dabei selbst ein Risiko einzugehen, eine öffentlich zugängliche digitale Plattform, um potenzielle Anleger oder Kreditgeber mit Unternehmen zusammen zu führen, die sich Finanzmittel beschaffen wollen.

**crowd:** Menge an Personen  
**lending:** Ausleihe bzw. Kreditgewährung



### Übertragbare Wertpapiere

Ebenfalls zulässig: Die Emission von übertragbaren Wertpapieren, wie insbesondere Aktien, Anleihen oder Genussscheinen. Vorteil: Zugelassene EU-Plattformen benötigen keine zusätzliche Zulassung nach MiFID II\* bzw. nationalen Umsetzungsgesetzen. Denn Crowdfunding-Plattformen sind ausdrücklich von der Anwendung der MIFID II ausgenommen.

\*Die "Markets in Financial Instruments Directive" ist seit dem 03. Januar 2018 unter dem Begriff MiFID II europaweit in Kraft. Die nationalen Umsetzungsvorschriften für Deutschland finden sich im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie diversen konkretisierenden Verordnungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen.



## Offenlegungspflichten und Anlagebasisinformationsblatt

Um mehr Anlegerschutz zu gewährleisten, werden Informations- und Offenlegungspflichten festgeschrieben, und es muss eine Kenntnisprüfung sowie eine Simulation der Fähigkeit, Verluste zu tragen, durchgeführt werden. Darüber hinaus gelten Regelungen für eine vorvertragliche Bedenkzeit.

Emittenten müssen Anlegern ein **Anlagebasisinformationsblatt** zur Verfügung stellen. Die Anforderungen daran unterscheiden sich teilweise deutlich von den bisherigen Informationsblättern. Passend dazu: Vorgaben zur Haftung für im Anlagebasisinformationsblatt enthaltene Angaben. Gleiches gilt für Foren, für Aufzeichnungen und Marketingmitteilungen.

## Sanktionen

Es gibt eine erhebliche Verschärfung der verwaltungsrechtlichen Sanktionen im Falle von Verstößen gegen die Crowdfunding-VO. Die maximalen Verwaltungsstrafen werden auf mindestens 500.000 Euro erhöht bzw. können bis zu 5 % des Gesamtumsatzes des Unternehmens betragen.

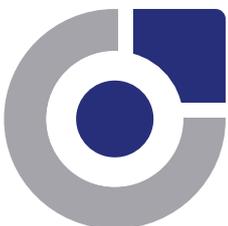
Sämtliche Regelungen der EU-Verordnung gelten unmittelbar im Inland, d.h. auf nationaler Ebene sind bis zum 10. November 2021 lediglich Ausführungsbestimmungen einzuführen und vereinzelt gesetzliche Anpassungen vorzunehmen.

## Andere für Crowdfunding-Zwecke zugelassene Instrumente

Auch GmbH-Anteile können nach Art. 2 der Verordnung voraussichtlich künftig im Rahmen von Crowdfunding-Projekten eingesetzt werden, wenn keine Übertragbarkeitsbeschränkungen bestehen. Sie benötigen eine Zulassung als taugliches Crowdfunding-Instrument durch die zuständige Aufsichtsbehörde BaFin.

## Regelungen für grenzüberschreitende Angebote

Nun explizit geregelt – die grenzüberschreitende Erbringung von Crowdfunding-Dienstleistungen: Die Einführung eines „Europäischen Passes“ bringt Erleichterungen und sorgt für eine bessere Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle von Plattformen. ESMA (European Securities and Markets Authority) muss ein Verzeichnis aller Schwarmfinanzierungsdienstleister öffentlich zur Verfügung stellen.

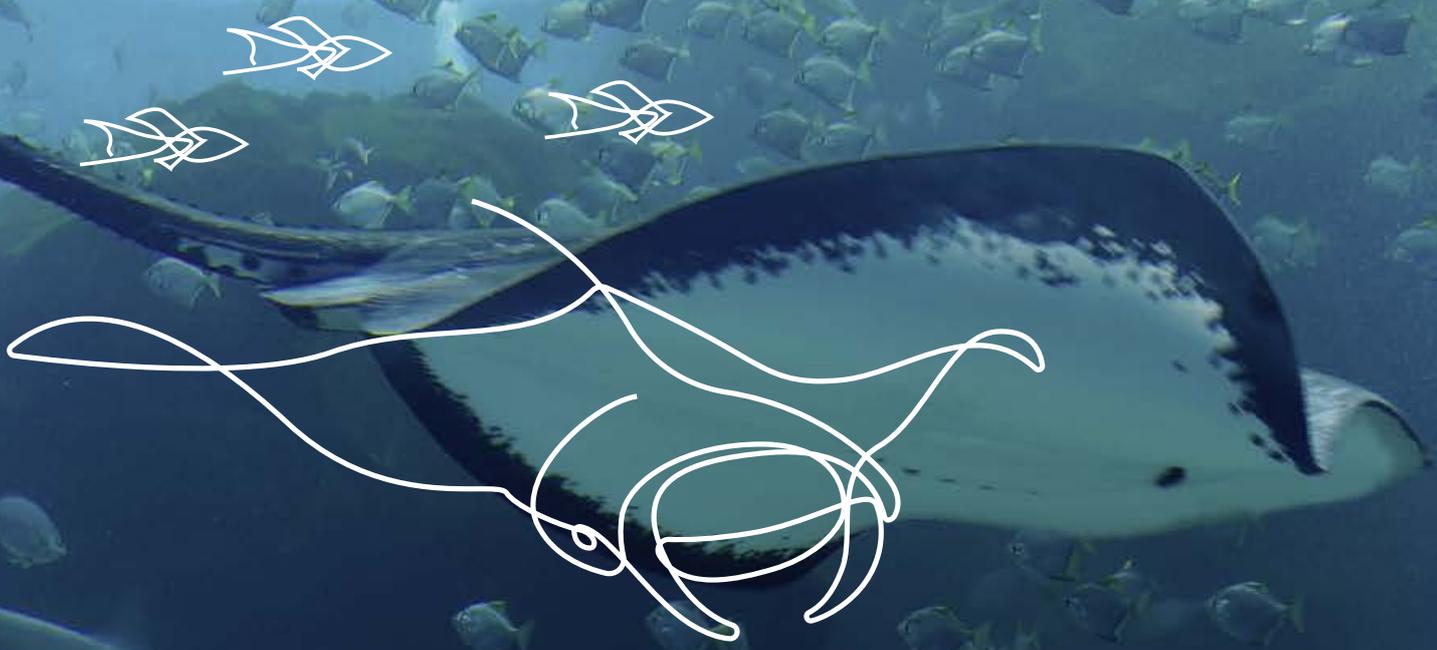




Entwurf eines Gesetzes zur  
begleitenden Ausführung der  
Verordnung (EU) 2020/1503 und  
der Umsetzung der Richtlinie EU  
2020/1504 zur Regelung von  
Schwarmfinanzierungsdienstleistern

## Umsetzung in Deutschland durch das **Schwarmfinanzierung- Begleitgesetz**

Das Bundesministerium der Finanzen hat  
am 13. Januar 2021 den Entwurf eines  
Schwarmfinanzierung-Begleitgesetzes\* veröffentlicht.



Mehr dazu auf den nächsten Seiten >>>

# Schwarmfinanzierung- Begleitgesetz



**Status quo im Gesetzgebungsverfahren:** Am 26. März 2021 hat der Bundestag in erster Lesung über das Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz beraten und anschließend in den Finanzausschuss überwiesen. Dort war der Gesetzentwurf zuletzt am 19. April Gegenstand einer öffentlichen Anhörung.

Das Begleitgesetz enthält die für die Umsetzung der Verordnung erforderlichen nationalen Regelungen. So wird etwa die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde festgelegt - mit entsprechenden Zuständigkeiten bezüglich der Zulassung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern und Ermittlungsbefugnissen, wie etwa jährlichen und anlassbezogenen Prüfungen sowie Sanktionsbefugnissen.

Ebenfalls eingeführt werden zahlreiche neue Bußgeldtatbestände für den Fall von Verstößen gegen die Vorschriften der Verordnung. Für den Fall, dass Dienstleistungen von Schwarmfinanzierern ohne eine Zulassung erbracht werden, gibt es sogar einen neuen Straftatbestand im Kreditwesengesetz (KWG). Das Strafmaß ist beträchtlich: Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe.

## § 54 Abs. 1 b KWG

### 1 Wer

1. Geschäfte betreibt, die nach § 3, auch in Verbindung mit § 53b Abs. 3 Satz 1 oder 2, verboten sind, oder
2. ohne Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 Satz 1 Bankgeschäfte betreibt oder Finanzdienstleistungen erbringt, wird mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

### 2

Handelt der Täter fahrlässig, so ist die Strafe Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe.

Der wesentliche Teil der Änderungen findet sich jedoch im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Ebenfalls dort geregelt: die zivilrechtliche Haftung für Angaben im Anlagebasisinformationsblatt.



## Konkrete Änderungen im Wertpapier- handelsgesetz

In § 32c und § 32d werden die Artikel 23 und 24 der Crowdfunding-Verordnung umgesetzt und erforderliche **zivilrechtliche Haftungsregeln für Anlagebasisinformationsblätter eingeführt**. Eine klare und im beiderseitigen Interesse ausgewogene Haftungsnorm schafft Rechtssicherheit und damit eine Berechenbarkeit von Haftungsansprüchen. Die Haftungsregelungen orientieren sich an den bewährten Haftungsnormen im Prospektrecht.

§ 32f führt Regelungen zur **Überwachung der Pflichten** der Verordnung ein. Demnach besteht die Möglichkeit für die BaFin, **Sonderprüfungen** zu veranlassen. Ferner wird eine **jährliche Prüfpflicht eingeführt**. Diese Maßnahmen sind erforderlich, um im Rahmen der Aufsicht Erkenntnisse zu etwaigen Verstößen zu erhalten. Die

Sonderprüfung nach § 32f Absatz 1 kann insbesondere anlässlich konkreter Hinweise, aber beispielsweise auch im Rahmen einer Stichprobe durchgeführt werden. Eine **regelmäßige Kontrolle** der Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben, insbesondere hinsichtlich der **Kapitalanforderungen** (Artikel 11 der EU-Verordnung) und der **Verhaltensregeln**, soll zum Zweck der Insolvenzvermeidung, des Verbraucher- und Anlegerschutzes und der Erhaltung der Vertrauenswürdigkeit des Finanzmarktes sowie speziell des Schwarmfinanzierungsmarktes stattfinden.

Ein auf konkrete Vorfälle bzw. Hinweise begrenztes Eingreifen würde keine ausreichende Überwachung gewährleisten. Die Regelungen des § 32f ermöglichen somit eine frühzeitige und regelmäßige Aufsicht.

## Evaluierung

Für die Evaluierung des Vorhabens enthält der Gesetzentwurf die folgenden Festlegungen:

Eine Evaluierung der Vorschriften zur Umsetzung der Crowdfunding-Verordnung soll **in fünf Jahren** aufgrund von Artikel 45 der Verordnung erfolgen.

Dabei soll insbesondere geprüft werden, ob der Markt für Schwarmfinanzierungsdienstleister in der EU funktioniert, die in der Verordnung genannten Schwellenwerte angemessen sind und ob der Zugang von KMU zu Finanzmitteln auf diesem Wege funktioniert. Weiter soll u. a. untersucht werden, in welchem Volumen und in welcher Anzahl Schwarmfinanzierungsdienstleistungen grenzüberschreitend erbracht wurden. Ebenfalls im Fokus: die mit der Umsetzung der Verordnung entstehenden Kosten.

# Bundesregierung beschließt Entwurf für ein Transparenz-Finanzinformationsgesetz Geldwäsche

**Am 10. Februar 2021 hat die Bundesregierung den Entwurf für ein Gesetz zur Europäischen Vernetzung der Transparenzregister und zur Umsetzung der EU-Finanzinformationsrichtlinie 19/1153 beschlossen – das sog. Transparenz-Finanzinformationsgesetz Geldwäsche\* (TraFinG Gw).**

Ziel ist die Einrichtung einer europäischen Plattform, über die alle in den nationalen Transparenzregistern enthaltenen Daten abgerufen werden können. Um die europäische Vernetzung und eine bessere digitale Nutzbarkeit zu gewährleisten, sollen Informationen zu Unternehmen in allen EU-Mitgliedstaaten in strukturierten Daten-

sätzen in einem einheitlichen Datenformat gespeichert werden. Mit dem Vorhaben sind erhebliche Verschärfungen der Transparenzvorschriften verbunden - zahlreiche Änderungen des Geldwäschegesetzes (GWG) sind die Folge. Geplant ist ein Inkrafttreten des Gesetzes am 01. August 2021.

## **Achtung: Keine Mitteilungsfiktionen mehr – Wechsel vom Auffang- zum Vollregister**

Derzeit ist das deutsche Transparenzregister als Auffangregister ausgestaltet. D.h. ergeben sich alle erforderlichen Angaben zum wirtschaftlich Berechtigten bereits aus anderen öffentlich zugänglichen Registern, wie z.B. dem Handels-, Unternehmens-, Partnerschafts-, Genossenschafts- oder Vereinsregister, „fängt es deren Daten auf“ und es ist keine Meldung ans Transparenzregister erforderlich. Gemäß § 20 Abs. 2 Satz 1 GwG gilt eine sog. Mitteilungsfiktion.

Diese Ausnahme von der Transparenzregistermeldepflicht ersparte Unternehmen doppelten Melde-Aufwand, soll nun aber wegfallen. Das bedeutet, künftig müssen alle GWG-verpflichteten Unternehmen ihre tatsächlichen wirtschaftlich Berechtigten oder sog. fiktiven wirtschaftlich Berechtigten (Vertretungsberechtigte des Unternehmens, wenn es keine natürliche Person als wirtschaftlich Berechtigten gibt) an das Transparenzregister melden. Das Transparenzregister wird zum Vollregister, dem sämtliche Daten mitzuteilen sind.

Ebenfalls abgeschafft werden sollen bisher geltende Privilegierungen für börsennotierte Unternehmen und Tochtergesellschaften, deren Transparenzanforderungen im Rahmen der Börsen-Notierung als gewährleistet erachtet worden waren. Das heißt, auch sie müssen ihre wirtschaftlich Berechtigten melden. Umgekehrt bedeutet das für ihre geldwäscherechtlich verpflichteten Geschäftspartner – sie müssen bei Begründung einer Geschäftsbeziehung die wirtschaftlich Berechtigten des börsennotierten Unternehmens identifizieren.

Laut Gesetzesbegründung sind von dem Wegfall der Mitteilungsfiktion ca. 2,3 Millionen Unternehmen betroffen. Der Gesetzgeber rechnet mit einem erheblichen Anstieg der Ordnungswidrigkeitenverfahren infolge der Gesetzesreform.



**Wirtschaftlich Berechtigte eines Unternehmens** sind die natürlichen Personen, die mehr als 25 Prozent der Kapitalanteile oder Stimmrechte halten oder auf vergleichbare Art und Weise Kontrolle bzw. wesentlichen Einfluss auf das Unternehmen ausüben können.

Wer Gesellschafter zu welchen Anteilen ist, ergibt sich aus dem Transparenzregister oder auch aus der Gesellschafterliste, die in der Regel über das Handelsregister oder Unternehmensregister elektronisch abrufbar ist.

In Fällen, in denen alle Anteile durch eine andere Gesellschaft gehalten werden, ist zu prüfen, ob „mittelbar“ aus der Gesellschafterliste dieser anderen Gesellschaft eine natürliche Person ermittelt werden kann, die mehr als 25 Prozent der Kapital/ Stimmrechte hält.

Wenn wirtschaftlich Berechtigte nicht ermittelt werden können, also nicht aus Transparenzregister, Handelsregister, Unternehmensregister oder anderen Registern ersichtlich ist, dass es Anteils- oder Stimmrechtsinhaber von über 25 Prozent gibt, dann gelten Vorstände oder Geschäftsführer des Unternehmens als wirtschaftlich Berechtigte.

## Weitere Angaben zum wirtschaftlich Berechtigten

Statt einer sind künftig sämtliche Staatsangehörigkeiten des wirtschaftlich Berechtigten zum Transparenzregister zu melden. Unklar sind allerdings Bestimmungen zur Nachmeldung. Diese soll bei turnusmäßiger Aktualisierung der Angaben zum wirtschaftlichen Berechtigten erfolgen. Tatsächlich gibt es im deutschen Recht aber gar keine turnusmäßige Meldepflicht zum Transparenzregister. Im Ausland ist das teilweise anders – und der damit verbundene Aufwand insbesondere für multinational strukturierte Unternehmensgruppen hoch.

Ebenfalls unklar ist, ob es in Fällen, in denen keine natürliche Person als tatsächlicher wirtschaftlich Berechtigter ermittelt werden kann, ausreichend ist einen von mehreren gesetzlichen Vertretern zum Transparenzregister zu melden. Regierungsentwurf und BaFin sagen ja, Referentenentwurf und Bundesverwaltungsamt in seinen Fragen und Antworten zum Transparenzregister sagen, es müssen sämtliche gesetzlichen Vertreter als fiktive wirtschaftlich Berechtigte zum Transparenzregister gemeldet werden.

## Bei Identifizierung reicht grundsätzlich Abgleich mit Transparenzregister

GwG-Verpflichtete müssen Angaben zum wirtschaftlich Berechtigten beim Vertragspartner einholen. Bisher dürfen sie sich nicht ausschließlich auf die Angaben im Transparenzregister verlassen, sondern müssen eigene Nachforschungen anstellen. Der Umfang ist abhängig vom Geldwäscherisiko im jeweiligen Einzelfall. Hier sieht der Regierungsentwurf eine Erleichterung vor: Zur Überprüfung dieser Angaben reicht künftig grundsätzlich die Einsichtnahme ins Transparenzregister. Nur bei begründeten Zweifeln an Identität, Stellung oder Richtigkeit der Angaben des wirtschaftlich Berechtigten oder Fällen mit erhöhtem Geldwäsche-Risiko sind weitere Maßnahmen zur Erfüllung der Identifizierungspflicht erforderlich.

## Anteilerwerb durch ausländische Gesellschaften (Share Deals)

Aktuell sind ausländische Gesellschaften verpflichtet, ihren wirtschaftlich Berechtigten an das Transparenzregister zu melden, wenn sie unmittelbar Eigentum an einem im Inland gelegenen Grundstück/Immobilie erwerben und nicht bereits im Transparenzregister eines anderen EU-Mitgliedstaats eingetragen sind (§ 20 Abs. 1 S. 2 GwG).

Das TraFinG Gw will die Meldepflichten ausländischer Gesellschaften nun auf sog. „Share Deals“ ausweiten, d.h. den Erwerb von Anteilen einer Gesellschaft mit inländischem Grundeigentum im Sinne des § 1 Abs. 3 Grunderwerbsteuergesetz (GrEStG). Auch hier ist eine Befreiung vorgesehen, wenn der ausländische Anteilserwerber Daten zu den wirtschaftlich

Berechtigten bereits an ein anderes Transparenzregister in der EU gemeldet hat.

Parallel soll auch das Beurkundungsverbot des § 10 Abs. 9 S. 4 GwG auf Share Deals ausgeweitet werden. D.h. wird die Transparenzregisterpflicht nicht erfüllt, darf der Erwerb nicht notariell beurkundet werden.

Für Grundstücksgeschäfte mit Beteiligung ausländischer Gesellschaften bedeutet das viel Mehraufwand. Unklar ist noch, ob das Beurkundungsverbot auch gelten soll, wenn nach ausländischem Recht z.B. wegen Börsen-Notierung eine Befreiung von der Transparenzregisterpflicht einschlägig ist.

## Übersichten zur Eigentums- und Kontrollstruktur

Stimmen Angaben zu wirtschaftlich Berechtigten nicht mit Angaben im Transparenzregister überein, sind sog. **Unstimmigkeitsmeldungen** abzugeben. Der Bundesanzeiger wird zur Klärung künftig dazu ermächtigt, Übersichten zur Eigentums- und Kontrollstruktur meldepflichtiger Vereinigungen (§ 20 Abs. 3a GwG-E) zu erstellen. Anders als im Referentenentwurf wird jedoch eine Weiterga-

be der Übersichten an Ersteller von Unstimmigkeitsmeldungen sowie bestimmte Behörden oder eine Herausgabe der Übersichten an geldwäscherechtlich Verpflichtete aus datenschutzrechtlichen Gründen ausgeschlossen. Die Übersichten sind nach Ablauf von zwei Jahren seit Abschluss der Prüfung der Unstimmigkeitsmeldung durch den Bundesanzeiger zu löschen.

### Inkrafttreten und nach Rechtsform gestaffelte Übergangsfristen

Das TraFinG Gw soll am **01. August 2021 in Kraft treten**. Für zahlreiche neu verpflichtete Unternehmen, die bislang nach § 20 GwG nicht an das Transparenzregister mitteilen mussten, gelten jedoch nach Rechtsform gestaffelte Übergangsfristen:

- + AG, SE oder KGaA bis 31.03.2022;
- + GmbH, Genossenschaft, Europäischen Genossenschaft oder Partnerschaft bis 30.06.2022; und
- + in allen anderen Fällen bis 31.12.2022.

### Befristete Aussetzung der Bußgeldvorschriften

Verstöße gegen Transparenzpflichten gemäß GwG bleiben bußgeldbewährt (§ 56 GwG). Ebenfalls unverändert droht die Bekanntmachung des Verstoßes unter Nennung der Beteiligten auf der Website der BaFin (§ 57 GwG). Allerdings werden die Bußgeldvorschriften für Verstöße gegen die Pflicht zur Erstmeldung des wirtschaftlich Berechtigten zeitlich befristet ausgesetzt

## Identifizierungspflichten auch bei Übertragung von Kryptowerten außerhalb einer Geschäftsbeziehung

Betreiber des Kryptoverwahrgeschäfts gehören schon seit Inkrafttreten der Neufassung des GwG zum 01.01.2020 zu den geldwäscherechtlich Verpflichteten.

Laut Regierungsentwurf sollen Identifizierungs- und andere Sorgfaltspflichten nach §§ 10 ff. GwG nun auch gelten, wenn Kryptowerte außerhalb einer Geschäftsbeziehung übertragen werden. Aber nur dann, wenn die Kryptowerte zum Zeitpunkt der Übertragung einen Gegenwert von EUR 1.000,00 oder mehr haben. Gleiches gilt bereits für Geldtransfers außerhalb einer Geschäftsbeziehung (vgl. § 10 Abs. 3 Nr. 2a GwG).

## Aussetzung von Unstimmigkeitsmeldungen bis 01.04.2023

Sofern sich die betreffende Gesellschaft vor Inkrafttreten des TraFinG Gw auf die Mitteilungsfiktion des § 20 Abs. 2 GwG berufen konnte, müssen wegen des Fehlens einer Eintragung nach § 20 GwG bis zum 01.04.2023 auch keine Unstimmigkeitsmeldungen abgegeben werden.

- und zwar für:

- + AG, SE oder KGaA bis 31.03.2023;
- + GmbH, Genossenschaft, Europäischen Genossenschaft oder Partnerschaft bis 30.06.2023;
- + in allen anderen Fällen bis 31.12.2023.



# Meilenstein im Wertpapierrecht – das neue Gesetz für elektronische Wertpapiere



Im Finanzmarkt geht der Trend zunehmend hin zu innovativen Technologien. Das gilt auch für die Unternehmensfinanzierung durch Wertpapiere, die elektronisch und ggf. mittels der Blockchain-Technologie begeben werden. **Der Knackpunkt:** In Deutschland gilt noch zivilrechtliches Wertpapierrecht von 1896 und das schreibt zwingend die Verbriefung in einer Papier-Urkunde vor. In anderen Staaten ist das bereits anders – entsprechend hoch der Druck des Gesetzgebers Regelungen zu schaffen, um die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland im Wettbewerb nicht zu gefährden. **Die Herausforderung:** Eine Modernisierung des Wertpapierrechts, das heutigen Bedürfnissen gerecht wird – bei gleichzeitiger Schaffung rechtssicherer regulatorischer Rahmenbedingungen und Aufsichtsstrukturen.

Erster Step war die am 18. September 2019 verabschiedete Blockchain-Strategie der Bundesregierung. Ein Jahr später folgte zunächst ein Referentenentwurf des Bundesministeriums für Justiz und Verbraucherschutz (BMJV) vom 11. August

2020 und am 14. Dezember 2020 schließlich der Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG). Der Gesetzesentwurf macht den Weg nun frei für elektronische Wertpapiere. Das Erfordernis einer urkundlichen Verkörperung von Wertpapieren wird aufgegeben. Emittenten haben künftig die Wahl, ob sie Wertpapiere mittels Urkunde oder auf elektronischem Wege emittieren wollen.

Das betrifft aber vorerst nur Inhaber-Schuldverschreibungen sowie teilweise Inhaber-Anteilscheine – eine Öffnung für weitere Inhaberpapiere ist später vorgesehen.

Mit Blick auf zukünftige Lösungen gelten die Regeln „technologieneutral“, d. h. auch für andere digitale dezentrale fälschungssichere Aufzeichnungssysteme jenseits der Nutzung von Blockchain- und vergleichbaren Distributed-Ledger-Technologien.

Das Gesetz tritt voraussichtlich noch in diesem Jahr – am Tag nach der Verkündung – in Kraft und soll spätestens fünf Jahre später evaluiert werden.

**N**eben der klassisch verbrieften Inhaberschuldverschreibung führt das Gesetz zwei neue Begebungsformen ein: das elektronische Zentralregisterwertpapier und das Kryptowertpapier. Der Unterschied liegt in der Art der Registerführung. Das Zentralregisterwertpapier wird im zentralen Register der Wertpapierinhaber von einem sog. Zentralverwahrer, also einer zugelassenen Wertpapiersammelbank oder ggf. einer Depotbank eingebucht. Beim Kryptowertpapier wird unter Nutzung der Blockchain-Technologie ein dezentrales Kryptowertpapierregister geführt - den Registerführer kann der Emittent selbst bestimmen.

Die elektronischen Wertpapiere entstehen unmittelbar mit der Eintragung im jeweiligen elektronischen Wertpapierregister. Aus dem Register sollen sich auf einen Blick alle für den Rechtsverkehr wesentlichen Ausstattungsmerkmale des Wertpapiers ergeben.

Deshalb sind die Emissionsbedingungen bei der registerführenden Stelle in elektronischer Form zu hinterlegen und wesentliche Angaben zur betreffenden Wertpapieremission einzutragen. Welche das sind, richtet sich für Zentralregisterwertpapiere nach §13 eWpG-E, bei Kryptowertpapieren nach § 17 eWpG-E. Beides, Niederlegung und Eintragung elektronischer

Wertpapiere sind Pflicht des Emittenten - wie beim Skripturakt bei physischen Wertpapieren.

Mit der Eintragung entfaltet ein elektronisches Wertpapier dieselbe Rechtswirkung wie eine physische Papier-Urkunde und gilt über eine gesetzliche Fiktion als „Sache“ im Sinne von § 90 BGB (§ 2 Abs. 3 eWpG-E).

des Emittenten oder bisherigen Berechtigten im betreffenden Wertpapierregister auf den neuen Berechtigten umgetragen. Mit Vollzug der Umtragung geht das Eigentum über (§ 25 Abs. 2 eWpG-E, § 929 Satz 1 BGB).

Jede Verfügung oder Begründung von Rechten Dritter an dem elektroni-

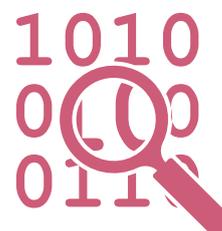
## Arten, Entstehung und Übertragung von elektronischen Wertpapieren

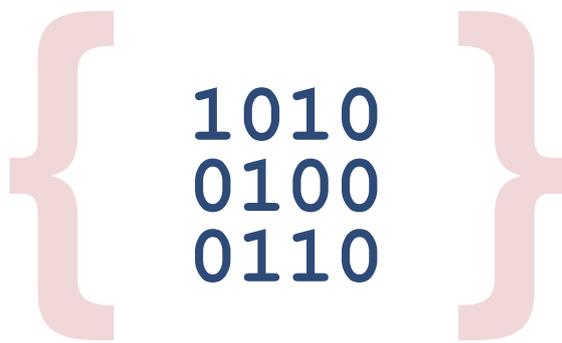
Die Folge ist, Verfügungen können nun rechtssicher nach sachenrechtlichen Grundsätzen stattfinden.

Das bedeutet, die Parteien einigen sich zunächst wie üblich, dass das Eigentum übergehen soll. Da das Recht aber nicht dinglich in einer Urkunde verkörpert, sondern ein digital dargestellter Wert ist, erfolgt keine Übergabe. Stattdessen wird das elektronische Wertpapier auf Weisung

schen Wertpapier muss im jeweiligen Wertpapierregister eingetragen werden. Sonst ist sie unwirksam.

Dadurch gewährleistet das eWpG einen weitreichenden Gutglaubenschutz für den Erwerber. Er soll auf die Richtigkeit der Eintragung im Register vertrauen dürfen. Verkehrsfähigkeit und rechtssicherer Handel elektronischer Wertpapiere sollen so ermöglicht werden.





digitale dezentrale  
fälschungssichere  
Aufzeichnungssysteme

## Erlaubnis für die Kryptowertpapierregisterführung

und besondere Emittentenpflichten



**M**it der Wertpapier-Eigenschaft sind hohe aufsichtsrechtliche Anforderungen und wesentliche zivilrechtliche Folgen verbunden. Für ein Kryptowertpapier ist eine Kennzeichnung als solches sowie eine Veröffentlichung im Bundesanzeiger und gleichzeitig eine Mitteilung an die Aufsichtsbehörde vorgesehen. Die Stellen, die ein Kryptowertpapierregister führen, werden unter **Aufsicht der Bafin** gestellt. Die Kryptowertpapier-Registerführung ist erlaubnispflichtig.

Angesichts des öffentlichen Glaubens, der sich auf das Wertpapierregister stützt, sind an die Führung des Registers ebenfalls sehr hohe Anforderungen zu stellen. Schließlich muss

das elektronische Wertpapierregister die Rechtslage hinsichtlich der elektronischen Wertpapiere zu jedem Zeitpunkt zutreffend und vollständig abbilden. **Pflichtverletzungen** seitens **des Registerführers** können Schadensersatzansprüche auslösen.

Da der Emittent bei Kryptowertpapieren den Registerführer des Kryptowertpapierregisters selbst bestimmen kann, trifft ihn auch die Verpflichtung den Registerführer sorgfältig auszuwählen und zu gewährleisten, dass das vom Registerführer betriebene Kryptowertpapierregister für die gesamte Dauer der Eintragung technisch ordnungsgemäß funktioniert. Kommt es zu Funktionsstörungen oder **Unregelmäßigkeiten** bei der

Registerführung, so hat der Emittent darauf hinzuwirken, dass diese innerhalb einer angemessenen Frist abgestellt werden. Gelingt das nicht, ist der Emittent mit Zustimmung der BaFin oder sämtlicher Kryptowertpapierinhaber (§ 22 eWpG-E) zum **Wechsel des Kryptowertpapierregisters** verpflichtet. Der Wechsel des Kryptowertpapierregisters kann sogar von der BaFin erzwungen werden (§ 21 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E).

Wird ein Wechsel des Kryptowertpapierregisters nicht innerhalb angemessener Frist vollzogen, löst dies ein außerordentliches Kündigungsrecht des Kryptowertpapierinhabers nach § 30 Satz 1 eWpG-E aus.

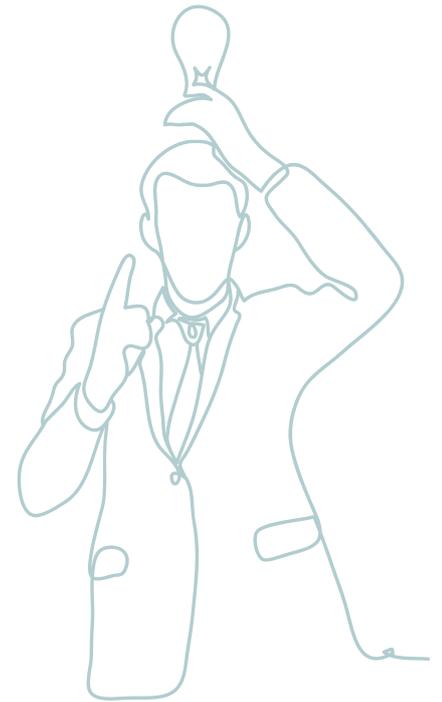
# Fragen & Antworten

## Weitere praxisrelevante Fragen kurz beantwortet

### Wie begibt man elektronische Wertpapiere?

**1** Voraussetzung ist zunächst wie üblich eine **schuldrechtliche Vereinbarung**, wie z.B. Kaufvertrag, Übernahmevertrag oder Zeichnungsvertrag zwischen dem Emittenten und demjenigen, der den Anteil übernimmt

**2** Zusätzlich muss dann ein **Begebungsvertrag** geschlossen werden. Dies ist die Einigung zwischen den Parteien darüber, welche konkreten Wertpapiere (Zentralregisterwertpapiere oder Kryptowertpapiere) begeben werden sollen und in welchem elektronischen Wertpapierregister (dezentrales Kryptowertpapierregister oder zentrales elektronisches Wertpapierregister) die Eintragung - statt Ausgabe und Übergabe einer Wertpapierurkunde - erfolgen soll.



### Was ist bei der Niederlegung der Emissionsbedingungen zu beachten?

**D**ie elektronischen Wertpapiere entstehen unmittelbar mit der Eintragung im betreffenden elektronischen Wertpapierregister. Der Emittent hat vor der Eintragung des elektronischen Wertpapiers die Emissionsbedingungen bei der Registerführenden Stelle als elektronisches Dokument zugänglich zu machen - zur Kenntnisnahme für jedermann (Niederlegung).

In der Praxis stehen allerdings Emissionsbedingungen, wie Volumen, Zinssatz und Ausgabepreis oftmals erst am Ausgabetag fest - dementsprechend finden zuvor noch Änderungen statt.

In diesem Zusammenhang ist folgendes zu beachten: Laut Gesetzesbegründung kann die Niederlegung auch eine juristische Sekunde vor der Eintragung erfolgen.

Das ist wichtig, denn jede Änderung bedarf nach § 5 Abs. 3 eWpG-E der erneuten Niederlegung. Die niedergelegten Emissionsbedingungen können gemäß § 5 Abs. 2 eWpG-E nur noch durch Gesetz, aufgrund eines Gesetzes, durch Rechtsgeschäft, durch gerichtliche Entscheidung oder durch vollstreckbaren Verwaltungsakt geändert werden, es sei denn, es werden offenbare Unrichtigkeiten berichtigt (§ 5 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E).



## Welche Angaben zum Wertpapier müssen im Register aufgenommen werden?

### Emittent

Angaben zu Garanten, wie Muttergesellschaft oder Konzerngesellschaft oder sonstigen Mitverpflichteten sind nicht erforderlich.

### Inhaber

je nachdem, wo die elektronischen Wertpapiere eingetragen werden, also eine Wertpapier-sammelbank, ein Verwahrer oder bei Einzeleintrag eine einzelne Person

### Angaben zum Mischbestand nach § 9 Abs. 3 eWpG

Besteht die Gesamtemission als Mischbestand teils aus einer Sammeleintragung und teils aus mittels Urkunde begebenen Wertpapieren oder Wertpapieren in Einzeleintragung im selben Register, so gelten diese Teile als ein einheitlicher Sammelbestand, wenn dies im Register zur Sammeleintragung vermerkt ist.

### Kennzeichnung als Sammel- oder Einzeleintrag

### Der wesentliche Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Wertpapierkennnummer

Was konkret wesentlicher Rechtsinhalt ist, soll per Verordnung geregelt werden. Unklar ist, ob neben Basisinformationsblatt nach der EU-PRIIPS-Verordnung und Zusammenfassung nach der EUProspektVO eine weitere Zusammenfassung erforderlich ist. Laut Gesetzesbegründung kann sich die Darstellung auch aus den niedergelegten Emissionsbedingungen ergeben. Insofern reicht wohl ein Verweis auf die Emissionsbedingungen.

### Nennbetrag

Nennwertlose Papiere (wie z.B. Optionsscheine und bestimmte Zertifikate) müssen laut Gesetzesbegründung entsprechend gekennzeichnet werden. Hier wäre anstelle des Nennbetrags die (maximale) Stückzahl anzugeben. Bei einem Emissionsrahmen „bis-zu“ das maximal begebare Volumen.

### Bei Zentralregisterwertpapieren in Einzeleintragung ergänzend folgende Angaben:

#### Verfügungshindernisse

Laut Gesetzesbegründung sind gesetzliche und behördliche Verfügungsverbote sowie Verfügungshindernisse im Zentralen Register einzutragen, d.h. erb-, familien- und vormundschaftsrechtliche sowie insolvenzrechtliche und aus beschränkter Geschäftsfähigkeit. Damit soll ein gutgläubiger Erwerb auf Basis des Registerinhalts nach § 26 eWpG-E ausgeschlossen werden.

#### Rechte Dritter

Es sollen jegliche Rechte Dritter im Zentralen Register eingetragen werden, um einen gutgläubigen Wegerwerb zu verhindern.

#### Gesamtemissionsvolumen



## Welche zusätzlichen **Veröffentlichungs- und Meldepflichten** gelten bei Kryptowertpapieren?

**N**ach Eintragung der Kryptowertpapiere im Kryptowertpapierregister ist unverzüglich die Veröffentlichung im Bundesanzeiger zu veranlassen. Das gilt auch für Änderungen zum Inhalt des Rechts, des Kryptowertpapierregisters und der registerführenden Stelle. Unverzüglich bedeutet ohne schuldhaftes Zögern - laut Gesetzesbegründung am nächsten Werktag nach der Eintragung. Veröffentlichungspflichtig und allein verantwortlich ist der Emittent. Der Inhalt

der Angaben in der Veröffentlichung wird weder durch die Aufsichtsbehörde noch durch den Betreiber des Bundesanzeigers geprüft. Deshalb kommt der Veröffentlichung im Bundesanzeiger zwar Beweisfunktion aber kein öffentlicher Glaube zu.

**Verstöße werden als Ordnungswidrigkeit gemäß §31 eWpG-E geahndet.**

**Die Veröffentlichung im Bundesanzeiger muss nach § 20 Abs 2 eWpG-E folgende Angaben enthalten:**

- Den Emittenten;
- Informationen zum Kryptowertpapierregister und zur registerführenden Stelle;
- Den wesentlichen Inhalt des Rechts einschließlich einer eindeutigen Kennnummer und Kennzeichnung als Wertpapier;
- Das Datum der Eintragung im Kryptowertpapierregister;
- Information, ob es sich um eine Ersteintragung oder Änderung der vorstehenden Angaben handelt.

Außerdem hat der Emittent Registerauszüge zu erstellen und die BaFin entsprechend zu informieren. Die Aufsichtsbehörde veröffentlicht dann eine Zusammenfassung der Kryptowertpapierveröffentlichungen in Form einer Liste im Internet.

Die Veröffentlichungspflicht im Bundesanzeiger ist aber keine konstitutive Voraussetzung für die Entstehung eines elektronischen Wertpapiers.

## Welche **Besonderheiten** gelten bei der Führung eines Kryptowertpapierregisters?

**G**emäß § 16 eWpG-E gilt Folgendes: Ein Kryptowertpapierregister muss auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt werden, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden.

Registerführende Stelle ist, wer vom Emittenten gegenüber dem Inhaber als solche benannt wird. Unterbleibt eine solche Benennung, gilt der Emittent als registerführende Stelle. Ein Wechsel der registerführenden Stelle durch den Emittenten ist ohne Zustimmung des Inhabers oder des Berechtigten zulässig, es sei denn, in den Emissionsbedingungen ist etwas Abweichendes geregelt.

Nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 8 KWG-E handelt es sich beim Führen eines Kryptowertpapierregisters im Geltungsbe-

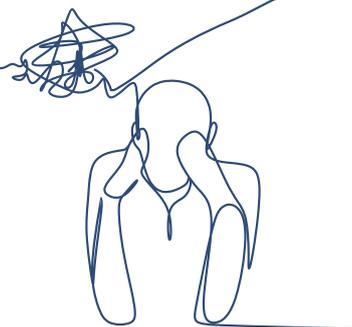
reich des KWG um eine nach § 32 KWG erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung. Der vom Emittenten benannte Registerführer – oder der Emittent selbst, wenn er das Register führt, müssen also über eine entsprechende Erlaubnis verfügen.

Unklar ist, ob der Registerführer seinen Sitz in Deutschland haben muss. Ausreichen könnte nach allgemeinen Grundsätzen gemäß (§§ 32, 53, 53b KWG) eine EU-Zweigniederlassung mit Erlaubnis für das Betreiben des Depotgeschäfts. Diese würde als Weiterreichende auch das Kryptoverwahr- und Kryptoregisterführungsgeschäft umfassen.

Die bloße Registerführung bei elektronischen Wertpapieren gilt gemäß § 7 Abs. 4 eWpG-E nicht als Wertpapierverwahrung im Sinne des Depotgesetzes. Es ist also keine Erlaubnis für eine Tätigkeit als Wertpapierver-

wahrer oder als Zentralverwahrer nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KWG erforderlich.

Im Einzelfall ist allerdings stets zu prüfen, ob der Registerführer nicht zusätzliche Tätigkeiten ausführt, die bereits als Zentralverwahrung, Wertpapierverwahrung oder als Kryptowertpapierverwahrung eingestuft werden könnten und dann weitere Erlaubnisse erfordern würden. Die Abgrenzung ist schwierig.

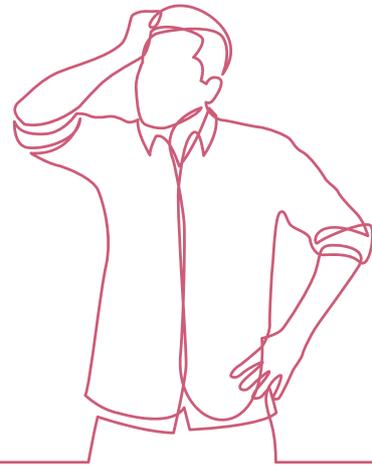


**J**edem Verbraucher als Inhaber eines Kryptowertpapiers in Einzeleintragung ist nach der Eintragung und nach jeder Veränderung des Registerinhalts sowie einmal jährlich ein Registerauszug in Textform zur Verfügung zu stellen (§ 19 Abs. 2 eWpG-E).

Daneben ist jedem Inhaber (unabhängig von der Verbrauchereigenschaft) auf Verlangen ein Registerauszug zu erteilen, sofern dies zur Geltendmachung seiner Rechte erforderlich ist (§ 19 Abs. 1 eWpG-E).

**Wie erlangt man Informationen über Einträge und Änderungen von Einträgen im Kryptowertpapierregister?**

# Wofür haftet der Registerführer?



**D**ie registerführende Stelle hat sicherzustellen, dass das elektronische Wertpapierregister jederzeit die bestehende Rechtslage zutreffend wiedergibt und Eintragungen sowie Umtragungen vollständig und ordnungsgemäß erfolgen. Denn im Vertrauen auf die Richtigkeit des Registers können elektronische Wertpapiere oder Rechte daran gutgläubig erworben werden.

Wenn das Register die Rechtslage aber nicht korrekt abbildet und dadurch Inhabern elektronischer Wertpapiere oder Inhabern von Rechten an elektronischen Wertpapieren Schäden entstehen, haftet der Registerführer den genannten Personen auf Ersatz dieser Schäden gemäß § 7 Abs. 2 Satz 2 eWpG-E.

Sein Verschulden wird dabei gesetzlich vermutet, es sei denn er kann beweisen, dass er den Fehler nicht zu vertreten hat.

## Fehlerhafte Darstellungen im Register

## Datensicherheit und Schutz der Datenintegrität

**A**ußerdem hat die registerführende Stelle die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen zu treffen, um einen Datenverlust oder eine unbefugte Datenveränderung (z.B. Hacking) über die gesamte Dauer, für die das elektronische Wertpapier eingetragen ist, zu verhindern.

Trifft die registerführende Stelle nicht die erforderlichen Maßnahmen, so haftet sie dem Berechtigten für den Schaden, der aufgrund des Datenverlustes oder der unbefugten Datenveränderung entsteht (§ 7 Abs. 3 eWpG-E)

Laut Gesetzesbegründung übernimmt die registerführende Stelle eine „Garantiehafung für die Gewährleistung von Datenschutz, Datensicherheit und Datenintegrität“. Das bedeutet, der Registerführer haf-

tet verschuldensunabhängig und muss jeden Schaden, der kausal auf der Verletzung der o.g. Schutzgüter beruht, ersetzen. Der jeweilige Anspruchsteller muss allerdings beweisen, dass die registerführende Stelle nicht die erforderlichen technischen und organisatorischen Maßnahmen getroffen hat.

Die Garantiehafung des Registerführers erscheint angesichts fehlender Haftungsausnahmen für Fälle höherer Gewalt unverhältnismäßig weit. Er wird damit gegenüber Führern von zentralen Registern, wie Wertpapier-sammelbank/Zentralverwahrern schlechter gestellt. Dies sollte zumindest in den noch zu erlassenden konkretisierenden Rechtsverordnungen zu Anforderungen an die IT-Sicherheit Berücksichtigung finden.

## Wer kann Ansprüche aus den elektronischen Schuldverschreibungen geltend machen?

Im Wertpapierrecht kann der Inhaber vom Schuldner die versprochene Leistung verlangen. Bei einer als elektronisches Wertpapier begebenen Schuldverschreibung ist Inhaber die im betreffenden Wertpapierregister eingetragene Person. Sie kann vom Emittenten die in der Schuldverschreibung versprochene Leistung verlangen (vgl. § 28 Abs. 1 Satz 1 eWpG-E).

## Welche Einwendungen kann der Emittent dem Inhaber entgegenhalten?

Wie bei klassisch verbrieften Inhaberpapieren nach § 796 BGB kann der Emittent einer als elektronisches Wertpapier begebenen Schuldverschreibung dem Inhaber gemäß § 28 Abs. 2 eWpG-E folgende Einwendungen entgegenhalten:

1. Einwendungen, die sich aus der **Eintragung** ergeben;
2. Einwendungen, die sich aus den **Emissionsbedingungen** ergeben;
3. Einwendungen, die die **Gültigkeit der Eintragung** betreffen;
4. Einwendungen, die ihm unmittelbar **gegen den Inhaber** zustehen.

## Wann verjähren Ansprüche aus elektronischen Wertpapieren?

Bei klassisch verbrieften Inhaberschuldverschreibungen verjähren die Ansprüche nach § 801 Abs. 1 BGB innerhalb von zwei Jahren ab dem Ende der Vorlegungsfrist. Die Vorlegungsfrist beträgt 30 Jahre.

Vorlegungs- und Verjährungsfrist können nach § 801 Abs. 3 BGB jedoch abweichend geregelt werden. Üblicherweise sind Regelungen zur Verjährungsfrist Bestandteil der Emissionsbedingungen.

Kommt es auf die Vorlegungsfrist an, weil abweichende Regelungen fehlen, so gilt bei elektronischen Wertpapieren Folgendes:

Die physische Vorlegung wird durch das ausdrückliche Leistungsverlangen unter Glaubhaftmachung der Berechtigung ersetzt (§ 29 Abs. 2 eWpG-E).

Bei einzeleingetragenen elektronischen Wertpapieren genügt der Nachweis der Eintragung im betreffenden Wertpapierregister. Bei sammelverwahrten elektronischen Wertpapieren erfolgt die Glaubhaftmachung durch Vorlage der Bescheinigung nach § 6 Abs. 2 DepotG.

# Entwicklung und Auswirkungen

## für Emittenten und Vertrieb seit 2020

Die Auflage, der Vertrieb und die Verwaltung von Krypto-Anlage-Angeboten sind erst seit Anfang 2020 in Deutschland zweifelsfrei rechtssicher umsetzbar. Denn erst seit dem 01.01.2020 sind Kryptowerte als neue Kategorie von Finanzinstrumenten im Kreditwesengesetz (KWG) detailliert reguliert. Das bedeutet Finanzdienstleister müssen nun berechtigt sein, Dienstleistungen in Bezug auf Kryptowerte zu erbringen. Weil Kryptowerte seit Januar 2020 eine eigene Klasse von Finanzinstrumenten bilden, ist also grundsätzlich eine Erlaubnis nach § 32 KWG für die Anlagevermittlung oder Anlageberatung erforderlich.

Darüber hinaus werden Security-Token (d.h. Token-Inhaber erhält z.B. gegen den Ausgeber des Tokens einen Anspruch auf Rückzahlung, Beteiligung am Gewinn oder Gesellschaftsanteile des Unternehmens) als Wertpapiere oder Vermögensanlagen aus prospektrechtlicher Sicht eingestuft, so dass zumindest ein Wertpapierinformationsblatt

(WIB) oder ein Vermögensanlagenprospekt zu erstellen ist. Das neue eWpG wird neben dem bisherigen Wertpapierrecht gelten. Während das eWpG sowie die Anpassungen und Einführung eines neuen Erlaubnistatbestands im KWG ausdrücklich auf Kryptowertpapiere und damit auf elektronisch begebene auf den Inhaber lautende Schuldverschreibungen beschränkt sind, gilt das bisherige Wertpapierrecht auch für alle anderen Formen von Wertpapieren fort und wird um spezifische Regelungen für elektronische und nicht-verbrieft Wertpapiere ergänzt.

Nicht auf Inhaberschuldverschreibungen beschränkt, sondern für alle Arten von digital abgebildeten Wertpapieren gilt Folgendes: Bei der Ausgabe von tokenbasierten Aktien und anderen tokenbasierten Eigenkapital- und Schuldtiteln kann nach den Bestimmungen des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) die prospektfreie Ausgabe von Wertpapieren bis 8 Mio. EUR erfolgen.

## Fazit und Ausblick

Mit den geplanten wertpapierrechtlichen Neuerungen im deutschen Recht eröffnet der Gesetzgeber eine weitere rechtssichere Möglichkeit der Begebung von Wertpapieren und damit eine zusätzliche Option der Unternehmensfinanzierung. Nutzen werden dies vor allem technikaffine Emittenten, um neue Anlegerkreise zu erschließen. Dem Anlegerschutz wird dabei durch die Einführung eines neuen Erlaubnistatbestandes im KWG, der Kryptowertpapierregisterführung und der Anwendbarkeit der Bestimmungen des Wertpapierprospektrechts Rechnung getragen.

Der gelungene Gesetzentwurf bedarf zwar noch zahlreicher konkretisierender Ausführungsbestimmungen durch Rechtsverordnungen, ebnet aber den Weg in ein digitales Zeitalter.



[www.gk-law.de](http://www.gk-law.de)



Druck  
**Goltze Druck GmbH & Co. KG**  
Hans-Böckler-Straße 7  
37079 Göttingen

Editorial Design  
**Haus Der Kreation**  
Wilhelm-Weber-Straße 33  
37073 Göttingen

**Stand 22.04.2021**



Theaterplatz 9  
37073 Göttingen  
Tel.: +49 551 789669-0  
Fax: +49 551 789669-20  
E-Mail: [info@gk-law.de](mailto:info@gk-law.de)  
Internet: [www.gk-law.de](http://www.gk-law.de)

Geschäftsführung  
**Dr. Matthias Gündel**

Konzeption & Redaktion  
V.i.S.d.P.: **Christina Gündel**