



Frank Dornseifer
RECHTSANWALT UND GESCHÄFTSFÜHRER
BUNDESVERBAND ALTERNATIVE INVESTMENTS E.V. (BAI), Bonn

FRANK DORNSEIFER | BAI

Der Einsatz von DLT im Asset Management Sektor – Assets, Infrastruktur und Regulierung im Wandel

Der Erfolg der Asset Management Branche hängt in nicht unerheblichem Maße von deren Innovationsfähigkeit und vor allem auch deren Technologieaffinität ab. Schon immer hat auch sie versucht, technologischen Fortschritt gewinnbringend einzusetzen. Und das nicht nur, um beispielsweise operative Prozesse im Front-, Middle-, oder Backoffice zu automatisieren oder effizienter zu gestalten – man denke nur an KYC, Clearing, Settlement, Reporting, etc. –, sondern vor allem auch, um die Handels- und Anlagetätigkeit, aber auch das Risikomanagement zu optimieren.

I. Der technologische Wandel in der Finanz- und Asset Management Branche

Dass gerade die Asset Management Branche häufig sogar ein Technologietreiber ist, zeigt ein Blick auf sog. Commodity Trading Advisors, die nun schon seit Jahrzehnten moderne Analysetechniken in Form von Künstlicher Intelligenz einsetzen, um Trendfolgemodelle für Managed Futures Fonds zu entwickeln, bzw. die seit vielen Jahren etablierten Hedgefonds-Stilrichtungen, die komplexe datenbasierte Strategien verfolgen (Quants), oder eben besondere Technologien (z.B. in Form von Rechenleistung, Programmierung, oder bei der Datenübertragung) einsetzen, wie etwa beim algorithmischen bzw. Hochfrequenzhandel.

Vor rund sechs Jahren fand dann der FinTech Boom endgültig seinen breiten Einzug in die Asset Management Branche, vor allem unter dem Oberbegriff der Digitalisierung, die alle Ebenen der Wertschöpfungskette erfasst und der ein disruptiver Charakter beigemessen wird. Aktuell erfährt die Digitalisierung und Technologisierung eine ganz besondere Dynamik. Vor allem durch den Einsatz der Blockchain bzw. Distributed Ledger Technologie (DLT), die nicht nur viele Pro-

zesse und die (Markt-) Infrastruktur grundlegend ändert, sondern auch die Vermögensgegenstände, in die investiert wird, betrifft und mittlerweile sogar auf die Fonds selbst abzielt und diese auf die Blockchain überführt und damit ganz neue Wege etwa für den Vertrieb bzw. Handel eröffnet.

■ Tokenisierung

Die Überführung von Vermögenswerten in die digitale Dimension (sog. Tokenisierung) mit den Schlagworten Kryptoassets bzw. Kryptowerte ist natürlich ein Novum, welches gerade für die Asset Management Branche von größter Relevanz ist und derzeit mit Hochdruck vorangetrieben wird und nun auch bereits gesetzlich bzw. regulatorisch flankiert wird, sowohl auf nationaler als auch auf europäischer und internationaler Ebene.

Im Kontext der Digitalisierung spielt der Einsatz von DLT also eine Schlüsselrolle und auch hier erlebt die Finanzbranche als eine der ersten Branchen die Disruption, die von dieser Technologie ausgeht und treibt den technologischen Strukturwandel nun selbst intensiv voran, um nicht signifikante Marktanteile an Tech-Unternehmen zu verlieren, die vehement in den Markt drängen.

Die Einsatzmöglichkeiten und Anwendungsfälle sind dabei durchaus vielfältig. Handels- und Zahlungstransaktionen werden effizienter, da diese nahezu in Echtzeit erfolgen können, auch weil Intermediäre wegfallen. Das bietet nicht nur den Kunden Vorteile, sondern schafft möglicherweise auch neue Geschäftsmodelle, um welche die Finanzdienstleister ihr Portfolio erweitern könnten. Weiterhin kann im Bereich der Handelsfinanzierung angeführt werden, dass die Echtzeitvorgänge aller Transaktionen allen Teilnehmern des DLT-Netzwerks zugänglich sind. Eine zentrale Rolle spielen sogenannte *Smart Contracts*, also Programme, die unter anderem die Durchführung und Einhaltung von Verträgen mittels der DLT überwachen können. Diese können bei der Automatisierung von Settlements, Reportings etc. wegen der elektronischen, dauerhaft aktuellen Verfügbarkeit sämtlicher (Transaktions-) Daten helfen, indem einige Vorgänge maschinell und automatisiert erledigt werden. Auch im Bereich des Investment Managements können Compliance-Vorgänge und Stimmrechtsvertretungen durch Smart Contracts automatisiert werden.

■ Vertrauen in Blockchain

Im Fokus steht – und das gilt für alle Punkte – das technisch geschaffene Vertrauen, was im Wesen der (praktischen) Unveränderlichkeit der Blockchain begründet ist, sodass für die Marktteilnehmer jederzeit eine Abbildung der Wahrheit zugänglich ist. Neben der Unveränderlichkeit verringert die Transparenz – jeder Teilnehmer kann die getätigten Transaktionen einsehen – Informationsasymmetrien und erleichtert Zusammenarbeiten. Schließlich garantiert die Autonomie der DLT die Ausführungen der Handlungen, sodass das Vertrauen in das System steigt. Gleichzeitig werden einige etablierte Intermediäre im Rahmen der Transaktionskostenreduzierung überflüssig werden.

Vermögens- und Transaktionsinformationen können also schon heute in „digital ledgers“ statt in physischen Büchern festgehalten werden. Mit Blick auf die Zukunft kann darauf aufbauend ein sich ständig aktualisierendes, fälschungssicheres, vollständiges und für alle einsehbares System etabliert werden. Das würde für Finanzdienstleistungen insbesondere bedeuten, dass Unternehmen effizienter arbeiten können, da interne Abläufe vereinfacht werden, die Fälle von systeminterner Arbitrage minimiert werden und die Prüfung von Transaktionen und damit von Assets deutlich einfacher wird.

Das wichtigste Ergebnis ist, dass auf die DLT als Infrastruktur wegen ihrer Effizienz gesetzt wird. Sie wird als wesentlicher Bestandteil der Transformation hin zum zukünftigen, digitalen Finanzdienstleistungssektor gesehen, da mit ihr eine Vielzahl von Anwendungsfällen effizienter ausgestaltet werden können. Mittel- bis langfristig werden Möglichkeiten bei dem Einsatz der DLT und die damit verbundenen Vorteile auch für beispielsweise digitale Währungen gesehen. Doch damit ein zeitnaher, effizienter Einsatz der DLT möglich wird, müssen sämtliche Ebenen, von Dienstleistern über Investoren bis hin zu Politik und Aufsicht, zusammenarbeiten, um die DLT zu etablieren, um sie zur effizienteren Gestaltung sämtlicher Tätigkeiten und Prozesse nutzen zu können.¹

¹ The future of financial infrastructure WEF 2016, abrufbar unter http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_infrastructure.pdf

■ Decentralized Finance (DeFi)

Genau in diesem Digitalisierungssachzusammenhang steht nun eine weitere Bewegung bzw. Entwicklung, die unter dem Schlagwort *Decentralized Finance*, abgekürzt DeFi, einen so nie dagewesenen technologischen Strukturwandel in der gesamten Finanzbranche auszulösen scheint: den Aufbau eines dezentralen, Blockchain basierten Ökosystems, das Finanzdienstleistungen verschiedenster Art anbietet und auch maßgebliche Schnittstellen zum Asset Management hat, in dem allerdings zentrale Instanzen für die Steuerung und Kontrolle fehlen.

DeFis sind also im Gegensatz zu konventionellen Finanzmärkten solche, die statt auf zentralen Intermediären auf dezentral organisierten Blockchains und Smart Contracts basieren. Regelmäßig wird dafür die Ethereum-Blockchain genutzt. Dabei nehmen die Smart Contracts die Funktionen der Intermediäre wahr mit der Folge, dass die bekannten Intermediäre wie Banken etc. in weiten Teilen durch die Technik ersetzt werden können. Dadurch entfallen Transaktionskosten oder werden doch wesentlich reduziert. Das bedeutet beispielsweise den Wegfall von Gebühren, wenn Geld ge- oder verliehen wird.

Weiterhin ist durch die technische Konstruktion eine fehlerfreie Auftragsausführung nahezu in Echtzeit mittels Blockchain garantiert, wodurch ein technisch geschaffenes Vertrauen entsteht. Gefestigt wird es auch durch den sehr hohen Grad an Transparenz, da alle Vorgänge auf der dezentralen Blockchain – zumindest bei öffentlichen Blockchains – von allen Nutzern jederzeit eingesehen werden können.

Die Idee ist dabei, bestehende und vor allem neue Finanzdienstleistungen grundsätzlich für *alle* zu öffnen, ohne dass allerdings die etablierten Finanzmarktteilnehmer und Intermediäre wie Banken, Versicherungen, etc. als Vermittler agieren. Vielmehr sollen die Beteiligten der jeweiligen Transaktion direkt verbunden werden und zwar unter Einsatz der DLT und entsprechender Applikationen (Decentralized Apps, dApps)².

² Grundlegend zu DeFi: Decentralized Finance (DeFi) Policy-Maker Toolkit, WEF White Paper June 2021, abrufbar unter http://www3.weforum.org/docs/WEF_DeFi_Policy_Maker_Toolkit_2021.pdf

Der revolutionäre und zugleich disruptive Charakter liegt vor allem darin, dass dieses für jedermann offene, dezentrale Finanzsystem außerhalb der bestehenden Finanzarchitektur mit den einschlägigen etablierten, streng regulierten Akteuren organisiert ist, und zwar mittels der Blockchain Technologie, die ein solches System überhaupt erst ermöglicht, auch wenn viele Fragen der praktischen Umsetzung, auch im Hinblick auf die Kontrolle durch Finanzaufsichtsbehörden, den Anlegerschutz, etc. noch einer dezidierten Klärung bedürfen. Grundsätzlich erscheint jede bestehende Form von Finanzdienstleistungen auch unter DeFi abbildbar und es dürften auch noch neue Finanzdienstleistungen hinzukommen.

■ Intermediäre werden überflüssig

Egal ob sog. dezentrale Kredite, also die Gewährung und Aufnahme von Krediten – in der Regel gegen Hinterlegung von Kryptowährungen – ohne einen Intermediär, dezentrale Zahlungsdienstleistungen, also die direkte Abwicklung zwischen den involvierten Parteien ohne Intermediär, dezentrale Börsen, also der Handel mit tokenisierten Vermögenswerten ohne zentrale Instanzen für Clearing, Settlement, Verwahrung, etc., sowie dezentrale Finanzprodukte (z.B. Derivate), die Zahl der möglichen Anwendungen wächst und auch die Asset Management Branche wird mit allen Facetten betroffen sein: auf der organisatorischen und prozessualen Seite, auf der Anlageseite mit (tokenisierten) Vermögenswerten, im dezentraler Handel, usw.

II. DLT Anwendungsbeispiele im Asset Management

Wie bereits eingangs skizziert, stehen neben dem Anlage-Aspekt nicht minder bedeutsam Handels-, Service- und Infrastrukturaspekte im Kontext von Blockchain & Co. im Vordergrund. Gerade hier sind die Auswirkungen auf die gesamte Asset Management Branche riesig, wie z.B. auch ein Blick nach Luxemburg zeigt, wo diverse Marktteilnehmer mit der Börse Luxemburg und Clearstream eine DLT Plattform für die Fondsbranche mit dem Namen *FundsDLT* aufgesetzt haben. Dabei geht es – grob gesagt – um die Rationalisierung unterschiedlicher Fondsvertriebs- und Dienstleistungsaktivitäten durch die Blockchain-Technologie, unter anderem mit der Zielsetzung, eine Vielzahl von Prozessen auf sichere Weise zu

automatisieren. Bereits im Jahr 2017 wurde dort übrigens die erste Fondszeichnung über die Blockchain abgewickelt.

Kurzum: nicht nur das Portfolio, auch der Asset Manager und sein Ökosystem werden digital! Entsprechend vielschichtig und umfangreich sind die Ebenen und Prozesse, die digitalisiert werden. Dementsprechend müssen entlang der Wertschöpfungskette im Asset Management alle Akteure bei der Digitalisierung bzw. Technologisierung von Anfang an dabei sein, digitale Transformationsprozesse zu implementieren und dem Thema hohe Priorität einzuräumen.

Eine weitere Facette sind die Auswirkungen der Digitalisierung im Kundengeschäft oder mit Gegenparteien. Finanzdienstleister aller Art, also auch Fondsgesellschaften, können von großen verarbeiteten Datenmengen profitieren, das Stichwort lautet Big Data: durch mehr Daten wird mehr Transparenz geschaffen, Risiken können mitigiert werden. Das gilt für Kunden, aber natürlich auch für Gegenparteien. Beispielhaft sollen nachfolgend drei Bereiche skizziert werden, in denen sich besondere DLT bezogene Einsatzmöglichkeiten im Asset Management ergeben.

■ 1. Neue Anlageklasse Krypto Asset Investments

Generell wird mit Krypto-Assets im weiteren Sinne eine neue Anlageklasse für alle Investoren geschaffen. Paradebeispiel mit Pionierfunktion für ein solches Asset ist – vor allem auch im Hinblick auf seinen Bekanntheitsgrad und die einhergehende kontroverse öffentliche Debatte – der Bitcoin. Die schrittweise Etablierung des Bitcoins in der Real- und Finanzwirtschaft auf der einen Seite, der deutliche Regulierungsdruck, der in manchen Ländern mittlerweile prohibitive Züge annimmt, auf der anderen Seite, zeigen, dass sich dieser Sektor noch ganz klar im Entwicklungsstadium befindet, was diese Anlageklasse dadurch aber auch sehr attraktiv macht. Gerade weil viele öffentliche und private Institutionen derzeit Distributed Ledger- und Blockchain-Technologie, also die dem Bitcoin zugrundeliegende Technologie, immer weiterentwickeln und für sich nutzen, verdient dieses Anlagesegment besondere Aufmerksamkeit. Es gilt dabei nicht nur neue Geschäftsmodelle zu entwickeln, sondern vor allem auch bestehende Geschäftsmodelle unter Nutzung dieser Technologie zu transformieren und für Anleger erschwinglich und unkompliziert zugänglich zu machen.

Mit der *Tokenisierung* von Wertpapieren, gerade aber auch illiquider Vermögenswerte, könnten diese erst übertragbar und handelbar gemacht werden, so daß gänzlich neue Märkte entstehen. Interessant ist dies vor allem in Bereichen wie Immobilien-Beteiligungen, Private Equity oder auch Infrastruktur.

Jedenfalls können seit Januar 2020 Krypto-Assets mit entsprechender BaFin Lizenzierung nach dem KWG (Erlaubnispflicht) verwahrt werden. Für Investoren nicht nur aus dem institutionellen Segment entsteht damit eine neue Anlageklasse, mit der insbesondere auch Asset Manager eine breitere Produktpalette anbieten können. Voraussetzung dafür ist allerdings die Verfügbarkeit relevanter Marktinformationen und eine adäquate Vermögensbewertung. In diesem Zusammenhang dürften insbesondere Investment-/Asset-Token von Interesse für Investoren sein, kommen ihnen doch vergleichbare Funktionen zu wie konventionellen Anlagen.³

■ 2. Risikominderung durch Krypto-basierter Fund Distribution

Sind erst einmal die rechtlichen Rahmenbedingungen geschaffen, um Fondsanteile über die Blockchain begeben und handeln zu können, können sämtliche Effizienzvorteile der Blockchain in diesem Kontext ausgeschöpft werden. Die Blockchain-Technologie kann nämlich Abwicklungsprozesse erheblich verbessern. Durch ihren Einsatz kann das Kontrahentenrisiko verringert werden, da sie einen vertrauenslosen Abwicklungsprozess ermöglicht, der der DVP-Abwicklung⁴ insofern ähnelt, als dass die Lieferung eines Vermögenswerts direkt mit der sofortigen Zahlung für den Vermögenswert verbunden ist. Am Beispiel Custody (Aufbewahrung) wird weiteres Einsparungspotenzial besonders auch für Investoren deutlich, da die Blockchain kostengünstig die Funktion der Verwahrung von digitalen Vermögenswerten und der Ausgabe von Token übernehmen kann.

Weiterhin können Distributed Ledger Networks Reibungsverluste beseitigen und Daten über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg standardisieren. Risikominderung ist damit einer der größeren Vorteile, die durch die Tokenisierung der

³ vgl. Elektronische Wertpapiere und Krypto-Token, EuZW 2019, 857 ff.

⁴ VP (Delivery Versus Payment)

Fondsanteile entsteht. Zusätzliche Vorteile, wie die Erhöhung der Liquidität und Übertragbarkeit von Fondsanteilen, werden zu vielen weiteren Möglichkeiten führen, einschließlich der Möglichkeit, Fonds-Token als Sicherheiten in anderen Finanztransaktionen zu verwenden.

Als weiteres Anwendungsbeispiel dient das Settlement, also die Nachhandelsabwicklung. Die Blockchain-Technologie soll nämlich auch eine vertrauenslose Lieferung-gegen-Zahlung-Abwicklung (DVP) ohne Zwischenhändler ermöglichen können. Die vollständige Verlagerung von Abwicklungsprozessen auf dezentrale Technologien – wie die Blockchain eine ist – macht den Abwicklungsprozess effizienter, da sie die damit verbundenen Transaktionskosten senkt und die damit verbundenen Risiken reduziert. Daher wird die Blockchain-basierte Multichain-Atomic-Swap-Technologie zu einer Peer-to-Peer-Alternative – zu einer zentralen Clearing-Gegenpartei, die normalerweise die DVP-Abwicklung von Finanzanlagen erleichtert.

■ 3. Echtzeittransparenz durch Krypto-basierter Fund Administration

Nicht minderbedeutend ist schließlich der Einsatz der Blockchain in der Fonds-Administration. Bei entsprechender Anwendung würde die Blockchain Echtzeit-Transparenz in den Fondshandel bringen, was dem Fondsmanager weiter ermöglichen würde, seine Handelspositionen und Bedürfnisse vollständig zu verstehen und auch an Anleger weiterzugeben. Hier besteht Potenzial für weitere Optimierung und Effizienzgewinne. Beispielsweise kann der Abstimmungsaufwand deutlich verringert werden, wenn die Vermögenswerte sich in einem DLT-Rahmen befinden, da allen Teilnehmern – das liegt in der Natur der dezentralen Blockchain – eine Kopie der gesamten Historie des Vermögenswertes zur Verfügung steht.

III. Die regulatorische Einbettung von DLT und Krypto-Werten

Bei solch revolutionären technologischen Entwicklungen war es natürlich nur eine Frage der Zeit, bis Politik und Aufsicht auf den Plan gerufen wurden. Entsprechende politische Aktivitäten folgten, so beschloss z.B. die Bundesregierung

auf nationaler Ebene 2019 ihre Blockchain Strategie⁵, die mittlerweile in diverse Gesetzgebungsverfahren mündete, insbesondere das *Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere (eWpG)*⁶, welches am 11. Juni 2021 in Kraft getreten ist. Thematisch, aber vor allem auch geographisch weiter gefasst ist die von der EU-Kommission am 24. September 2020 veröffentlichte „Digital Finance Strategy“⁷, mit dem „Digital Finance Package“⁸ als ihrem Herzstück, das bisher größte Gesetzgebungspaket, welches Chancen und Risiken der Digitalisierung adressiert.

■ 1. eWpG und Fondsstandortgesetz

Der deutsche Gesetzgeber und die deutsche Finanzaufsicht haben, wie zuvor bereits skizziert, durchaus frühzeitig gerade in Bezug auf DLT und neue Anlagemöglichkeiten in Form von Krypto-Werten reagiert und diese technologischen Entwicklungen aufgegriffen. Nach der Einführung des sog. Krypto-Verwahrgeschäfts im KWG im Jahre 2020 flankierte der Gesetzgeber im letzten Jahr mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere (eWpG) und des Fondsstandortgesetzes (FoStoG), welches das KAGB ändert, den weiteren digitalen Wandel in der Finanzbranche.

Die größten Errungenschaften des eWpG sind bekanntlich in einem ersten Schritt die Möglichkeit zur Begebung elektronischer Wertpapiere, bei denen der Eintrag in ein zentrales elektronisches Wertpapierregister die Verbriefung in Form einer Urkunde ersetzt, und in einem zweiten Schritt die Zulassung sog. Krypto-Wertpapiere, die durch Eintragung in ein – dezentrales – Krypto-Wertpapierregister entstehen, welches bspw. auf Grundlage der Distributed Ledger Technologie (DLT) operiert. Die im Gesetz ursprünglich vorgesehene Beschränkung des Anwendungsbereiches auf Inhaberschuldverschreibungen wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens auf Anteilscheine ausgedehnt, so dass nun auch Fonds in die Blockchain überführt werden können. Hierzu wird das eWpG durch die

⁵ Abrufbar unter https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Digitale-Welt/blockchain-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=8

⁶ https://media-exp1.iicdn.com/dms/document/C4D1FAQFOETRD3d87BQ/feedshare-document-pdf-analyzed/0/1623222822227?e=1623326400&v=beta&t=J4DPlvnlvYblNLgz_pzdrBJZmxvuHyvOGokrQGauTu4

⁷ Abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN>

⁸ Pressemitteilung zum Digital Finance Package abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP_20_1684

Verordnung über Krypto-Fondsanteilscheine⁹ (KryptoFAV) ergänzt. Gerade der letzte Aspekt war – nicht nur unter Wettbewerbsgesichtspunkten – ein wichtiger Meilenstein für die deutsche Fondsbranche und dahinterstehende Investoren.

Fast gleichzeitig wurde das Fondsstandortgesetz auf den Weg gebracht, welches eben deutschen Spezial-AIF zukünftig die Anlage in Krypto-Werte (im KWG näher spezifizierte digitale Darstellungen eines Wertes, der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann) ermöglicht, eine weitere Errungenschaft, die – auch wiederum unter Wettbewerbsgesichtspunkten – äusserst wichtig war. Es wäre unstimmig gewesen, auf der einen Seite den Anlagekatalog von Fonds zu digitalisieren, sie selbst aber in der analogen Welt zu belassen.

■ 2. Das Digital Finance Package der EU-Kommission

Auch auf europäischer Ebene wird mit dem Digital Finance Package (insbes. durch die Regelwerke MiCA- und DORA-Verordnung, DLT-Pilotregime, etc.) die Digitalisierung in der Finanzbranche ebenfalls mit Hochdruck und in einer noch größeren Dimension vorangetrieben, so dass First Mover erste Schritte machen und Erfahrungen sammeln können, die im Wettbewerb nicht nachteilig sein dürften. Im Gegenteil. Auch Investoren, die im BAI Investor Survey 2020 noch so gut wie gar kein Interesse an Krypto-Werten gezeigt haben, sollten hier umdenken. Schließlich steht jetzt die flankierende Regulierung bereit.

Zu diesem Zweck hat die EU-Kommission eine Reihe von Maßnahmen bzw. Legislativ-Vorschlägen mit unterschiedlichen Regelungsansätzen vorgestellt, die auch die Asset Management Branche signifikant betreffen werden, eben weil ihr Geschäftsmodell und die zugrundeliegende Infrastruktur und damit zusammenhängende Dienstleistungen betroffen sind. Aus dem Maßnahmenpaket sind hier insbesondere der Legislativvorschlag für einen EU-Rechtsrahmen für Krypto-Werte (MiCA-Verordnung), der Vorschlag für einen EU-Rechtsrahmen bezüglich der Betriebsstabilität digitaler Systeme (DORA-Verordnung), die Pilotregelung für auf der Distributed

⁹ https://bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-09-06-KryptoFAV/1/Verordnungsentwurf.pdf?blob=publicationFile&v=6

Ledger Technologie basierende Marktinfrastrukturen (DLT-Pilotregime) sowie Änderungen an diversen Finanzmarkt-Regelwerken (u.a. MiFID II, UCITS, AIFMD) von Relevanz und sollen daher nachfolgend kurz vorgestellt werden¹⁰.

a) Verordnung über Märkte für Krypto-Werte (MiCA-Verordnung)

Mit der „Verordnung über Märkte für Krypto-Werte“ (Regulation on Markets in Crypto Assets – MiCA)¹¹ hat die Kommission erstmals einen EU-weit einheitlichen Regelungsrahmen für Kryptowerte¹², die nicht Finanzinstrumente sind, vorgelegt¹³. Zum Teil gibt es bereits, wie etwa in Deutschland, eine nationale Verwaltungspraxis der Finanzaufsicht für einzelne Aufsichts- und Anwendungsfragen¹⁴ bzw. rudimentäre gesetzliche Regelwerke für Krypto-Werte¹⁵ und/oder die Anlage in diese¹⁶. Darüber geht die MiCA-Verordnung nun hinaus und regelt¹⁷:

- Transparenz- und Offenlegungspflichten für die Ausgabe von Krypto-Werten und ihre Zulassung zum Handel;
- Zulassung und Beaufsichtigung von Anbietern von Krypto-Dienstleistungen, Emittenten wertreferenzierter Token und Emittenten von E-Geld-Token;
- Betrieb, Organisation und Unternehmensführung von Emittenten wertreferenzierter Token, Emittenten von E-Geld-Token und Anbietern von Krypto-Dienstleistungen;
- Verbraucherschutzvorschriften für Ausgabe, Tausch und Verwahrung von Krypto-Werten sowie den Handel damit;
- Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch mit dem Ziel, die Integrität der Märkte für Krypto-Werte zu gewährleisten.

¹⁰ Weiterführend s. auch FAQ der EU-Kommission zum Digital Finance Package, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda_20_1685

¹¹ Verordnungsentwurf vom 24.9.2020 abrufbar unter https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0022.02/DOC_1&format=PDF

¹² S. Def. in Art. 3 Abs. 1 Nr. 1: „eine digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können“

¹³ Somit sind z.B. E-Money, (strukturierte) Einlagen oder Verbriefungen explizit vom Regelungsbereich ausgeschlossen und unterfallen weiterhin anderen Regelungen.

¹⁴ Vgl. z.B. das BaFin-Merkblatt „Hinweise zum Tatbestand des Kryptoverwahrgeschäfts“, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_200302_kryptoverwahrgeschaef.html

¹⁵ Wie z.B. das eWpG.

¹⁶ Wie z.B. das eWpG und das FoStoG

¹⁷ Vgl. Art. 1 MiCA-Verordnung-Entwurf

Systematisch ist diese Verordnung durchaus an das MiFID-Regelwerk für Finanzinstrumente angelehnt mit Regelungen zum Erlaubnisverfahren für Emittenten und Anbieter, zum Handel mit und Vertrieb von Kryptowerten und damit zusammenhängenden Dienstleistungen, zur Finanzmarktstabilität, zum Verbraucherschutz, zu Publizitätspflichten, etc. Das derzeit noch nicht final verabschiedete Regelwerk wird es zukünftig in einem Mitgliedstaat zugelassenen Betreiber ermöglichen, einschlägige Dienstleistungen im Rahmen eines EU-Passes in der gesamten EU zu erbringen. Im Detail sieht die Verordnung dann – in Anlehnung an die Regulierung anderer Finanzmarktakteure – Eigenkapitalanforderungen, Vorgaben für die Verwahrung von Vermögenswerten, ein den Anlegern zur Verfügung stehendes obligatorisches Beschwerdeverfahren und Rechte des Anlegers gegenüber dem Emittenten vor. Hinzukommt die Pflicht zur Einreichung und Veröffentlichung eines sog. Whitepapers, vergleichbar zu einem in der Finanzmarktregulierung auch in anderen Bereichen erforderlichen Prospekt. Emittenten bedeutender mit Vermögenswerten hinterlegter Kryptowerte („globale Stablecoins“) sollen zudem weiteren und strengeren Anforderungen unterliegen (z. B. in Bezug auf Eigenkapital, Anlegerrechte und Aufsicht).

Im Ergebnis ist dieses neue Aufsichtsregime natürlich nicht nur für (alternative) Investmentfonds und deren Anlageuniversum von besonderem Interesse, sondern auch vor dem Hintergrund, ob und wie zukünftig herkömmliche Vermögenswerte digitalisiert werden können bzw. wie neue Technologien in unterschiedlichen Tätigkeitsbereichen und Prozessen tatsächlich zum Einsatz kommen.

b) DORA-Verordnung

Eine weitere zentrale Säule des Digital Finance Packages ist die Verordnung über die „Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 909/2014“ (Digital Operational Resilience for the financial sector, DORA)¹⁸. Unter digitaler operativer Widerstandsfähigkeit ist die Fähigkeit von Unternehmen zu verstehen, sicherzustellen, dass sie allen Arten von Störungen und Bedrohungen im Zusammenhang mit sog. IKT-Risiken (Information, Kommuni-

¹⁸ Verordnungsentwurf vom 24.9.2020 abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0595&from=EN>

kation, Technologie) standhalten können. Die gesamte Finanzbranche ist Cyberangriffen ausgesetzt, die den Unternehmen selbst, aber natürlich auch deren Kunden ernsthaften finanziellen und/oder Reputationsschaden zufügen können. Entsprechend wurde dieser Aspekt prominent im Rahmen des Digital Finance Packages in Form einer eigenen Verordnung adressiert und Finanzunternehmen aller Art, also auch die Asset Management Branche, haben strenge Standards einzuhalten, um die unmittelbaren Auswirkungen und die weitere Ausbreitung von IKT-bezogenen Vorfällen zu begrenzen.

Auf dieser Grundlage enthält die DORA-Verordnung dezidierte Vorgaben und Anforderungen, um Risiken zu bekämpfen und vorzubeugen, die mit einer zunehmenden Digitalisierung der Finanzprodukte und -märkte einhergehen. Vordergrund geht es dabei um den Umgang mit unterschiedlichen digitalen Risiken, den IKT-Risiken, die natürlich auch für Kapitalverwaltungsgesellschaften beziehungsweise AIFMs von Bedeutung sind, unabhängig davon, ob in Krypto-Werte investiert wird oder nicht.

c) Zur Probe: DLT-Pilotregime

Mit Blick auf die Bedeutung und das enorme technische Potential von DLT nicht nur in der Finanzbranche wurde als Teil des Digital Finance Packages der EU-Kommission als weiterer zentraler Pfeiler auch eine Verordnung über eine „Pilotregelung für auf der Distributed Ledger Technologie basierende Marktinfrastrukturen“ auf den Weg gebracht¹⁹. Mit diesen Marktinfrastrukturen wiederum werden Transaktionen mit Finanzinstrumenten in Form von Krypto-Werten getätigt und abgewickelt, also ein Marktsegment, welches auch für die Asset Management Branche von besonderer Relevanz ist.

Bei der Pilotregelung handelt es sich um ein „Sandkasten“-Konzept (oder kontrolliertes Umfeld), das Ausnahmen von bestehenden Vorschriften für MTFs und CSDs vorsieht, sodass Regulierungsbehörden Erfahrungen mit dem Einsatz der Distributed Ledger Technologie in einschlägigen Marktinfrastrukturen sammeln können. Die Kommission unterscheidet in ihrem Legislativ-Vorschlag zwischen

¹⁹ Richtlinienentwurf vom 24.9.2020 abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0594&from=EN>

solchen Krypto-Assets, die bereits durch EU-Rechtsvorschriften geregelt sind, und denen, die bislang noch von diesen Regelungen ausgenommen sind. Die Pilotregelung bezieht sich auf Marktinfrastrukturen für die Marktsegmente, die mit Krypto-Assets handeln und mit Hilfe der Krypto-Assets Transaktionen durchführen wollen. Zugleich soll sichergestellt werden, dass sie mit Risiken in Bezug auf Anlegerschutz, Marktintegrität und Finanzstabilität richtig umgehen. Die Unternehmen sollen die Möglichkeit erhalten, die geltenden Vorschriften in der Praxis zu erproben und mehr darüber zu erfahren, wie sie funktionieren. Diese Legislativ-Vorschläge regulieren Krypto-Assets zwar nicht unmittelbar, aber sie haben unmittelbare Wirkung auf Finanzdienstleister.

Zunächst geht es darum, geeignete Betreiber für die Digital Ledger Technologie-Anwendungen ausfindig zu machen, über die der Zugang zu DLT-Anwendungen ermöglicht wird. Sowohl bewährte Dienstleister als auch neue Akteure haben die Möglichkeit, eine Zulassung zu erhalten. Darüber hinaus ist eine Schwelle von € 2,5 Mrd. Gesamtwert von DLT-Wertpapieren geplant, ab der der Ausstieg aus den DLT-Anwendungen vollzogen werden soll. Im Sinne möglichst innovativer Beobachtungen und Erfahrungen sollen im Rahmen des Pilotregimes möglichst viele verschiedene Technologien neben der Blockchain ausprobiert werden. Deswegen wird teilweise gefordert, nicht nur geschlossene, sondern auch öffentliche, erlaubnisfreie DLTs zuzulassen.

d) Verknüpfung der neuen Technologieverordnungen mit bestehenden Finanzmarktgesetzen

Die vorgenannten Eckpfeiler des Digital Finance Package stehen natürlich nicht isoliert nebeneinander, sondern sind miteinander verzahnt. Nicht minder wichtig ist die Verknüpfung mit bestehenden Finanzmarktgesetzen für die unterschiedlichen Akteure auf den Finanzmärkten, wie Asset Managern und Fondsgesellschaften, Versicherern, Pensionskassen, sonstigen Finanzdienstleistern, etc. Diese Funktion übernimmt der Entwurf einer Richtlinie zur Klärung oder Änderung bestimmter damit zusammenhängender EU-Vorschriften für Finanzdienstleistungen²⁰, unter anderem MiFID II, UCITS, AIFMD, Solvency II, EbAV, etc. Bezweckt ist

²⁰ Richtlinienentwurf abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0596&from=EN>

mit diesen Änderungen bspw. die Einfügung spezifischer Querverweise auf die DORA-Verordnung, sodass die Verwaltung der IKT-Systeme durch die jeweiligen Finanzunternehmen im Einklang mit den Vorgaben dieser Verordnung erfolgt. Im Einzelnen geht es z.B. darum, im Rahmen der MIFID-RL Querverweise auf die DORA-VO einzufügen mit Blick auf die Kontinuität und Regelmäßigkeit der Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten, die Belastbarkeit und ausreichende Kapazität der Handelssysteme, wirksame Notfallvorkehrungen und das Risikomanagement.

Für AIFMs und OGAWs geht es insbesondere darum, dass diese über eine ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung, Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen zur Verwaltung der Systeme der Informations- und Kommunikationstechnologie im Sinne der DORA-VO sowie angemessene interne Kontrollverfahren verfügen. Dazu gehören insbesondere Regeln für persönliche Geschäfte ihrer Mitarbeiter und für das Halten oder Verwalten von Anlagen zum Zwecke der Anlage auf dem eigenen Konto. Hierdurch soll gewährleistet werden, dass relevante Geschäfte nach Herkunft, Vertragsparteien, Art, Abschlusszeitpunkt und -ort rekonstruiert werden können und dass die Vermögenswerte gesetzeskonform bzw. in Einklang mit den Anlagebestimmungen angelegt werden. Ein anderer Aspekt beinhaltet die Integration der Vorgaben der DORA-VO in Bezug auf zu erstellende Pläne für die IKT-Betriebskontinuität und für die Wiederherstellung des Normalbetriebs nach Zusammenbrüchen in die Anforderungen an Notfall- und Betriebskontinuitätspläne gem. Eigenkapital-Richtlinien.

Im Ergebnis zeichnet sich somit ab, dass sich quer durch den Finanzsektor alle Akteure mit den neuen Anforderungen der DORA-Verordnung auseinandersetzen müssen und ihre bestehende Organisations- und IT-Infrastruktur vollständig überprüfen und anpassen müssen, eben um nun den neuen technologischen Anforderungen und Risiken gerecht zu werden.

VI. Zusammenfassung und Ausblick

Die Digitalisierungswelle ist auch im Asset Management Sektor in vollem Gange und erfasst immer mehr Teile der Wertschöpfungskette und bringt vor allem

immer mehr technologische Anwendungsfälle hervor. Gerade die Blockchain-Technologie ist ein Paradebeispiel dafür und wird mittlerweile auf immer zahlreichere Fälle im Finanzsektor angewendet, insbesondere auf digitale Vermögenswerte. Unter dem Begriff „Tokenisierung“ können alle Arten von Assets auf Blockchain-basierten Systemen abgebildet werden. In Europa gibt es derzeit enorme Anstrengungen, Wertpapiere zu tokenisieren und auch Asset-Klassen wie Immobilien, Infrastruktur, aber auch Nischensegmente wie Kunst etc. digital abzubilden. Zudem wird die Regulierung solcher Blockchain-basierter digitaler Assets immer klarer.

Nachdem Länder wie Liechtenstein oder die Schweiz mit ihren „Blockchain-Gesetzen“ Pionierarbeit geleistet haben, haben nicht nur eine Reihe von europäischen Staaten, darunter natürlich auch Deutschland, mit eigenen Gesetzgebungsinitiativen aufgeschlossen; zudem hat mittlerweile auch die EU-Kommission selbst das Zepter übernommen und gibt mit der Digital Finance Strategie den Takt vor. Neben der Sustainable Finance Initiative ist dies das zweite Megathema, welches derzeit die gesamte Finanzbranche strategisch und operativ herausfordert.

All diese Initiativen zeigen, dass die regulatorische Unsicherheit in Bezug auf den Einsatz der Blockchain in der Finanzbranche abnimmt und auch digitale Assets Einzug ins Portfolio der Investoren halten. Die zentrale Botschaft lautet an dieser Stelle, dass Blockchain bzw. DLT nicht nur auf das Anlagethema digitale bzw. Krypto-Assets reduziert werden sollte, sondern dass vor allem die technologischen Auswirkungen auf die Wertschöpfungskette der Asset Manager in den Fokus genommen werden sollten.

Alle Bereiche, angefangen von Front Office (z.B. Transaktionsausführung), Middle Office (z.B. Settlement) und Back Office (z.B. Accounting, Bewertung, Collateral Management), über Vertrieb und Legal & Compliance bis hin zu Risikomanagement (z.B. Liquiditätsmanagement) und Reporting (für Aufsichts-, Investoren-, Steuerzwecke, etc.) werden als Teil der Wertschöpfungskette vom technologischen Wandel beeinflusst sein. In den nächsten 5 bis 10 Jahren wird es einen disruptiven Wandel in der gesamten Finanzbranche geben, in dem Technologieunternehmen zu den maßgeblichen Treibern und Profiteuren gehören werden. Die Asset Management Branche muss diese Dynamik zum eigenen Vorteil und

dem ihrer Anleger nutzen und muss aufpassen, dass zentrale Elemente der Wertschöpfung auch wirklich bei ihnen verbleiben. Der Siegeszug der ETFs hat schon einmal gezeigt, wie schnell Umbrüche eine Branche verändern können. Jetzt heißt es für Asset Manager, sich auf Kernkompetenzen zu konzentrieren und den technologischen Strukturwandel zu gestalten, um nicht überrollt zu werden.

dornseifer@bvai.de

Über den Autor:

FRANK DORNSEIFER ist seit 2007 Geschäftsführer beim Bundesverband Alternative Investments e.V., Bonn, und seit über 20 Jahren in unterschiedlichen Funktionen im Investment-, Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht aktiv. Nach seinem Studium in Bonn, Dublin und Lausanne arbeitete er als Rechtsanwalt in einer internationalen Anwaltssozietät in den Gebieten Gesellschafts- und Wertpapierrecht, danach bei der BaFin. Er ist Autor zahlreicher Fachpublikationen zum Investment- und Gesellschaftsrecht und Herausgeber von Kommentaren zum KAGB/InvG und zur AIFM-Richtlinie. Der Finanzausschuss des Bundestages und das Europaparlament haben ihn mehrfach als Sachverständigen in Gesetzgebungsverfahren zum Kapitalmarktrecht benannt.