

Krypto-Assets – eine Klasse für sich?

Interesse institutioneller Investoren an Kryptowerten wächst



Dr. Timo Patrick Bernau
Rechtsanwalt/Partner
bei GSK Stockmann

Mit dem Fondsstandortgesetz wurde im letzten Jahr die Möglichkeit geschaffen, dass Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen bis zu 20% ihrer Anlagen in Kryptowerte investieren dürfen. Dieser Fondstypus ist das bewährte Standardvehikel für institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke, aber auch andere institutionelle Investoren. Zuvor waren Direktinvestments in Kryptowerte nur für weniger streng regulierte Fondstypen oder über Verpackungen wie Zertifikate oder Exchange Traded Products möglich. Die Gesetzesänderung war damit ein klarer Türöffner für institutionelle Investoren in die Welt der digitalen Werte. Inzwischen haben die ersten Kapitalverwaltungsgesellschaften verkündet, in naher Zukunft einen Kryptofonds als Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen aufzulegen, um die Assetklasse auch für Pensionskassen und andere institutionelle Investoren investierbar zu machen.

Trotz der beachtlichen Wertsteigerungen, die Kryptowährungen seit ihrem ersten Auftreten im Jahr 2009 verzeichnen konnten, spielten sie in der Anlagestrategie institutioneller Investoren in den letzten Jahren de facto keine Rolle. Im Gegenteil, Kryptowährungen und sämtliche

auf der Distributed Ledger Technologie (DLT) aufsetzende Token wurden seitens der etablierten Finanzmarktteilnehmer lauthals verurteilt. Das ist teilweise noch heute so. Nicht selten wird das Bild des Schneeballsystems bemüht.

Langsam aber scheint sich der Wind zu drehen. Unterschiedliche Studien aus diesem und letztem Jahr belegen ein merklich wachsendes Interesse und Engagement institutioneller Anleger an Kryptowerten. So kommt eine Studie des UK-Fondsinitiators Nickel Digital Asset Management zu dem Ergebnis, dass die Mehrheit der professionellen Investoren künftig Kryptowerte ins Portfolio nehmen möchte. Nahezu ein Drittel der Befragten ist der Ansicht, dass bis 2024 ein Viertel bis die Hälfte der Spezialfonds Kryptowerte ins Portfolio nehmen wird. Laut Studie gehen 78% der Investoren davon aus, dass sie auf lange Sicht mehr als 5% ihres Vermögens in entsprechende Werte investieren. Immerhin 19% rechnen mit einer Quote zwischen 2% und 5%.

Es bleibt wohl aber abzuwarten, welche Auswirkungen die jüngsten Turbulenzen an den Kryptomärkten auf das Anlageverhalten haben werden. Zumindest nach einer Studie von Crypto Hedge Funds News aus dem September gehen zwei von drei

institutionellen Investoren davon aus, dass der derzeitige sogenannte Kryptowinter vor dem Ende steht oder jedenfalls nicht länger als weitere sechs Monate anhalten wird. Das ist vermutlich etwas optimistisch. Denn neben den erheblichen Kursverlusten sehen sich jedenfalls viele Skeptiker verständlicherweise durch den faktischen Totalausfall einiger vermeintlich sicherer wertstabiler Kryptowährungen (sogenannte Stablecoins) wie beispielsweise Terra (Luna) oder der Krypto-Lending-Plattform Celsius und der Liquidation eines des bedeutendsten Krypto-Hedgefonds Three Arrows Capital Mitte diesen Jahres in ihrer grundsätzlichen Kritik bestätigt. Ohne Zweifel wurde dem Markt hierdurch erhebliches Vertrauen entzogen und wurden wesentliche Wertvorstellungen erschüttert.

So einfach ist das aber nicht. Zunächst darf nicht vergessen werden, dass die außerordentlichen Marktgegebenheiten nicht nur das Segment der Kryptowerte erfasst, sondern insgesamt durch die Bank weg alle Asset-Klassen schwer getroffen haben. Beachtenswerter ist aber, dass in der öffentlichen Diskussion viele Entwicklungen aufgrund der ihnen zugrunde liegenden gleichen Basistechnologie über einen Kamm geschert werden. Blockchain wird gemeinhin mit Bitcoin gleichge-

Kryptowerte ermöglichen einen fälschungssicheren, direkten, nachvollziehbaren und sofortigen Transfer von Werten, Rechten oder Identitäten.

setzt, Non Fungible Token (NFT), also nicht austauschbare Token, werden auf drollige Affenbilder und dergleichen reduziert, was in sich im Grunde schon zu kurz greift.

Zurecht wird in diesem Zusammenhang Kritikern gerne der Vergleich entgegengesetzt, dass jemand, der nicht gerne das Handyspiel Candy-Crush spielt, deswegen ja nicht gleich vom Kauf eines Smartphones absieht. Das lässt sich aber auch in die Werkzeuge des Finanzmarktes übersetzen. Ein gutes Beispiel ist das herkömmliche Wertpapier. Das Wertpapier verfolgt eine bestimmte Funktion, namentlich als Urkunde ein Vermögensrecht in der Weise zu verbriefen, dass das Recht aus der Urkunde gegenüber dem Schuldner nur geltend gemacht werden kann, wenn er dem Rechtsinhaber der Urkunde diese vorlegt. Das verbrieftes Vermögensrecht kann aber eine Forderung (Anleihe oder Schuldverschreibung), ein Mitgliedschaftsrecht (z.B. Aktie) oder ein Miteigentumsanteil (Fondsanteil) sein. Der Träger, also das Wertpapier, ist unabhängig von dem verbrieften Recht zu bewerten, sondern an seiner Funktion zu messen. Es dient nur der Sichtbarmachung und des Nachweises sowie gegebenenfalls der Verkehrsfähigkeit des zugrundeliegenden Rechts. In der Subprime-Krise von 2007 haben undurchsichtige Kreditverbriefungen von Hypothekendarlehen schlechter Bonität zum Ausbruch der Finanzkrise geführt. Als Reaktion sind seinerzeit Verbriefungen insgesamt in Misskredit geraten. Eine stärkere Regulierung von tranchierten Verbriefungstransaktionen war die Folge. Die Sinnhaftigkeit beispielsweise von Aktien wurde deswegen aber zurecht nicht in Frage gestellt.

Dem Grunde nach ist das auch bei Kryptowerten und der diesen zugrundeliegenden Distributed Ledger Technologie der Fall. Kryptowerte ermöglichen einen fälschungssicheren, direkten, nachvollziehbaren und sofortigen Transfer von Werten, Rechten oder Identitäten, und dass ohne Einschaltung von Intermediären. Aufgrund der automatisierten direkten Abwicklung

über entsprechende Computerprotokolle, die vertragliche Regelungen abbilden oder vertragliche Parameter überprüfen und gegebenenfalls anpassen (sogenannte Smart Contracts), gehen die denkbaren Anwendungsfelder weit über diejenigen der klassischen Wertpapiere und des Geldmarktes hinaus.

In der Folge haben sich inzwischen ganze Ökosysteme im Kryptobereich gebildet, die nicht nur das gesamte Spektrum der Bank-, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen über (semi) dezentrale Finanzanwendungen (decentralised finance, kurz DeFi) abdecken, sondern auch neue Community-Netzwerke begründen. Und diese Entwicklung ist ein nicht zu unterschätzender Faktor bei der Wertbildung von Kryptowerten. Denn neben der allumfassend fortschreitenden Digitalisierung versprechen besonders zwei Megatrends ein enormes Potential. Einerseits das Web3, das nicht nur den Transfer von Informationen, sondern auch von Werten ermöglicht, und das sogenannte Metaverse, welches die Verbindung von der realen mit der virtuellen Welt verspricht. Für beide Trends bilden Kryptowerte einen unverzichtbaren Baustein. Die Entstehung des gesamten Ökosystems ist aber noch ganz am Anfang. In dieser Hinsicht ist eine Investition in Kryptowerte also auch eine Wette in die künftige technologische Entwicklung. Kryptofonds investieren in der Regel daher auch nicht nur in die bekannten Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ether, sondern über notierte Wertpapiere oder Token insbesondere auch in Unternehmungen oder Anwendungen der Krypto-Ökonomie als solcher. Streng genommen ließen sich damit Kryptowerte möglicherweise nicht nur als Assetklasse, sondern als Segment begreifen.

Um mehr Engagement seitens der klassischen institutionellen Investoren wie Versorgungswerke, Versicherungen oder Pensionskassen zu gewinnen, wird es aber mehr brauchen als ein Wiederaufleben des Marktsegmentes. Solche regulierten institutionellen Investoren erwarten von ihren Kapitalanlagen

vor allem ein hohes Maß an Sicherheit, Kontinuität und Transparenz. Das nicht nur aus Eigenantrieb, sondern weil sie dahingehend dezierten regulatorischen Vorgaben unterliegen, die auch im Risiko- und Asset-Liability-Management abzubilden sind. Die mit einer Investition in Kryptowerte verbundenen wesentlichen Risiken müssen hier jederzeit erfasst, gemessen, gesteuert und überwacht werden können. Dazu gehören auch risikobasierte Stresstests. In einem weitestgehend unregulierten und von ständigem Wandel geprägten jungen Marktfeld ohne ein bestimmtes Maß an Rechtssicherheit ist das naturgemäß nicht einfach.

In dieser Hinsicht muss der Markt sozusagen etwas langweiliger werden. Oder anders ausgedrückt, es bedarf rechtlicher Mindeststandards und etablierter Geschäftsmodelle. In Deutschland wurde dies frühzeitig erkannt und eine entsprechende Regulatorik auf den Weg gebracht, beispielsweise mit der Regulierung der Kryptoverwahrung oder der Einführung von Kryptowertpapieren und der damit verbundenen Finanzdienstleistung der Kryptowertpapierregisterführung durch das eWpG. Weitere Initiativen wie das Zukunftsfinanzierungsgesetz sind bereits auf dem Weg.

Und Europa legt nach. Anfang Oktober wurde nun endlich die finale Entwurfsfassung der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (engl. MiCAR) veröffentlicht. Mit einer einheitlichen europäischen Regulierung in Bezug auf Kryptowerte ist also 2023 oder spätestens 2024 zu rechnen. Andere Teilbereiche wie die Behandlung von rein dezentralen Finanzdienstleistungen oder Non-Fungible-Token sollen in einer der nachfolgenden Regulierungen erfasst werden.

Natürlich sind damit nicht alle Fragen und Anwendungsprobleme, gerade auch in zivilrechtlicher oder technischer Hinsicht gelöst, dennoch darf oder sollte der Blick in Richtung der Assetklasse der Kryptowerte positiv gerichtet bleiben, denn die Zukunft ist digital.

Die mit einer Investition in Kryptowerte verbundenen wesentlichen Risiken müssen jederzeit erfasst, gemessen, gesteuert und überwacht werden können.