



WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse

Prognose zum Marktwachstum von Kryptowertpapieren
in Deutschland für den Zeitraum 2022 – 2026

1. Hintergrund der WEPEX-Szenario-Analyse

Mit dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) ermöglicht der Gesetzgeber die digitale Emission von Inhaberschuldverschreibungen, u.a. auf Basis der Distributed Ledger Technology (DLT) / Blockchain und entkoppelt somit den Wertpapierbegriff von der papierhaften Urkunde (eine Infobox zu den unter das eWpG fallenden Finanzinstrumenten finden Sie am Ende dieser Seite). Gleichzeitig berichtet ein führender Marktakteur, 80%, der unter das eWpG fallenden Bruttoemissionen bereits 2022 digital abbilden zu können.¹ Diese Entwicklungen implizieren, dass das Marktwachstum von Kryptowertpapieren in den kommenden Jahren einerseits durch regulatorische Änderungen und andererseits durch die technologischen Fähigkeiten von wichtigen Marktakteuren angetrieben werden wird. Die WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse untersucht dieses potenzielle

Marktwachstum von Kryptowertpapieren in Deutschland für den Zeitraum von 2022 bis 2026.

In Kapitel 2 wird zunächst das zugrundeliegende Modell der Szenario-Analyse beschrieben. Kapitel 3 skizziert die verschiedenen Wachstumsszenarien. Sodann folgt in Kapitel 4 eine Einordnung der Wachstumsprognosen für Kryptowertpapiere gegenüber dem von anderen Marktakteuren prognostizierten Digitalisierungspotenzial von elektronischen Wertpapieren. Abschließend wird dargelegt, dass Kryptowertpapiere, selbst in einem moderaten Wachstumsszenario einen signifikanten Anteil am Gesamtvolumen von Brutto-Neuemissionen von Inhaberschuldverschreibungen aufweisen dürften. Ebenfalls werden die Ergebnisse der Szenario-Analyse mit Prognosen von führenden Finanzmarktakteuren verglichen.

Infobox: Elektronische Wertpapiere nach eWpG

Inhaberschuldverschreibungen können als elektronisches Wertpapier nach eWpG begeben werden. Dabei kann der Emittent zwischen einer Begebung als Zentralregisterwertpapier oder Kryptowertpapier wählen. Daneben sind auch Anteilscheine im Anwendungsbereich. Perspektivisch dürfte das eWpG auch auf Aktien und Namensschuldverschreibungen erweitert werden.

Detailinformationen finden Sie auf unserer Website:

<https://www.wepex.de/fokusthemen/blockchain-und-digital-assets/>

2. Modell, Methodik und Datenbasis

Basierend auf der Emissionsstatistik für Schuldverschreibungen der Europäischen Zentralbank und verschiedener qualitativer Annahmen, untersucht die WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse das potenzielle Marktwachstum von Kryptowertpapieren in Deutschland für den Zeitraum von 2022 bis 2026.

Innerhalb des Modells wird zunächst eine "Krypto-Konversionsrate" definiert, welche

denjenigen Anteil von Inhaberschuldverschreibungen am Gesamtvolumen von Brutto-Neuemissionen eines Jahres abbildet, der nach eWpG via DLT emittiert wird. Dabei wird die Krypto-Konversionsrate mit dem Gesamtvolumen von Brutto-Neuemissionen eines Jahres multipliziert. Für den Prognosezeitraum wird eine konstante jährliche Brutto-Neuemission von Schuldverschreibungen in Höhe von 1.853,65

¹ Deutsche Börse (2021): "Deutsche Börse führt digitale Nachhandelsplattform der nächsten Generation ein"; [Link](#).

Mrd. Euro angenommen, abgeleitet von den Brutto-Neuemissionen von Schuldverschreibungen in Deutschland in 2020.² Ebenfalls wird zur Modellvereinfachung eine mittlere Laufzeit von Kryptowertpapieren von vier Jahren festgelegt. Die initiale Krypto-Konversionsrate entspricht 1% im Jahr 2022.³

Weiterhin wird ein "Wachstumsfaktor der Krypto-Konversionsrate" definiert, welcher die Veränderung der Krypto-Konversionsrate zum jeweiligen Vorjahr darstellt und dabei als Szenario-spezifische Variable dient. Konkret wird der Wachstumsfaktor der Krypto-Konversionsrate vom

Jahr t mit der Krypto-Konversionsrate vom Jahr $t-1$ multipliziert. Aus dem Produkt wird die neue Krypto-Konversionsrate für das Jahr t errechnet. Der Wachstumsfaktor der Krypto-Konversionsrate wird dabei durch zwei Faktoren determiniert: Erstens erfolgt die Ableitung des jährlichen Wachstums auf Basis von qualitativen Annahmen (siehe Szenario-spezifische Annahmen in Kapitel 3). Zweitens wird das Gesamtwachstum über die Periode 2022 – 2026 anhand einer S-Kurve modelliert, da für das Wachstum über den Prognosezeitraum ein Produktlebenszyklusmodell unterstellt wird.

3. WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse

3.1 Szenario 1 – Moderates Marktwachstum von Kryptowertpapieren

In Kapitel 3.1 wird im Rahmen der WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse zunächst eine moderate Marktadaption hinsichtlich des Marktwachstums von Kryptowertpapieren für den Prognosezeitraum von 2022 – 2026 angenommen. Die wesentlichen qualitativen, Szenario-spezifischen Annahmen für eine moderate Marktadaption sind nachstehend aufgeführt:

1. Der regulatorische Rechtsrahmen des eWpG bleibt hinsichtlich des börsennotierten Handels von Kryptowertpapieren restriktiv. Konkret ist der börsliche Handel von elektronischen Wertpapieren nämlich auf bestimmte Zentralregisterwertpapiere beschränkt und nimmt somit derzeit Kryptowertpapiere aus.
2. Der noch frühe technologische Stand des DLT-Marktes und eine eingeschränkte technologische Expertise im Bereich DLT führen dazu, dass eine Dematerialisierung von Inhaberschuldverschreibungen vornehmlich

über Zentralregisterwertpapiere erfolgen wird.

3. Regulatorisch-induzierte Erwartungsunsicherheiten verzögern die Adaption von Kryptowertpapieren durch Marktakteure. Ein Beispiel für diese Erwartungsunsicherheiten stellt das konkurrierende "DLT Pilot Regime" auf EU-Ebene dar. Das Parallel-Regime könnte dazu führen, dass Marktteilnehmer:innen keinen strategischen Fokus auf Kryptowertpapiere nach eWpG legen möchten, weil unklar ist, welche Regulatorik am Ende zum Marktstandard wird.

Abbildung 1 verdeutlicht die jährlichen Brutto-Neuemissionen von Kryptowertpapieren, die im Modell aus den Annahmen eines moderaten Marktwachstums resultieren. Bei einer initialen Krypto-Konversionsrate von 1% im Jahr 2022, beträgt die Brutto-Neuemission von Kryptowertpapieren etwa 18,54 Mrd. €. Nach Modellierung gemäß der oben dargelegten Szenario-spezifischen Annahmen einer moderaten

² Europäische Zentralbank (2022): "Statistical Data Warehouse Gross Issues. Debt others than shares"; [Link](#).

³ Disclaimer: Die Annahmen zur initialen Krypto-Konversionsrate resultieren aus Interviews mit führenden Anbietern von eWpG-bezogenen Lösungen aus dem Zeitraum November bis Dezember 2021. Die aktuell lediglich 13 Veröffentlichungen zu Kryptowertpapieren im Bundesanzeiger implizieren, dass die initiale Annahme in Q4 2022 kritisch geprüft werden muss.

Marktadaption, wächst die Krypto-Konversionsrate im Zeitverlauf S-Kurvenförmig und stabilisiert sich bei 14% im Jahr 2026. Folglich resultiert eine Krypto-Konversionsrate von etwa 14% im Jahr 2026, womit sich die jährliche Brutto-Neuemission von Kryptowertpapieren bei 263,92 Mrd. € stabilisieren würde.

Das geschätzte Marktvolumen von Kryptowertpapieren, welches im Modell durch die kumulierten jährlichen Brutto-Neuemissionen von Kryptowertpapieren abgebildet wird, wird in Abbildung 1 ebenfalls dargestellt. Innerhalb eines moderaten Marktwachstumsszenarios läge das Marktvolumen im Jahr 2026 bei etwa 608,70 Mrd. €.

Aufgrund eines Berichtes eines führenden Marktakteurs zum Digitalisierungspotenzial des eWpG (siehe Kapitel 1), wird in der Szenario-Analyse unterstellt, dass 80% der betrachteten Brutto-Neuemissionen ab 2022 als

elektronische Wertpapiere in einem zentralen Register begeben werden könnten. Abbildung 2 setzt dieses Digitalisierungspotenzial in ein Verhältnis zur prognostizierten Krypto-Konversionsrate, welche den prozentualen Anteil der Kryptowertpapiere an den Brutto-Neuemissionen widerspiegelt.

Folglich würden, unter der Annahme eines moderaten Marktwachstums von Kryptowertpapieren, 14% der Brutto-Neuemissionen als Kryptowertpapier und 66% als Zentralregisterwertpapier im Jahr 2026 begeben werden.

Die Entwicklung im moderaten Marktwachstumsszenario impliziert, dass sich die Brutto-Neuemissionen von Kryptowertpapieren überwiegend auf den privaten Kapitalmarkt und OTC-Geschäfte beschränken dürften.

Abbildung 1:
Darstellung der Brutto-Neuemissionen und des Marktvolumens von Kryptowertpapieren bei einem moderaten Marktwachstum

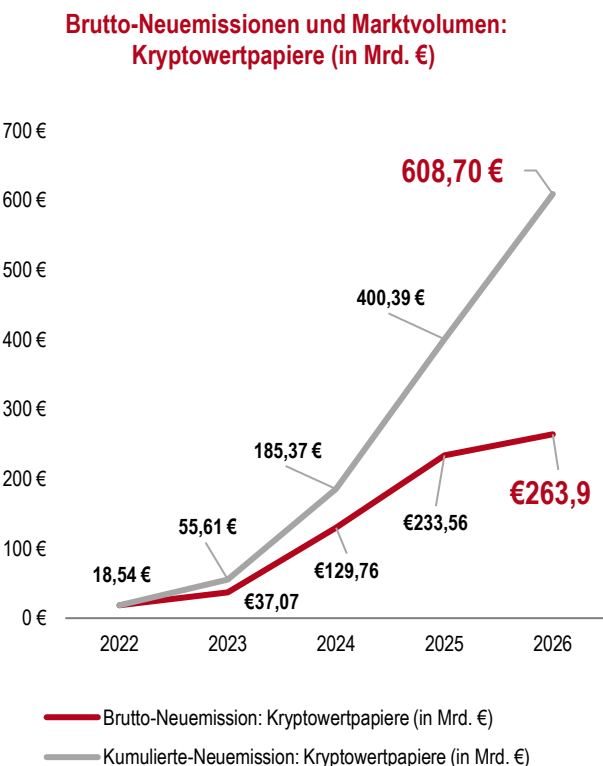
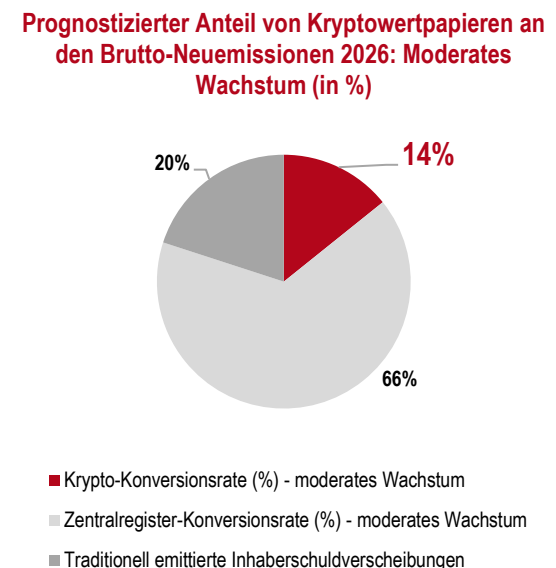


Abbildung 2:
Prognostizierter Anteil von Kryptowertpapieren an den Brutto-Neuemissionen 2026 (Szenario 1)



3.2 Szenario 2 – Starkes Marktwachstum von Kryptowertpapieren

In Kapitel 3.2 wird im Rahmen der WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse ein starkes Marktwachstum von Kryptowertpapieren für den Prognosezeitraum von 2022 – 2026 unterstellt. Die wesentlichen qualitativen, Szenario-spezifischen Annahmen für eine starke Markadaption sind nachstehend aufgeführt:

1. Eine potenzielle Lockerung des aktuellen rechtlichen Rahmens könnte dazu führen, dass beispielsweise der börsliche Handel von Kryptowertpapieren ermöglicht wird. Zudem könnte der Scope auf Aktien erweitert werden. Dies wurde von der Bundesregierung im Rahmen eines Eckpunktepapiers für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz bereits avisiert. Eine solche Entwicklung würde die Anwendungsfelder für Kryptowertpapiere vermehren und somit das Marktwachstum positiv beeinflussen.
2. Ein technologischer Standard für die dem Kryptowertpapierregister zugrunde liegende DLT / Blockchain setzt sich durch. Traditionelle Akteure des Finanzmarktes erhalten Zugang zu diesem Standard über „White-Label-SaaS“-Angebote. Wachstumshemmende Faktoren, wie eine limitierende technologische Expertise im Bereich DLT würden somit ausgeschaltet werden.
3. Aus der technologischen Natur der DLT / Blockchain ergeben sich grundsätzlich folgende Vorteile: hoher Automatisierungsgrad, verkürztes Time-to-Market, erhöhtes Straight-Through-Processing, geringerer Aufwand durch vereinfachte Buchhaltung, Wegfall von Reconciliation-Prozessen, sowie Settlement Risiken. Wenn sich die Effizienz- und Kostenvorteile von Kryptowertpapieren am Markt bewähren, würde dies einen Impuls für weiteres Wachstum von Kryptowertpapieren generieren.

4. Das konkurrierende „DLT Pilot Regime“ auf EU-Ebene könnte sich positiv auf das Wachstum von Kryptowertpapieren nach eWpG auswirken, weil Marktteilnehmer:innen aufgrund des Sandbox-Charakters der EU-Regulierung und damit einhergehenden Unsicherheiten, bewusst einen Fokus auf Kryptowertpapiere nach eWpG legen könnten.

Abbildung 3 verdeutlicht die jährliche Brutto-Neuemission von Kryptowertpapieren, die im Modell aus den Annahmen eines starken Marktwachstums resultieren. Bei einer initialen Krypto-Konversionsrate von 1% im Jahr 2022, beträgt die Brutto-Neuemission von Kryptowertpapieren etwa 18,54 Mrd. €.

Nach Modellierung gemäß der oben dargelegten Szenario-spezifischen Annahmen einer starken Markadaption, wächst die Krypto-Konversionsrate im Zeitverlauf S-Kurvenförmig und steigt auf 34% im Jahr 2026 und behält einen positiven Trend. Damit würde die jährliche Brutto-Neuemission von Kryptowertpapieren bei 629,45 Mrd. € im Jahr 2026 liegen.

Das geschätzte Marktvolumen von Kryptowertpapieren, welches im Modell durch die kumulierten jährlichen Brutto-Neuemissionen von Kryptowertpapieren abgebildet wird, wird in Abbildung 3 ebenfalls dargestellt. Innerhalb eines starken Marktwachstumsszenarios läge das Marktvolumen im Jahr 2026 bei etwa 1.455,62 Mrd. €.

Abbildung 4 setzt dieses Digitalisierungspotenzial in ein Verhältnis zur prognostizierten Krypto-Konversionsrate, welche den prozentualen Anteil der Kryptowertpapiere an den Brutto-Neuemissionen widerspiegelt.

Folglich würden, unter der Annahme eines moderaten Marktwachstums von Kryptowertpapieren, 34% der Brutto-Neuemissionen als

Kryptowertpapier und 46% als Zentralregisterwertpapier im Jahr 2026 begeben werden.

Die Entwicklung im Szenario 2 impliziert, dass sich der Handel von Kryptowertpapieren nicht mehr ausschließlich auf den privaten Kapitalmarkt und OTC-Geschäfte beschränkt. Vielmehr

verdrängen Kryptowertpapiere teilweise Zentralregisterwertpapiere und nehmen bei der Wertpapier-Dematerialisierung einen signifikanten Anteil ein.

Abbildung 3:
Darstellung der Brutto-Neuemissionen und des Marktvolumens von Kryptowertpapieren bei einem starken Marktwachstum

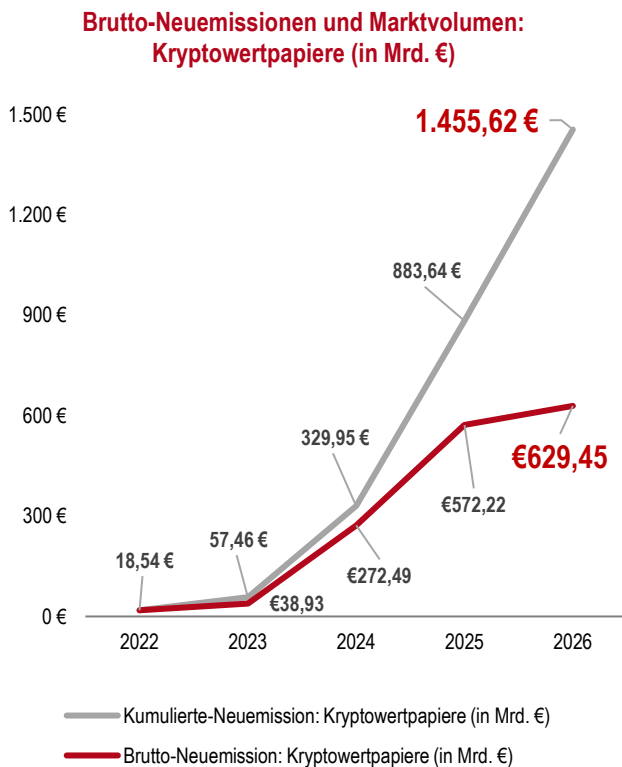
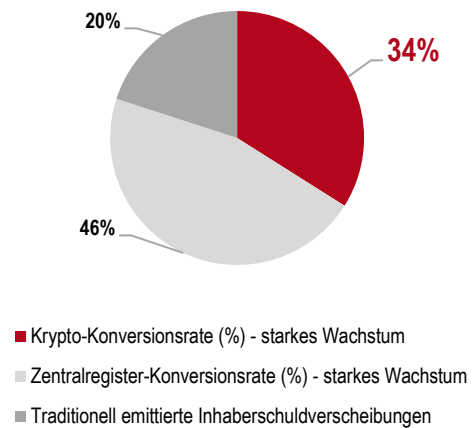


Abbildung 4:
Prognostizierter Anteil von Kryptowertpapieren an den Brutto-Neuemissionen 2026 (Szenario 2)

Prognostizierter Anteil von Kryptowertpapieren an den Brutto-Neuemissionen 2026: Starkes Wachstum (in %)



4. Ausblick: Implikationen der WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse

Mehr als 80% aller eWpG-bezogenen Finanzinstrumente werden potenziell im Jahr 2022 digitalisierbar sein. Die Deutsche Börse prognostiziert beispielsweise, dass dieser Anteil grundsätzlich durch Zentralregisterwertpapiere nach eWpG innerhalb ihrer Zentralregisterplattform (D7 Plattform) digital abgebildet werden kann.⁴ Abbildung 5 illustriert dieses Digitalisierungspotenzial und setzt es in ein Verhältnis zu den in Kapitel 3 geschätzten Brutto-Neuemissionen

von Kryptowertpapieren für den Prognosezeitraum. Dabei wird deutlich, dass Kryptowertpapiere in der mittleren Frist, sogar in einem moderaten Wachstumsszenario, einen essenziellen Anteil am Markt für eWpG-regulierte Finanzinstrumente einnehmen dürften. Während die WEPEX-eWpG-Szenario-Analyse einen Kryptowertpapieranteil zwischen 14% und 34% am Gesamtvolumen der Brutto-Neuemissionen im Jahr 2026 schätzt (siehe Kapitel 3), unterstreichen

⁴ Deutsche Börse (2021): "Deutsche Börse führt digitale Nachhandelsplattform der nächsten Generation ein"; [Link](#).

neuste empirische Erhebungen, dass führende Institute des deutschen Finanzmarktes eine ähnliche Marktentwicklung prognostizieren. Die „WEPEX-adesso eWpG Marktumfrage 2022“⁵ wertet dabei Daten von 40 führenden Instituten des deutschen Finanzmarktes aus. Hierbei wird konstatiert, dass die Schätzungen der Institute zum Anteil von Kryptowertpapieren am Gesamtvolumen der Brutto-Neuemissionen im Jahr

2026 im Median bei 25% liegen (siehe Abbildung 6). Dies entspricht ungefähr dem Mittelwert der in Kapitel 3 dargelegten Szenarien. Diese Ergebnisse unterstreichen, dass die durch das eWpG implizierte Möglichkeit zur Dematerialisierung von Inhaberschuldverschreibungen ein starkes Wachstum des Marktvolumens von elektronischen Wertpapieren annehmen lässt und das weitere Asset-Klassen folgen dürften.

Abbildung 5:
Darstellung der Brutto-Neuemissionen von Kryptowertpapieren gegenüber dem D7-Digitalisierungspotenzial

Brutto-Neuemission: Kryptowertpapiere gegenüber dem D7-Digitalisierungspotenzial (in Mrd. €)

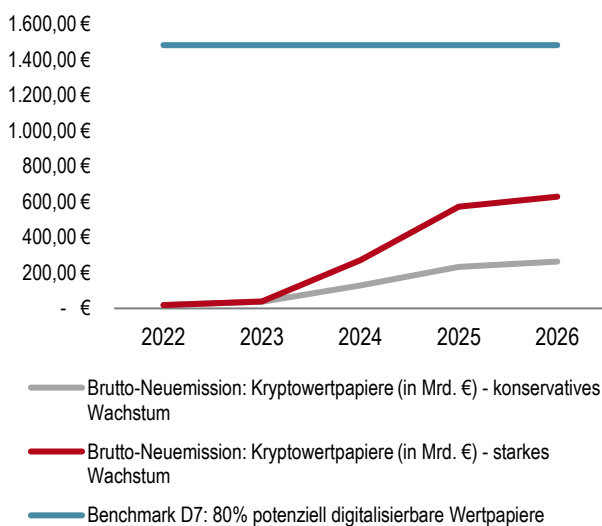
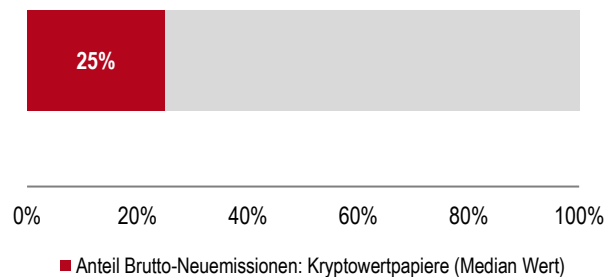


Abbildung 6:
Darstellung des prognostizierten Anteils von Kryptowertpapieren am Gesamtvolumen der Brutto-Neuemissionen

Wie hoch prognostizieren Sie den Anteil von Kryptowertpapieren nach eWpG am Gesamtvolumen der Brutto-Neuemissionen von Inhaberschuldverschreibungen im Jahr 2026?



⁵ Die Ergebnisse der „WEPEX-adesso eWpG Marktumfrage 2022“ werden planmäßig Ende August 2022 veröffentlicht. Bei Interesse an den Ergebnissen, können Sie uns gerne kontaktieren.

Ihre Ansprechpartner



Frank Thole
Partner
+49 151 2693 6920 | frank.thole@wepex.de



Amadeus Gryger
Senior Consultant
+49 176 4669 2110 | amadeus.gryger@wepex.de



Maik-Julian Linder
Consultant
+49 176 5565 6519 | maik-julian.linder@wepex.de

WEPEX Unternehmensberatung

Mainzer Landstraße 51
60329 Frankfurt am Main

wepex.de | [LinkedIn](#) | [Xing](#) | [Facebook](#) | [Twitter](#)



Haftungsausschluss

Haftung für Inhalte

Die Inhalte unseres Textes wurden mit größter Sorgfalt erstellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte können wir jedoch keine Gewähr übernehmen.

Haftung für Links

Unser Text enthält Links zu Webseiten Dritter, auf deren Inhalte wir keinen Einfluss haben. Deshalb können wir für diese fremden Inhalte auch keine Gewähr übernehmen. Für die Inhalte der verlinkten Seiten ist stets der jeweilige Anbieter oder Betreiber der Seiten verantwortlich. Die verlinkten Seiten wurden zum Zeitpunkt der Verlinkung auf mögliche Rechtsverstöße überprüft. Rechtswidrige Inhalte waren zum Zeitpunkt der Verlinkung nicht erkennbar. Eine permanente inhaltliche Kontrolle der verlinkten Seiten ist jedoch ohne konkrete Anhaltspunkte einer Rechtsverletzung nicht zumutbar.

Copyright © 2022 WEPEX Unternehmensberatung