BAI-Webinar: Digitale Assets: Neue Möglichkeiten für Asset Manager

Welche neuen Geschäftsmodelle und Herausforderungen ergeben sich für Asset Manager?

Referenten:

Dr. Matthias Hirtschulz, Principal, d-fine &

Daniel Resas, Associate Partner, SMP Law

11. Dezember 2020

Frank Dornseifer

Geschäftsführer/
Rechtsanwalt

Poppelsdorfer Allee 106
53115 Bonn
+49 (0) 228 96987-50
dornseifer@bvai.de

Neue BAI Webinare in 2021

04. Februar 2021 11:00 – 12:15 Uhr	Topic: „Quantitative rating model and valuation of microfinance loans“
25. Februar 2021 11:00 – 12:15 Uhr	Thema: „Fund Secondaries in Corona-Zeiten: Marktzugang, Liquiditätsoptionen und andere aktuelle Trends“

Zahlreiche weitere Webinare mit unseren Mitgliedern in der Pipeline
zu unterschiedlichen AI Themen

https://www.bvai.de/veranstaltungen/bai-webinare

Unsere heutigen Kooperationspartner

d-fine

SMP

Die Referenten

Dr. Matthias Hirtschulz ist theoretischer Physiker und Principal bei d-fine. Er leitet die Blockchain und Digital Asset Aktivitäten von d-fine und begleitet in dieser Rolle Blockchain bezogene Projekte in verschiedenen Industrien.

Dr. Hirtschulz verfügt über umfangreiche Erfahrung in unterschiedlichsten Blockchain-Projekten. Beispiele sind die Umsetzung einer Debt Capital Markets Plattform, die sichere Verwahrung von digitalen Assets oder die Umsetzung einer Tokenisierungsplattform.

Die Referenten

Daniel Resas ist Associated Partner bei SMP und leitet die Digital Assets & Decentralized Finance Practice Group. Er berät Emittenten, Investoren, Plattformbetreiber und andere Marktteilnehmer zu sämtlichen Fragen im Zusammenhang mit Blockchain-basierten Instrumenten und Geschäftsmodellen. Darüber hinaus ist Daniel Resas in seiner Eigenschaft als Senior Zicklin Fellow an der Wharton School Mitbegründer einer internationalen Arbeitsgruppe zur Regulierung von Crypto Assets und leitet in diesem Kontext auch ein Forschungsprojekt des World Economic Forum zur möglichen Regulierung von Decentralized Finance (DeFi)-Produkten.

Kontaktdaten

Daniel Resas

Attorney at law (Germany)

Associated Partner

SMP

Telefon: +49 40 6077 281 39

Mobil: +49 151 402 287 39

daniel.resas@smp.law

www.smp.law

Dr. Matthias Hirtschulz

Head of Blockchain & Digital Assets

Principal

d-fine GmbH

Mobil: +49 162 26300 62

Matthias.Hirtschulz@d-fine.de

www.d-fine.com

Digitale Assets: Neue Möglichkeiten für Asset Manager

BAI-Webinarreihe

Dr. Matthias Hirtschulz

11.12.2020

d-fine

analytical. quantitative. tech.

d-fine unterstützt seit vielen Jahren Kunden in der Finanzindustrie bei der Implementierung anspruchsvoller IT-Lösungen

1000+

Berater aus 25 Nationen

>90%

MINT-Absolventen, >60% mit Promotion

7

Büros in vier Ländern

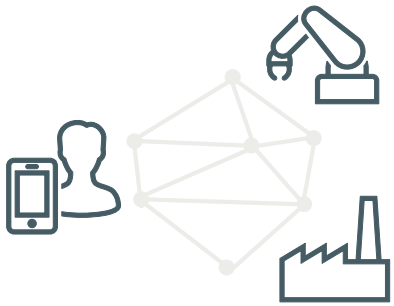
15+

Jahre Erfahrung in Finanz- und Risikoberatung

© 2020 d-fine

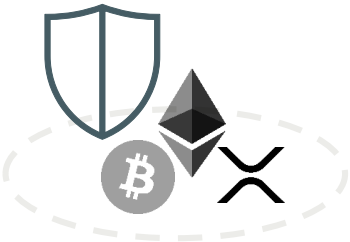
Durch langjährige Projekterfahrung in drei Blockchain-Themengebieten liefern wir unseren Kunden moderne und nachhaltige Lösungen

Plattform-Lösungen



Wir erstellen DLT-basierte, **digitale Plattformen für Finanzprodukte**

Marktinfrastruktur für digitale Assets



Wir setzen state-of-the-art Lösungen für **Digitale Assets** um

Tokenisierung & STOs

Wir begleiten Tokenisierungsvorhaben z.B. durch **in-house entwickelte Technologien**

Wir unterstützen bei Konzeptionierung, Umsetzung und Produktivnahme von DLT-basierten Lösungen.

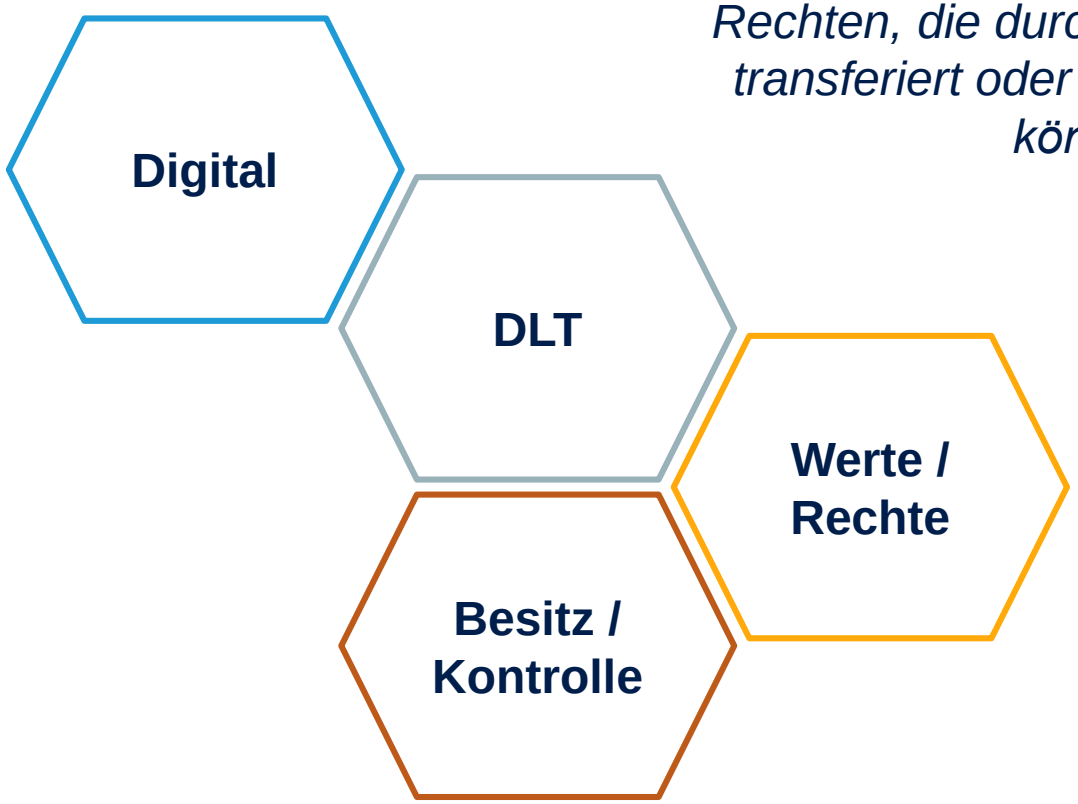
© 2020 d-fine

Was sind digitale Assets?

© 2020 d-fine

Breite Definition von Digital Assets: Smart Contracts erlauben neben Kryptowährungen fast beliebige Assets abzubilden

“Digitale Repräsentation von Werten oder Rechten, die durch Nutzung von DLT transferiert oder kontrolliert werden können.”



© 2020 d-fine

Aktuell werden drei Arten von digitalen Assets am intensivsten diskutiert

	Primäre Crypto Assets	Tokenized Assets	Programmierbares Geld
	Werden auf offenen BC benötigt und sind direkt mit dem Protokoll verknüpft	*Asset hat reale Entsprechung und/oder bildet klassisches WP ab*	*Ermöglicht effiziente Abwicklung und Liqui-Management*
Ausprägungen	▪ Vollständig neue Assetklasse ohne klassisches Pendant ▪ Fokus z.B.Payment, Smart Contract, Privacy	▪ Elektronische WP direkt auf BC begeben ▪ Tokenisierung von Sachwerten ▪ …	▪ Stable coins ▪ E-Money / Commercial Bank Money ▪ Central Bank Digital Currency
Beispiele	Bitcoin, Ether	Bond-, Gold- oder Immobilien-Token	Tether, Diem (früher: Libra), E-krona

© 2020 d-fine

Bitcoin macht mit 289 Mrd. EUR ca. 60% der Marktkapitalisierung aller digitalen Assets aus

#	Name	Preis	24 Stunden	7 T	Marktkapitalisierung	Volumen	Umlaufversorgung	Letzte 7 Tage
1	Bitcoin BTC	€14,740.85	2.25%	9.62%	€273,408,559,573	€35,677,472,938 2,420,313 BTC	18,547,675 BTC	
2	Ethereum ETH	€396.72	0.97%	1.08%	€45,022,416,028	€12,058,175,808 30,394,944 ETH	113,487,630 ETH	
3	Tether USDT	€0.845226	0.06%	0.13%	€15,311,270,300	€48,435,037,785 57,304,218,908 USDT	18,114,993,301 USDT	
4	XRP XRP	€0.243035	2.13%	11.57%	€11,016,325,585	€4,141,361,143 17,040,188,114 XRP	45,328,155,123 XRP	
5	Chainlink LINK	€11.06	2.91%	1.62%	€4,339,299,977	€1,354,676,730 122,536,714 LINK	392,509,556 LINK	
6	Litecoin LTC	€60.96	1.43%	21.02%	€4,017,821,531	€4,205,205,863 68,988,153 LTC	65,914,035 LTC	
7	Bitcoin Cash BCH	€205.25	2.26%	7.10%	€3,812,754,065	€1,498,968,217 7,303,108 BCH	18,576,081 BCH	

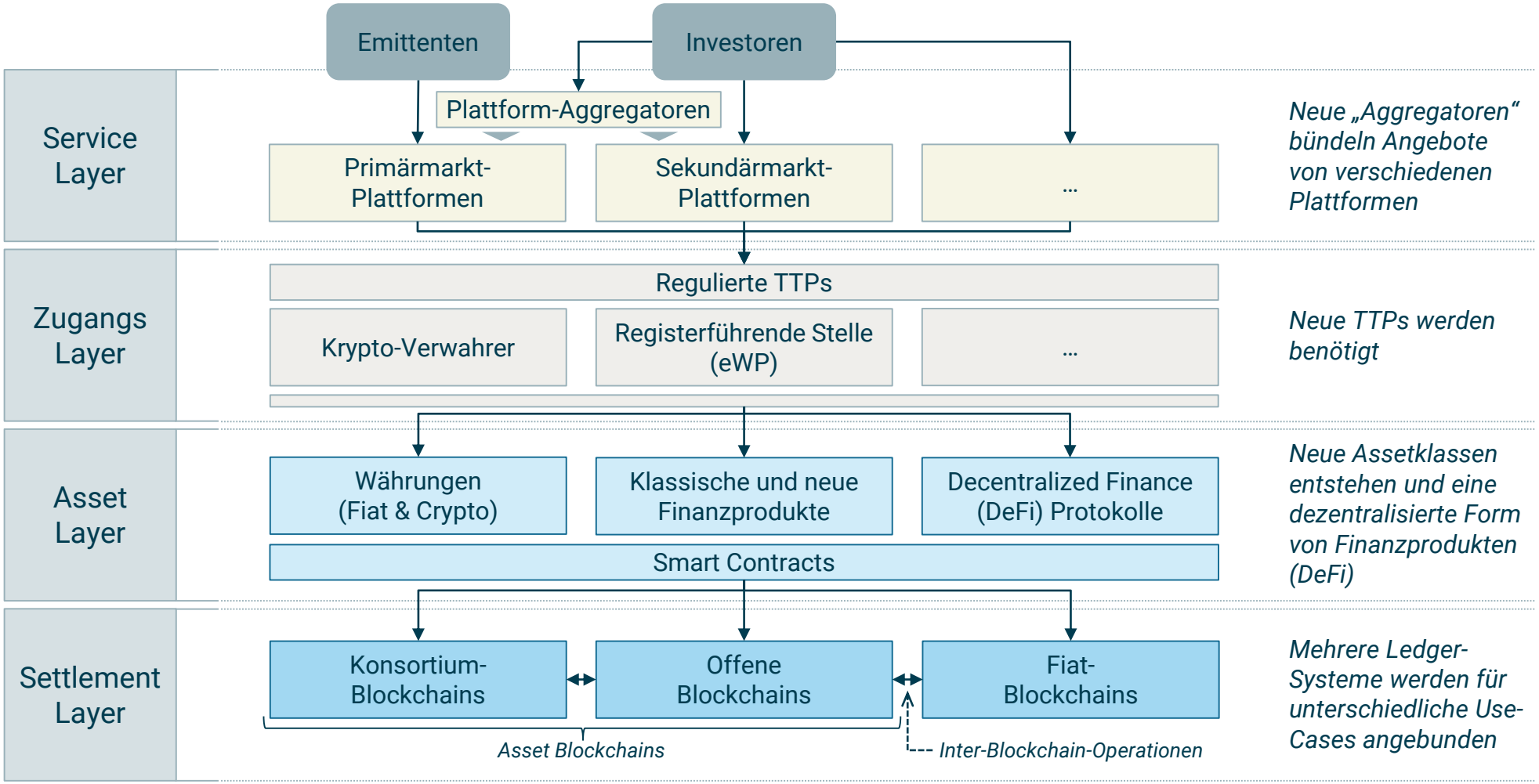
Quelle: coinmarketcap.com

Aktuell dominiert Bitcoin es existiert ein Longtail: CoinMarketCap listet über 7.000 unterschiedliche Assets.

© 2020 d-fine

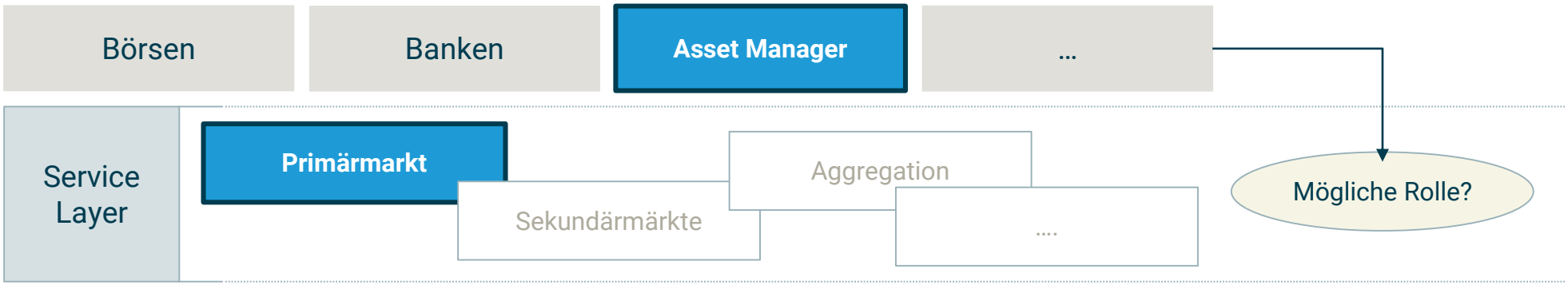
Wie sieht die Marktinfrastruktur für digitale Assets aus und welche Chancen bieten sich?

Die Marktinfrastruktur für Finanzprodukte auf DLT-Basis kann in vier Ebenen organisiert werden



© 2020 d-fine

Use Case 1
Tokenisierung von illiquiden Vermögenswerten



© 2020 d-fine

Billionen Dollar an illiquiden Vermögenswerten könnten P2P übertragbar und handelbar gemacht werden

Illiquides Asset

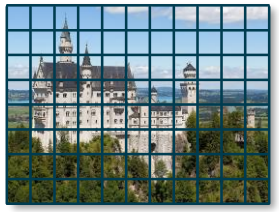
Tokenisierung

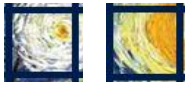
Handelbare, liquide Assets

Immobilien

Kunst

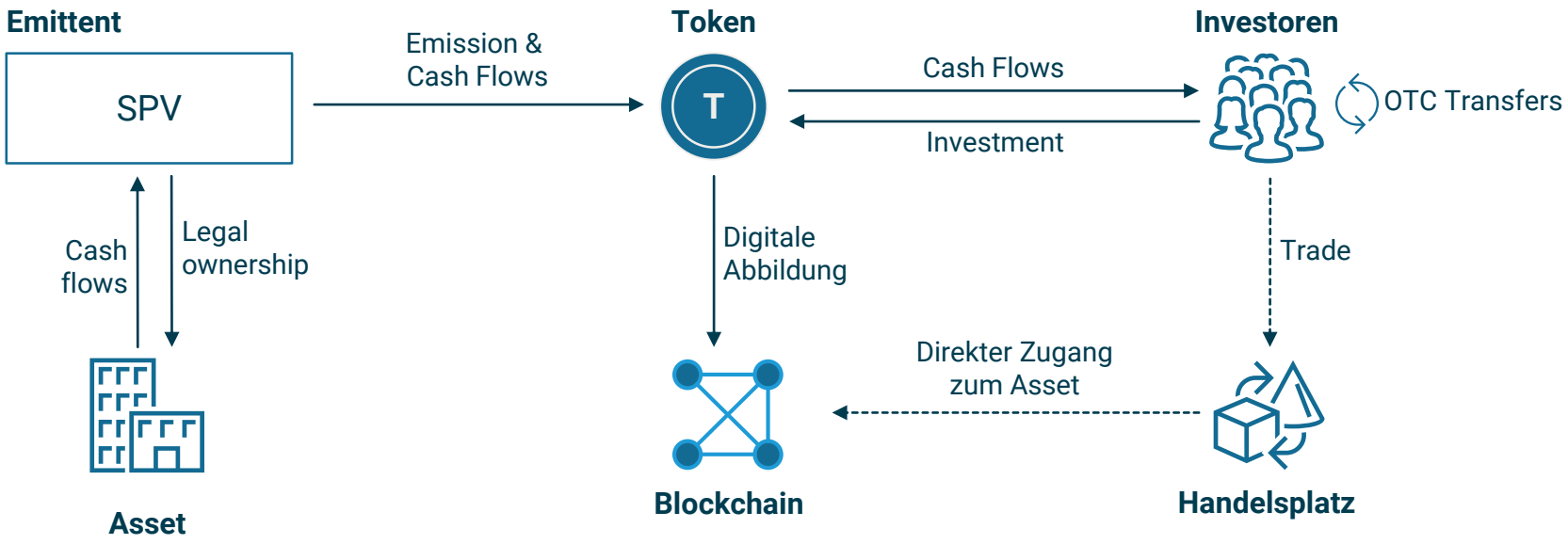
Infrastruktur





© 2020 d-fine

Vereinfachte Darstellung einer Sachwerte-Tokenisierung



© 2020 d-fine

Die Tokenisierung von illiquiden Sachwerten hat Vorteile für Investoren und Emittenten

Für Emittenten

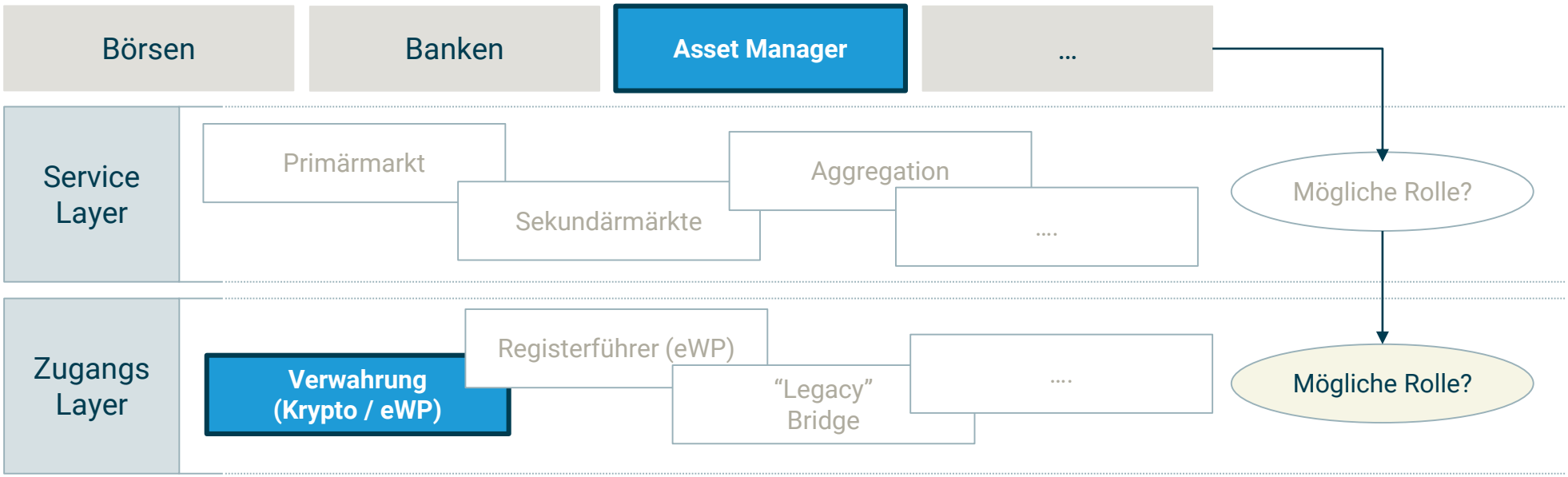
- Reduzierte Kosten und Gebühren
- Zugang zu neuen Investorengruppen
- Schlanke und automatisierte Prozesse

Für Investoren

- Kleine Investitionen möglich
- Handel- und Übertragbarkeit
- Zugang zu neuen Assetklassen / Einzelinvestments

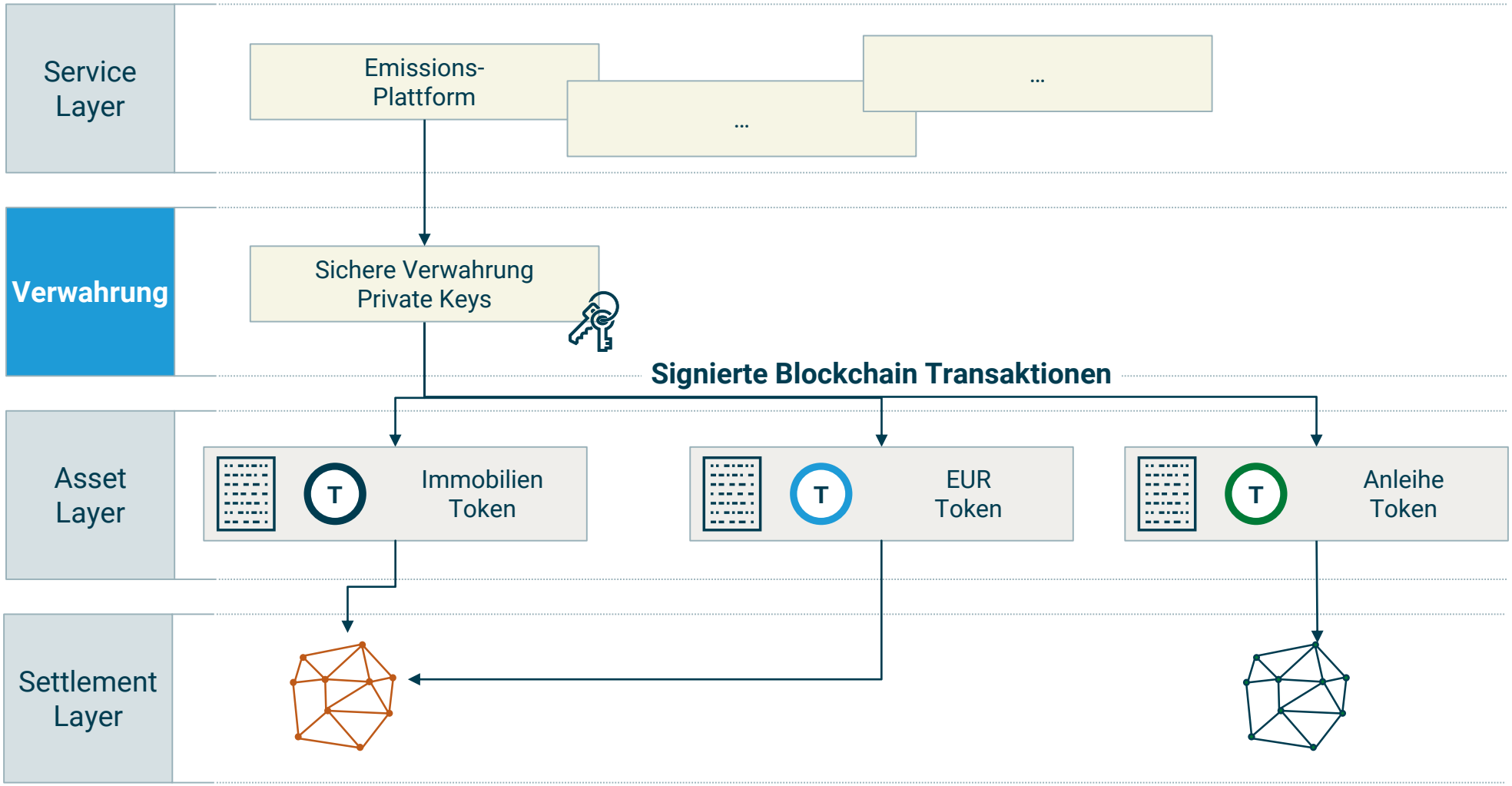
© 2020 d-fine

Use Case 2
Verwahrung von Kryptowerten



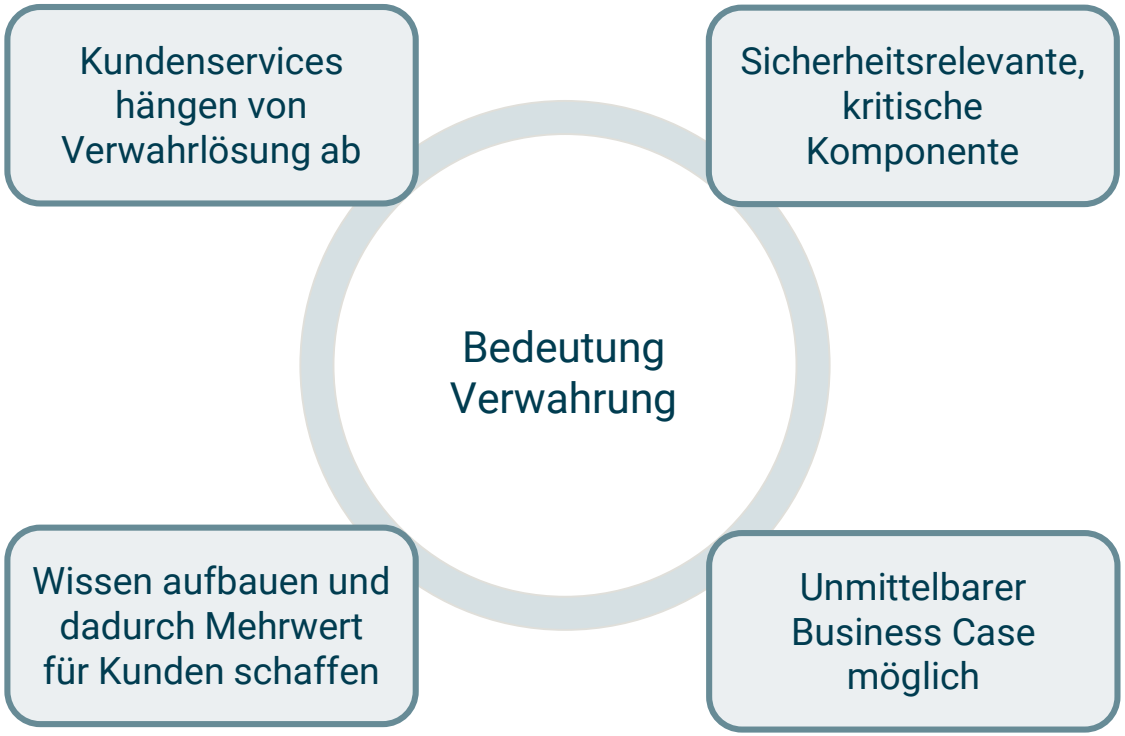
© 2020 d-fine

Die Verwahrung ist an zentraler Stelle in der Marktinfrastruktur verortet



© 2020 d-fine

Die Verwahrung kann für viele Anbieter strategische Bedeutung haben



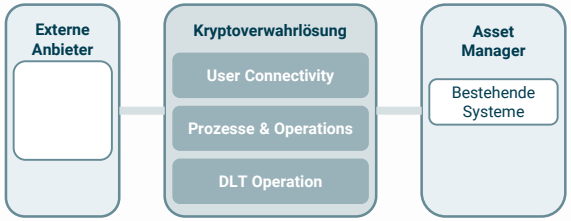
© 2020 d-fine

Für die Umsetzung einer Custody-Lösung gibt es mehrere Ansätze

1 Identifikation möglicher Szenarien

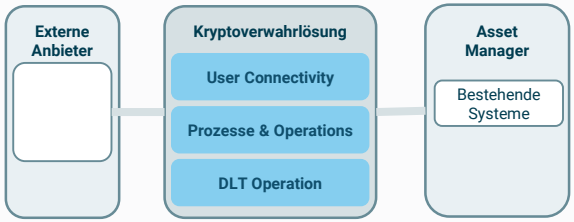
Partner

Whitelabeln der Lösung eines Partners



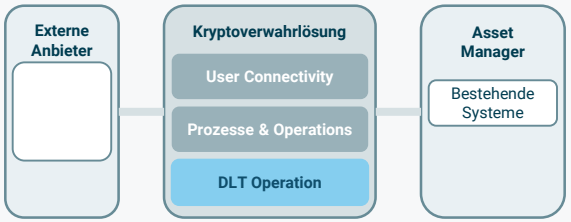
Buy

Kauf einer laufenden Lösung inkl. Team



Make

Einkauf sicherheitskritischer Komponenten und Entwicklung eigener, spezifischer Komponenten



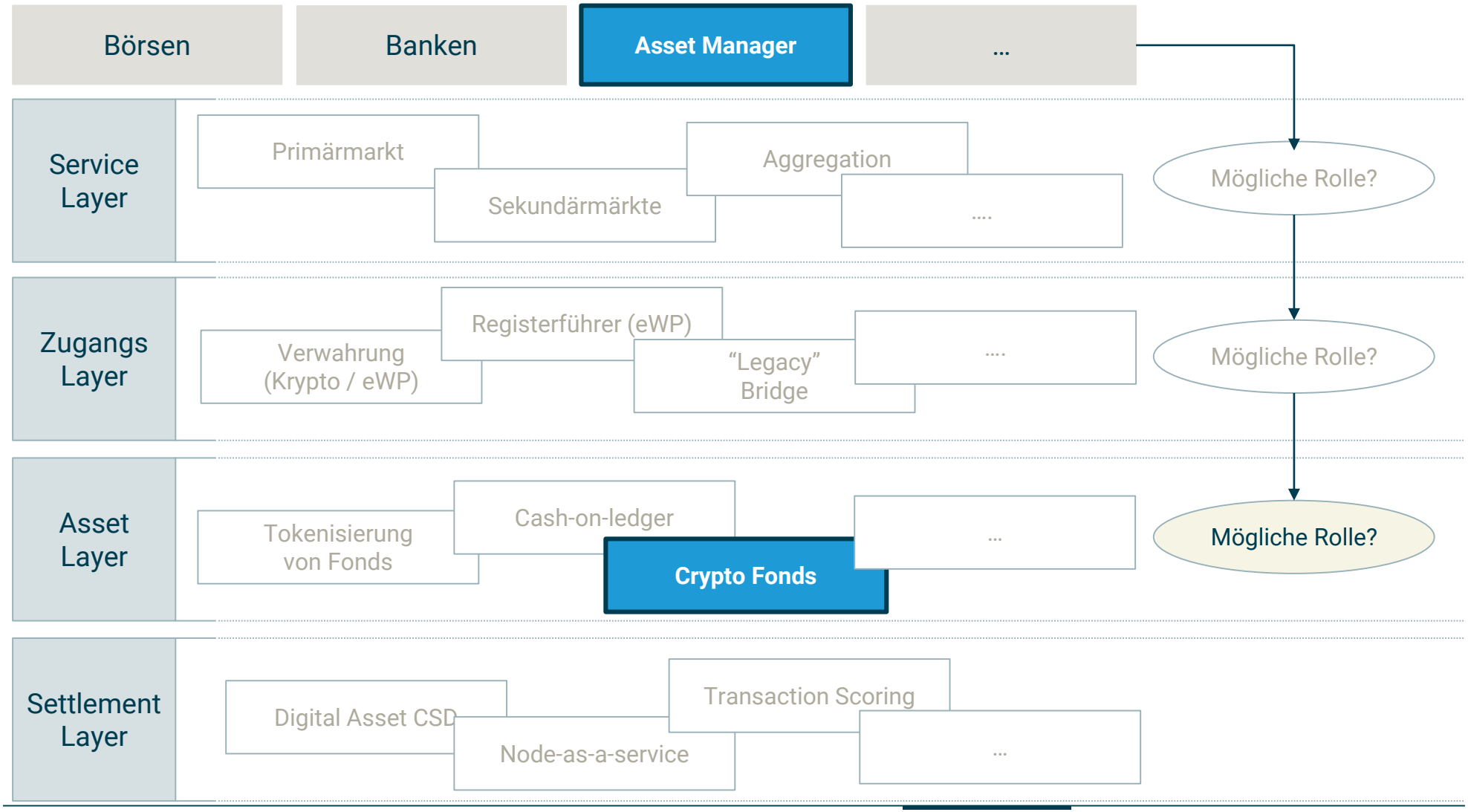
2 **Evaluierung der Szenarien** anhand abgestimmter relevanter Dimensionen

Szenario	A	B	C
Agilität			
Time-to-Market			
Risiken			
Integrationsaufwand			
…			
Score	**3**	**6**	**7**

3 **Scoring** und Entscheidung für Umsetzungs-ansatz

© 2020 d-fine

Use Case 3
Crypto Fonds



© 2020 d-fine

Die Sicht der Marktteilnehmer auf digitale Assets ändert sich

© 2020 d-fine

Die Sicht der Marktteilnehmer auf digitale Assets ändert sich

© 2020 d-fine

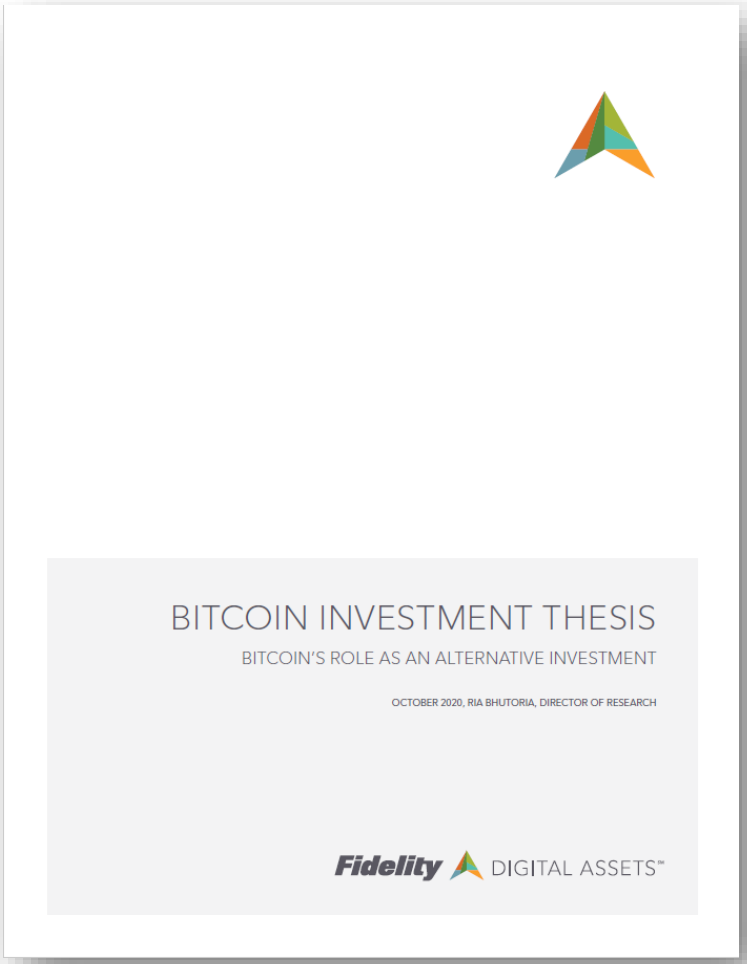
Die Sicht der Marktteilnehmer auf digitale Assets ändert sich

"I think bitcoin is here to stay. [...] Do I think it will take the place of gold to a large extend? Yes, I do because it is so much more functional than passing a bar of gold around."

Rick Rieder, CIO Blackrock, 20.11.2020

© 2020 d-fine

Ein aktueller Report von Fidelity zeigt deutliches institutionelles Kundeninteresse an digitalen Asset

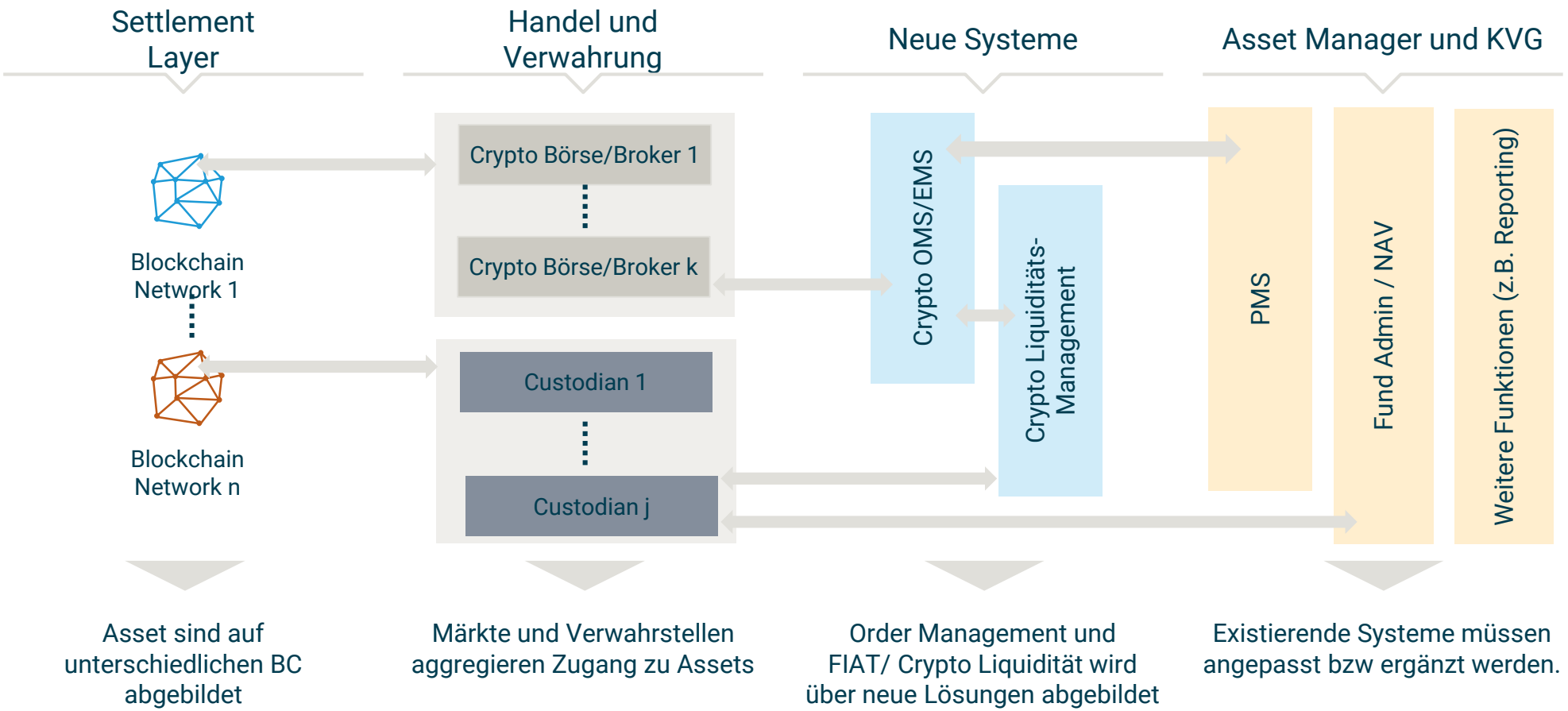


- Fast 80 % der befragten Investoren finden etwas attraktives an digitalen Vermögenswerten (z.B. unkorreliert, Upside, etc.)
- Mehr als 6 von 10 Investoren glauben, dass digitale Vermögenswerte einen Platz in einem Portfolio haben.
- Mehr als 80% der Anleger gaben an, dass sie an institutionellen Anlageprodukten mit digitalen Assets interessiert wären.

© 2020 d-fine

Möglicher erster Schritt: Produkt für professionelle Anleger
Crypto Fonds als Spezial-AIF

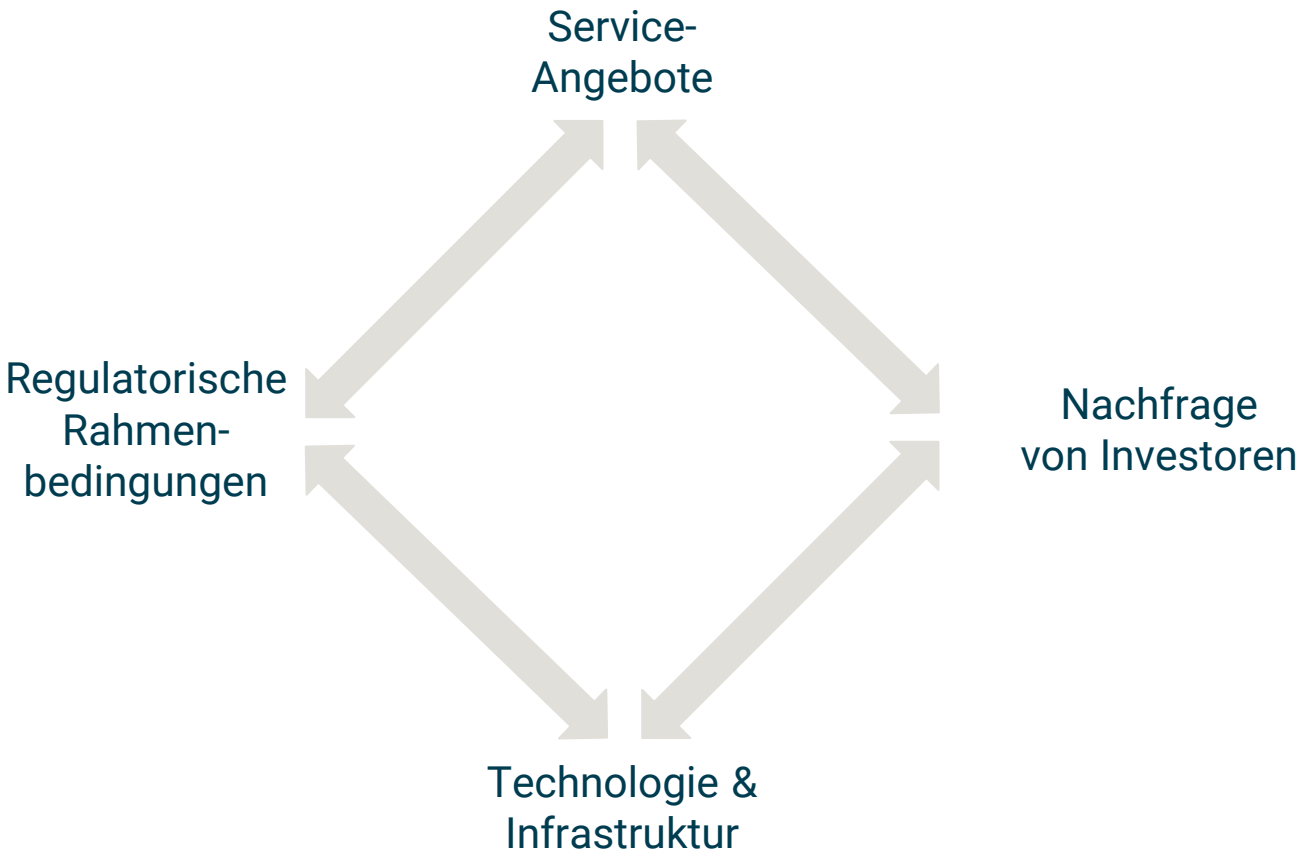
Für professionelle Investoren ist ein direktes Investment in Kryptowährungen aktuell mit hohem Aufwand und Risiken verbunden.



Vereinfachte Abbildung, nicht alle Verbindungen dargestellt

© 2020 d-fine

Die Finanzbranche sollte ihre Chance nutzen - notwendige Komponenten, um Services in diesem Bereich zu starten, sind vorhanden!



© 2020 d-fine

Thank you!

Dr Matthias Hirtschulz
Head of Blockchain and Digital Assets
Mobile +49 162 2630062
E-Mail Matthias.Hirtschulz@d-fine.de

linkedin.com/company/d-fine-gmbh/

Berlin
d-fine GmbH
Friedrichstraße 68
D-10117 Berlin
Deutschland
info@d-fine.de

London
d-fine Ltd
6-7 Queen Street
London, EC4N 1SP
United Kingdom
info@d-fine.co.uk

Düsseldorf
d-fine GmbH
Dreischeibenhaus
D-40221 Düsseldorf
Deutschland
info@d-fine.de

München
d-fine GmbH
Bavariafilmplatz 8
D-82031 Grünwald
Deutschland
info@d-fine.de

Frankfurt
d-fine GmbH
An der Hauptwache 7
D-60313 Frankfurt/Main
Deutschland
info@d-fine.de

Wien
d-fine Austria GmbH
Riemergasse 14 Top 12
A-1010 Wien
Österreich
info@d-fine.at

Zürich
d-fine AG
Brandschenkestrasse 150
CH-8002 Zürich
Schweiz
info@d-fine.ch

d-fine

analytical. quantitative. tech.

SMP

BAI Digitales Asset Management Webinar

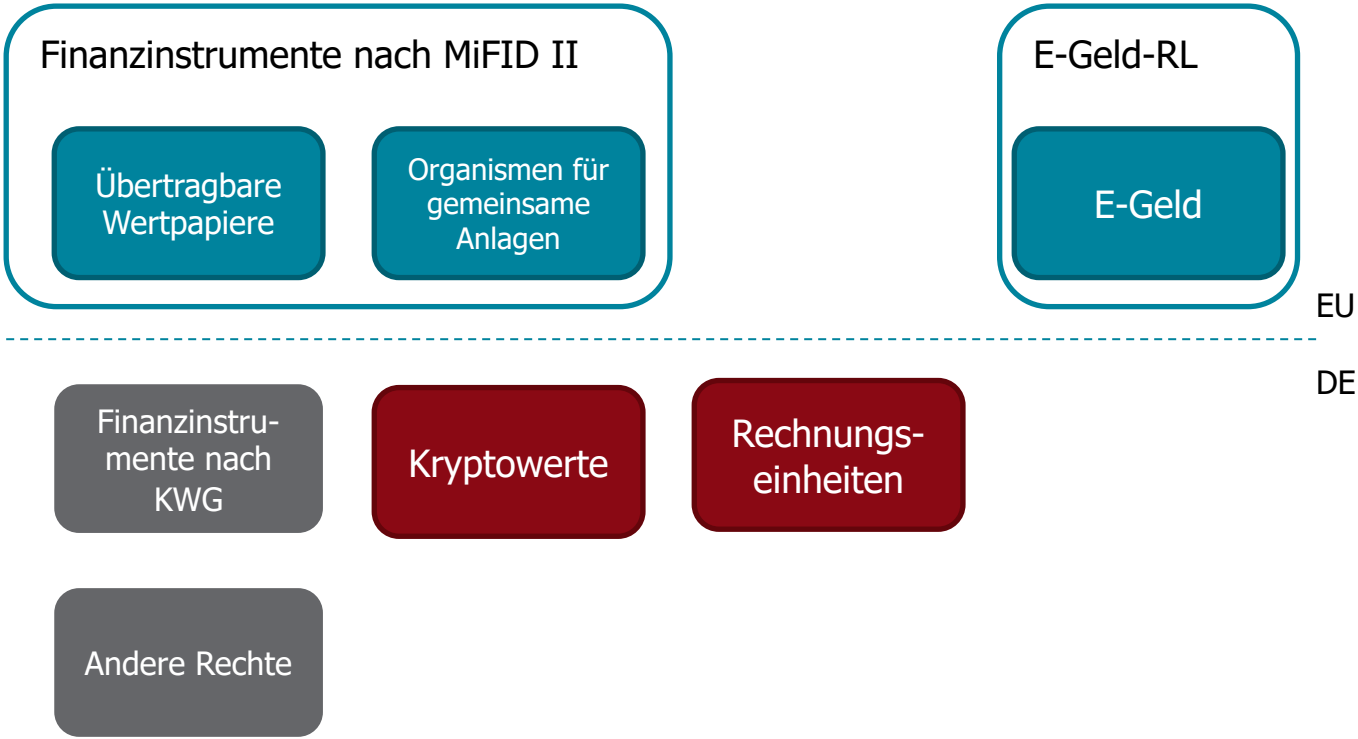
Neue Möglichkeiten für Asset Manager

PRIVATE & CONFIDENTIAL

Rechtliche Herausforderungen

Aufsichtsrechtliche Grundlagen für Cryptoassets

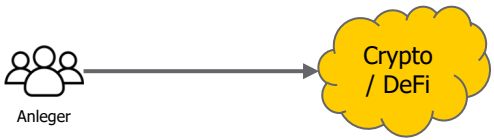
Status quo

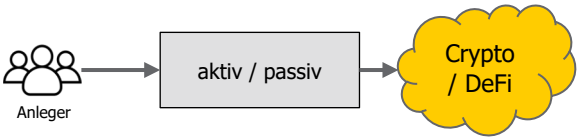


Investitionsmöglichkeiten

Investitionsmöglichkeiten

Überblick: Direkte vs. Indirekte Investment





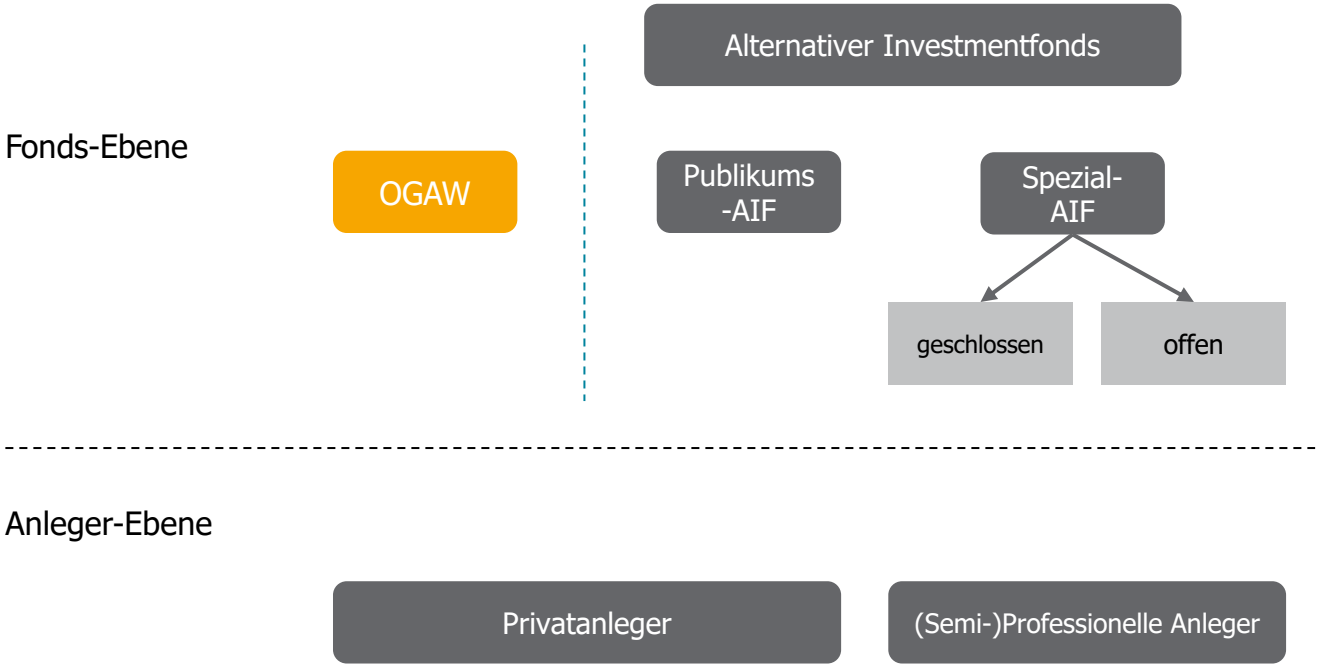
Investitionsmöglichkeiten

Asset-bezogene Herausforderungen

Kommerziell	Operativ	Rechtlich
Fehlendes Know-how	Cryptoassets als „bearer instruments on steroids“	
	Fehlende Standards (z.B. ISO-Standardisierung noch ausstehend)	
	BAIT-Herausforderungen	
		Zivilrechtliche Unsicherheiten
		Aufsichtsrechtliche Unsicherheiten
Noch keine etablierte Intermediärinfrastruktur für institutionelle Investoren		

Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: Übersicht



Investitionsmöglichkeiten

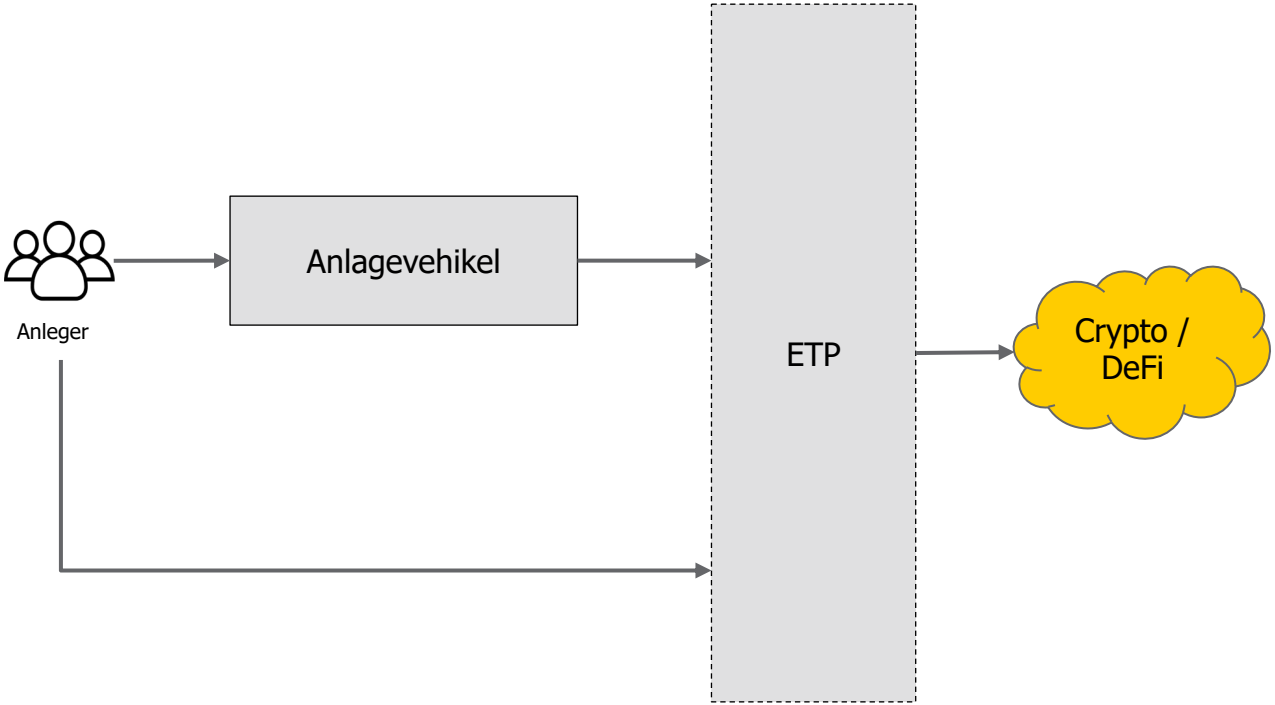
Indirekte Investition: OGAW

- Cryptoassets sind keine zulässigen Vermögensgegenstände nach §§ 193-198 KAGB
- (Künftige) Ausnahme: Kryptowertpapiere ausgegeben nach eWpG-Entwurf?

- ABER: Möglichkeit der „Flucht ins Wertpapier"?
  - Kein Vorrang des Wertpapierrechts vor dem KAGB, dessen Anwendbarkeit selbstständig zu beurteilen ist
  - „Wrapper"-Strukturen über Exchange Traded Products (ETP), beispielsweise Exchange Traded Notes (ETN)
  - Problem der Verwahrung der Cryptoassets verlagert sich auf die Ebene des ETP-Emittenten

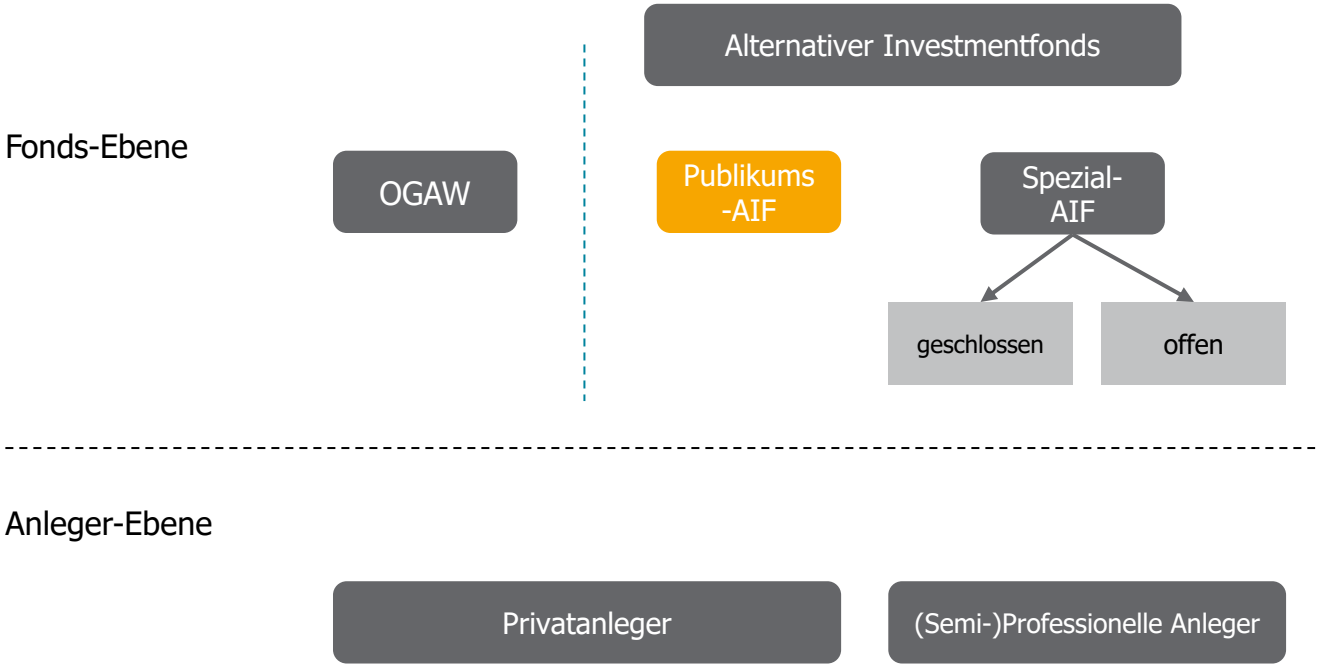
Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: „Flucht ins Wertpapier“



Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: Übersicht



Investitionsmöglichkeiten

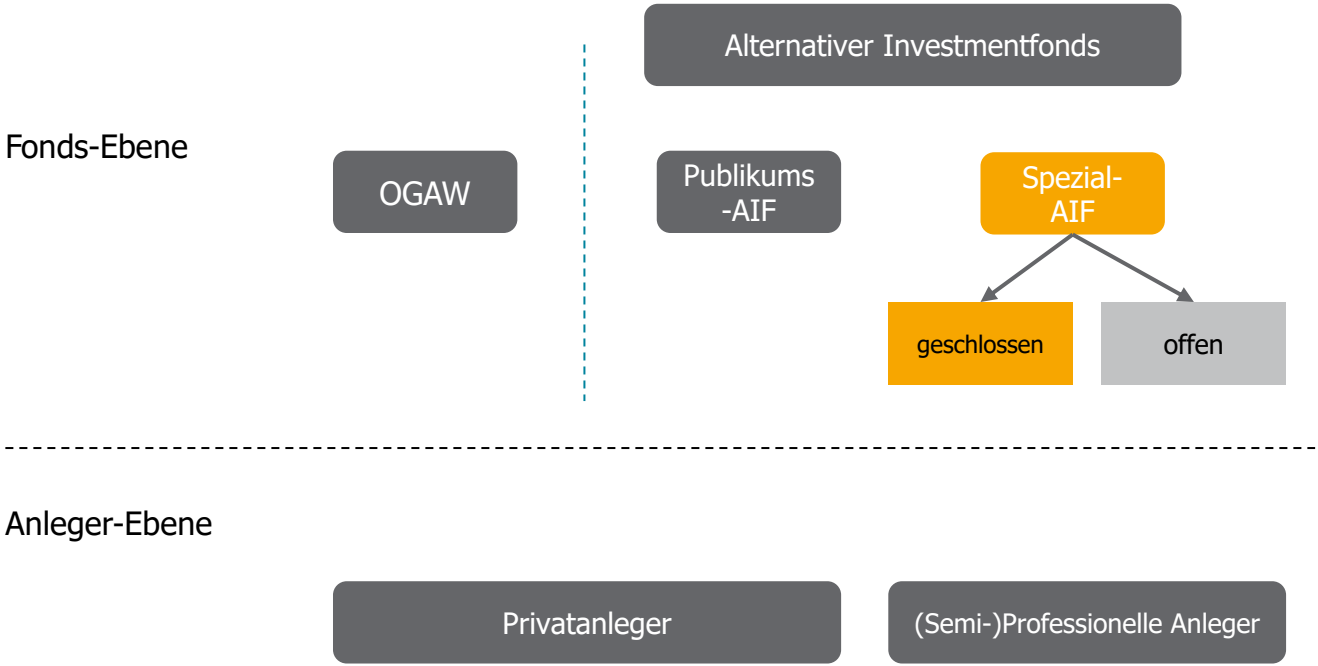
Indirekte Investition: Publikums-AIF

- Im Verhältnis zum OGAW zwar grundsätzlich erhöhte Flexibilität hinsichtlich der zulässigen Vermögensgegenstände
- ABER: Cryptoassets sind auch bei Publikums-AIF keine zulässigen Vermögensgegenstände (§§ 219, 221, 261 KAGB)
- Folge: Keine Cryptoassets für Retail-Anleger über Publikums-AIF

- ABER: Möglichkeit der „Flucht ins Wertpapier"?
  - Kein Vorrang des Wertpapierrechts vor dem KAGB, dessen Anwendbarkeit selbstständig zu beurteilen ist
  - „Wrapper"-Strukturen über Exchange Traded Products (ETP), beispielsweise Exchange Traded Notes (ETN)
  - Problem der Verwahrung der Cryptoassets verlagert sich auf die Ebene des ETP-Emittenten

Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: Übersicht



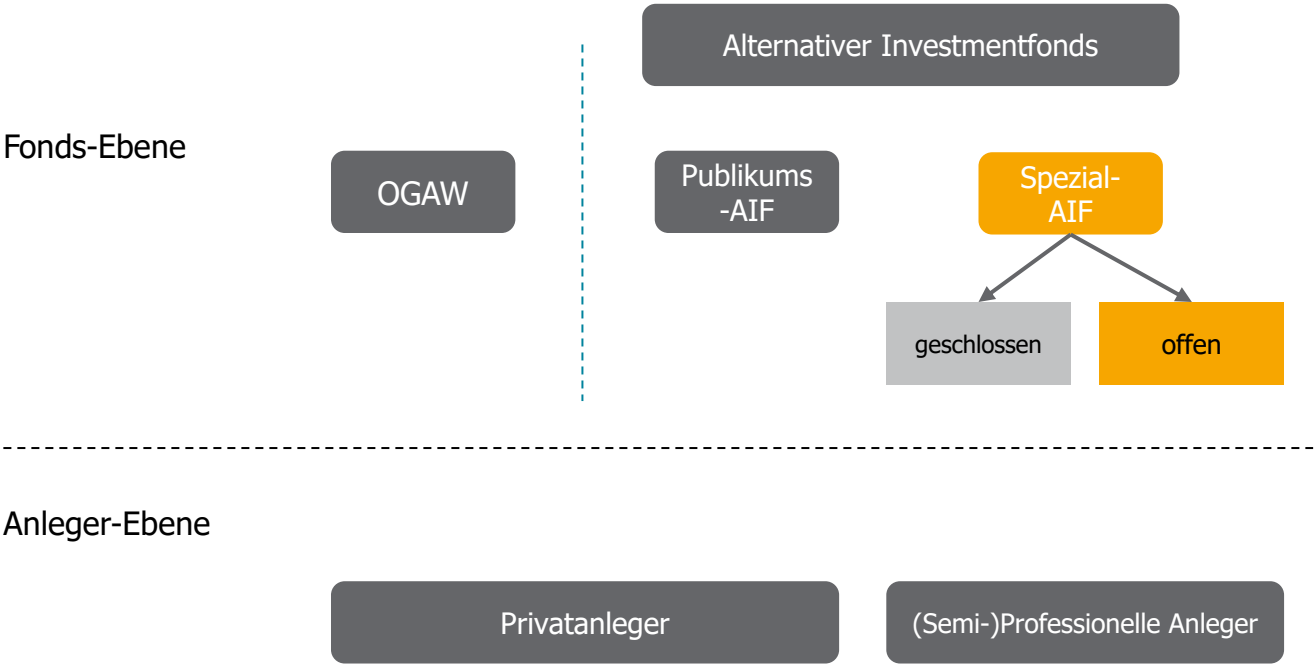
Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: Spezial-AIF (geschlossen)

- Keine Einschränkungen bezogen auf zulässige Vermögensgegenstände
- Verkehrswert der gehaltenen Vermögenswerten muss lediglich <u>bestimmbar</u> sein (§ 285 Abs. 1 KAGB)
  - Mangels Handel an Börsen oder anderen organisierten Märkten zwar keine Bewertung nach Kurswert (§ 286 Abs. 1 i.V.m. § 168 Abs. 2 KAGB)
  - ABER: Verkehrswert kann bestimmt werden über tragfähige Bewertungsverfahren (§ 286 Abs. 1 i.V.m. § 168 Abs. 3 KAGB)

Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: Übersicht



Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: Spezial-AIF (offen)

- Bestimmbarer Verkehrswert (§ 282 Abs. 2 KAGB)
- Risikomischung (§ 282 Abs. 1 KAGB)
  - Quantitative (bestimmte Anzahl verschiedener Objekte) und
  - Qualitative Anforderungen (verschiedene Objekte mit hinreichend unterschiedlicher Wertentwicklung im Sinne einer negativen Korrelation)

Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die KVG

Herausforderungen

Erlaubnis-pflichtige KVG

Registrierte KVG

Anforderungen

- Risikomanagement- und Compliancesysteme müssen auf Cryptoassets ausgerichtet werden (§ 29 Abs. 2 KAGB)
- KVG benötigt BaFin-Erlaubnis für Erstreckung der Investitionen in Cryptoassets und muss notwendige Expertise vorweisen
- Getrennte Verwahrstelle notwendig

Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die KVG

Herausforderungen

Erlaubnis-pflichtige KVG

Registrierte KVG

Erhebliche Erleichterungen für registrierte KVG:

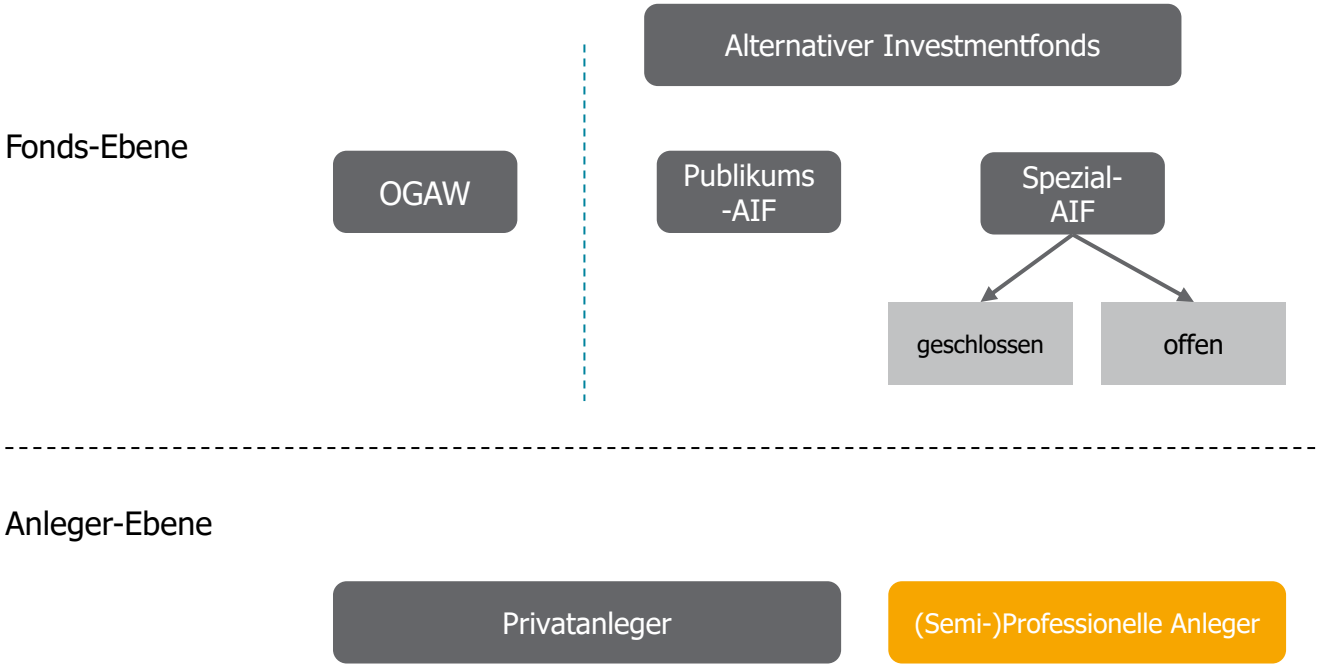
- Fonds einer registrierten KVG braucht keine getrennte Verwahrstelle
- ABER: Beschränkung auf Spezial-AIF sowie Grenze für verwaltete Vermögensgegenstände (§ 2 Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 KAGB):
  - 100 Mio. EUR für offene Fonds
  - 500 Mio. EUR für geschlossene Fonds ohne Leverage Einsatz

Verbleibende Herausfoderungen:

- Verwahrtätigkeit der KVG Kryptoverwahrgeschäft i.S.d. KWG?
- Gesellschaftsrechtliche Grenzen im Zusammenhang mit offenen Produkten
- Steuerliche Herausforderungen

Investitionsmöglichkeiten

Indirekte Investition: Übersicht



Investitionsmöglichkeiten

Aufsichtsrechtliche Anforderungen institutioneller Anleger

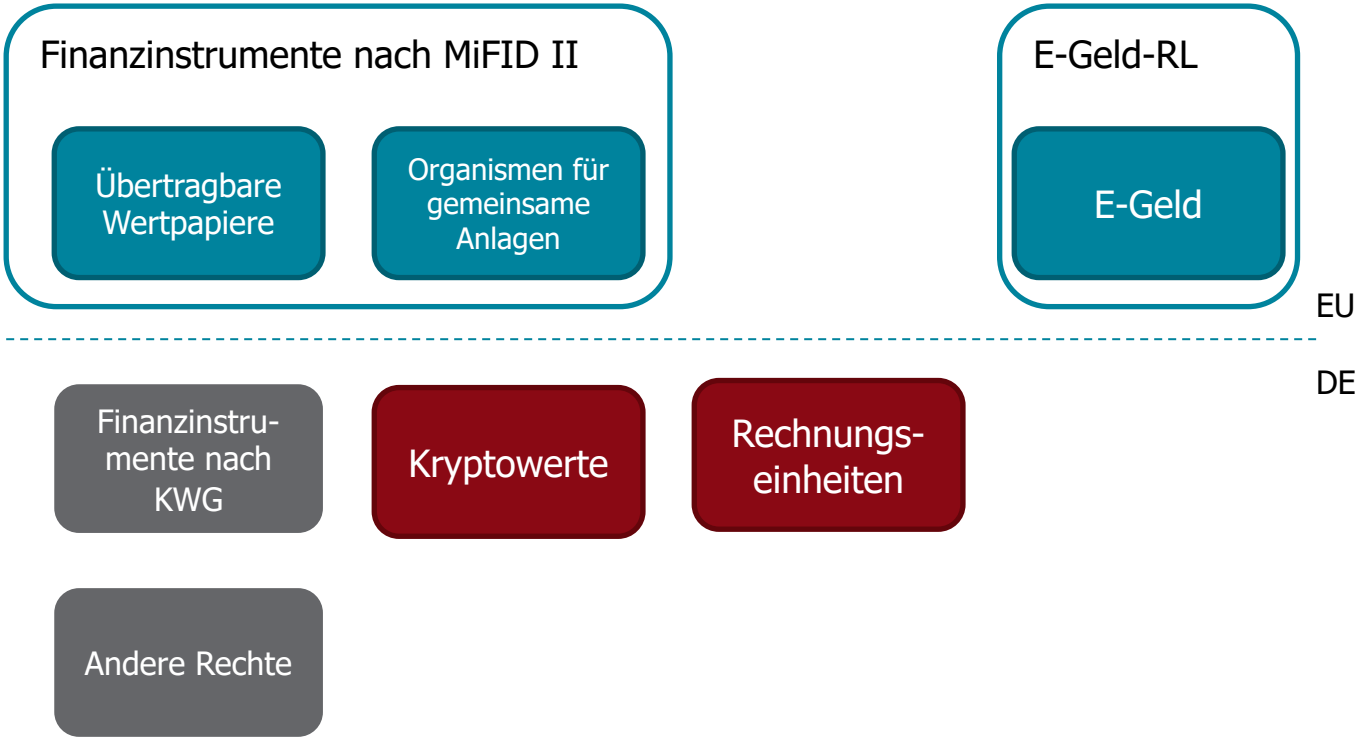
- Versicherungen (VAG-/Solvency-II-Vorgaben)
- Versorgungswerk (AnlV)
- EIF (qua Mandat)

- Hingegen typischerweise keine aufsichtsrechtlichen Beschränkungen für Family Offices bzw. Anlagevehikel für High-Net Worth Individuals
- Ggf. interne Investmentrichtlinien zu beachten

4. Chancen im Zusammenhang mit dem Entwurf der Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)

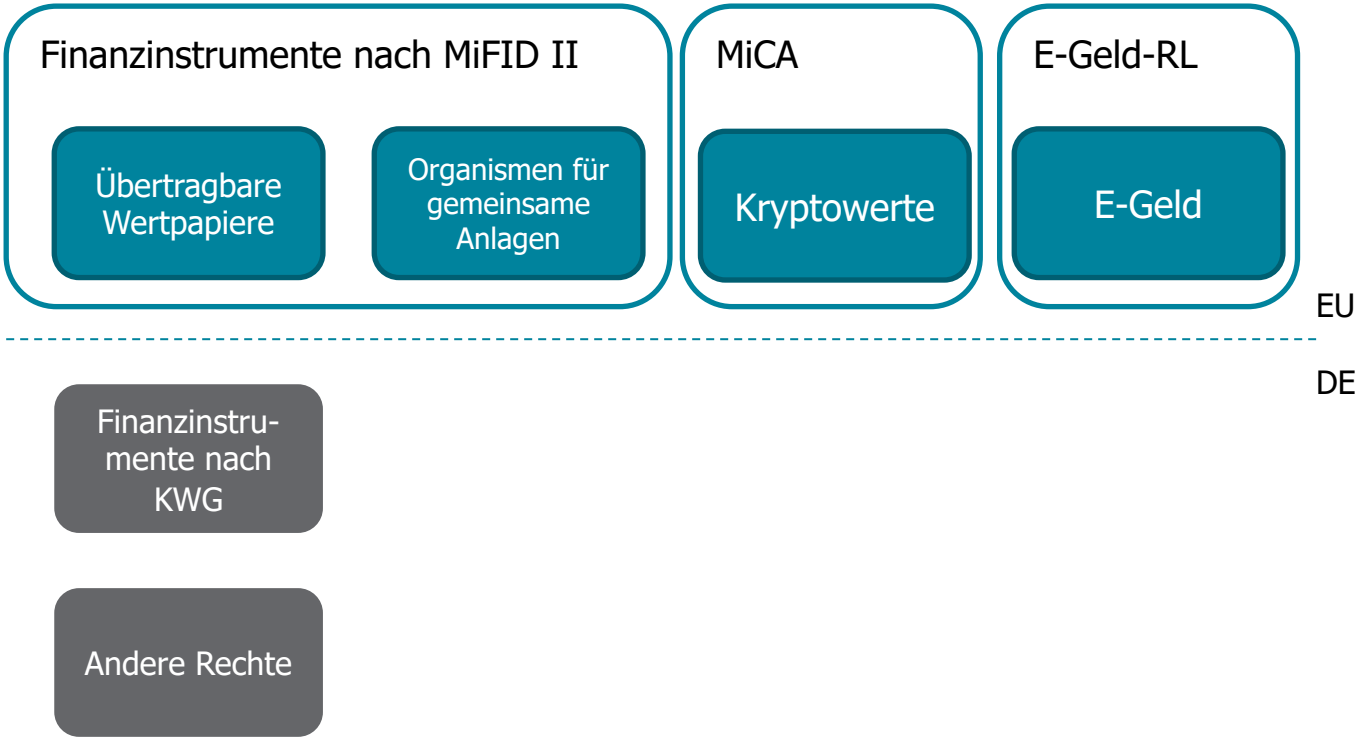
Aufsichtsrechtlicher Rahmen für Cryptoassets

Status quo



Aufsichtsrechtlicher Rahmen für Cryptoassets

Post MiCA



Überblick über MiCA

Anwendungsbereich

- Starke Anlehnung an Regelungsregime der MiFID II ➔ MiFID II „light"
- Verordnung statt Richtlinie -> Unmittelbare Anwendbarkeit
- MiCA steht im Exklusivitätsverhältnis zur MiFID II/MAR
- Auslöser und Schwerpunkt der MiCA ist die Regulierung von Stablecoins (sog. Wertreferenzierte Token und E-Geld-Token unter der MiCA) ➔ Lex Libra/Diem

Überblick über MiCA

Ziele

- Schaffung von Rechtssicherheit für Cryptoassets, die nicht unter die bestehenden EU-Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen fallen
- Festlegung einheitlicher Regeln für Krypto-Dienstleister
- Festlegung spezifischer Regeln für Stablecoins

Ausgewählte Aspekte der MiCA

Definitionen

Kryptowert ist eine

- digitale Darstellung von Werten oder Rechten,
- die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie
- elektronisch übertragen und gespeichert werden können

Ausgewählte Aspekte der MiCA

Cryptoassets nach MiCA

Kryptowerte nach MiCA

- Wertreferenzierte Token
- E-Geld-Token
- Utility-Token
- Sonstige Kryptowerte

MiFID II

- Finanzinstrument

Stablecoins mit verschiedenen Underlyings

Stablecoins mit einer Nominalgeldwährung als Underlying

Gutschein-Token (Zugang zu Ware oder Dienstleistungen)

- Payment Token
- andere Utility Token

Security Token

Ausgewählte Aspekte der MiCA

Übersicht der relevanten Regelungskreise

Verpflichtung	Verpflichteter	Welche Kryptowerte?
Transparenz- und Offenlegungspflichten	Emittenten	Kryptowerte
Zulassungs- und Folgepflichten	Emittenten	Wertreferenzierte Token E-Geld-Token
Zulassungs- und Folgepflichten	Krypto-Dienstleister	Kryptowerte
Verhinderung von Marktmissbrauch	Jeder	Kryptowerte

Krypto-/Finanzdienstleistungen nach MiCA vs. MiFID II

Übersicht und Gleichwertigkeit nach Art. 2 Abs. 6 MiCA

MiCA	MiFID II
Kryptoverwahrung	Depotgeschäft (CRR-Kreditinstitut)
Handelsplattform	Betrieb eines MTF Betrieb eines OTF
Tausch gegen nationale Währung	Handel für eigene Rechnung
Tausch Crypto gegen Crypto	
Ausführung von Aufträgen für Dritte	Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden (Abschlussvermittlung)
Platzierung	Übernahme der Emission und/oder Platzierung
Annahme und Übermittlung	Annahme und Übermittlung (Anlagevermittlung)
Beratung zu Kryptowerten	Anlageberatung
[Keine Entsprechung in MiCA]	Portfolio-Verwaltung

Ausgewählte Aspekte der MiCA

Marktmissbrauchsrecht

- In Bezug auf Kryptowerte, die auf MiCA-regulierten Handelsplattformen gehandelt werden, ist die MAR nicht anwendbar -> spezifisches Marktmissbrauchsrecht in der MiCA (angelehnt an MAR), vor allem:
  - Offenlegung von Insiderinformationen
  - Verbot von Insidergeschäften
  - Verbot der Marktmanipulation
- Forderung der Arbeitsgruppe des Rates: Prüfung, ob Marktmissbrauchsrecht der MiCA noch mehr an die MAR anzugleichen ist

SMP

Key Takeaways

Kontakt

Daniel Resas

- Rechtsanwalt
- (Assoziierter) Partner

+ 49 40 6077281 39
+ 49 151 402287 39
daniel.resas@smp.law