

Investoren brauchen noch Rechtssicherheit

Die Erwartungen an die Digitalisierung von Wertpapieren sind hoch. Doch es gibt noch viel zu tun, vor allem für den Gesetzgeber.

Von *Martin Hock, Frankfurt*

Auch wenn das Geschäft mit digitalen Vermögenswert-Nachweisen, sogenannten Security Tokens, aktuell noch in den Kinderschuhen steckt, wird dieser Innovation eine große Zukunft prophezeit. Doch für einen Durchbruch muss noch eine ganze Reihe von Hindernissen überwunden werden. Jens Siebert, Vorstand von Kapilendo, einer Plattform für Mittelstandsfinanzierung, die selbst schon eine Anleihe in Token-Form auf den Markt gebracht hat, zeigt sich fast schon überraschend zurückhaltend, obwohl er die Kostenvorteile der Token durchaus zu schätzen weiß. Das verbrieft Geschäft werde es noch lange geben, meint Siebert, denn die Branche müsse sich zunächst noch weiterentwickeln. Ein Problem der bisherigen Emissionen sei häufig die Fokussierung auf die Technik selbst gewesen. Das sei aber nicht zielführend, denn darum gehe es weder Anlegern noch Emittenten. „Rückfragen zur Blockchain und eingesetzten Technologien erhalten wir von den Emittenten tatsächlich weniger. Viel wichtiger sind Regulatorik, Konditionen und Volumina. Und für die Anleger zählt am Ende ein risikogerechter Zins.“

Auch ist aus seiner Sicht die Verlockung trügerisch, sich die gesamte Wertschöpfungskette von Emission über Verwahrung bis hin zum Handel aneignen zu können und somit Banken, Treuhänder und andere außen vor zu lassen. Eine eigene Wallet habe Kapilendo seinerzeit nur geschaffen, weil es an adäquaten Partnern gemangelt habe. „Wenn wir alles selbst machen, erreichen wir eine Fertigungstiefe, die wir weder brauchen noch wollen. Was wir aber brauchen, ist ein nahtlos integrierter Investitionsprozess. Der Wechsel zu einem anderen Anbieter

und das damit verbundene ‚Blockchain-Feeling‘ schreckt unserer Erfahrung nach Anleger eher ab.“

Andere sehen weitere Probleme. Und auch die Möglichkeit, die Ansprüche auf Vermögenswerte selbst zu verwahren, habe ihre Grenzen, meint Götz Dickert, Geschäftsführer des Wertpapierverwahrers Captrace. „Gerade institutionelle Investoren wollen nicht allein auf die Technik vertrauen, sondern auch auf einen Dienstleister. Ohne diese ist das Wachstumspotential von Security Tokens beschränkt.“ Für Michael Duttlinger, Geschäftsführer von Cashlink, das digitale Emissionen abwickelt, steht und fällt der Erfolg der Token mit dem Handelsplatz. Doch der Zweitmarkt stehe noch ganz am Anfang. Viele Emissionen gingen an nahestehende Investoren, weniger an ein breites Publikum. Zwar arbeiteten alle Börsen an Handelsplätzen. „Aber von heute auf morgen verändert sich nicht das ganze System“, sagt Duttlinger. Den Anfang würden wohl eher illiquide Vermögenswerte machen, etwa GmbH-Anteile, bei denen die Kostenvorteile einfach auf der Hand lägen.

Bevor aber der Handel ins Rollen kommen kann, muss zuallererst ein Regulierungsrahmen den Investoren Rechtssi-

cherheit geben. „Weder die Regulatorik noch die Marktinfrastruktur ist auch nur ansatzweise vorbereitet“, sagt Christian Machts, der bei der Fondsgesellschaft Fidelity den Drittvertrieb in Deutschland, Österreich und Osteuropa leitet. Die Sicherheitsbedenken seien noch hoch, und in der Industrie gebe es noch wenig Verständnis für die Details und Funktionsweisen der Infrastruktur.

Liechtenstein, das als Land wenig, als Finanzplatz schon eher Bedeutung hat, hat jüngst mit einem „Token- und VT-Dienstleister-Gesetz“ ein entsprechendes Regelwerk erlassen. Das werde der Token-Wirtschaft eine offizielle Rolle in der Finanzwirtschaft des Landes zuteilwerden lassen, meint Max Heinzle, einer der Gründer des dortigen Fintechs 21.finance. Seit Anfang Juli vertreibt man eine tokenisierte Anleihe der Palmtrip GmbH aus Rabenau bei Gießen, die damit Ferienhäuser auf Mallorca kaufen will. Mit 500 000 Euro ist dieses Volumen aber eher bescheiden. Nach liechtensteinischem Recht hat allerdings auch die Hamburger Reederei Vogemann ihre Genussrechtsemission auf Token-Basis mit einem Volumen von 50 Millionen Dollar aufgelegt. Den Bemühungen des deutschen Gesetzgebers wird vielerorts aber

ein gutes Zeugnis ausgestellt – auch wenn im Juni Zoe Adamovitz, Gründerin der Plattform Neufund, ihrer Enttäuschung Luft machte. Deutschland verschließe sich den Möglichkeiten neuer Technologie und damit jeder Innovation, sagte sie. Die Bafin verweigere den Dialog und gehe so restriktiv vor, dass bald nichts mehr erlaubt sei und niemand etwas anpacken werde. Neufund hatte sein Projekt aufgeben müssen, Unternehmensanteile über Token handeln zu wollen, und dafür die Finanzaufsicht verantwortlich gemacht.

Doch Kapilendo-Vorstand Siebert ist da ganz anderer Meinung. Neufund habe außerhalb des gesetzlichen Rahmens agiert. „Die Bafin ist in der Thematik sehr progressiv“, sagt er. Sie habe seinerzeit im Dezember 2018 mit der Erlaubnis einer digitalen Anleihenemission durch das Unternehmen Bitbond ein positives Zeichen gesetzt, und nicht etwa der Gesetzgeber. Doch auch auf diesen setzt er große Hoffnungen. „Wir wünschen uns wohl eine etwas raschere Umsetzung. Generell sind wir aber auf einem guten Weg, und mit der Übernahme der EU-Ratspräsidentschaft wird das Thema auch da eine Rolle spielen.“ Derzeit begännen sich die Überlegungen auf der europäi-

schen Ebene zur Schaffung einer europäischen Regelung zu verfestigen, sagen Philipp Sandner, der das Frankfurt School Blockchain Center leitet, und Rechtsanwalt Johannes Blassl. Interessant sei, dass eine Rechtsverordnung geplant sei, die in allen Mitgliedstaaten direkt zur Anwendung kommen würde und keine Umsetzungsspielräume ließe. Es sei erfreulich, dass nun auch der europäische Normengeber die Notwendigkeit eines rechtssicheren Rahmens für digitale Vermögenswerte erkenne und entsprechend handeln möchte. Indes gibt es wohl noch immer juristischen Klärungsbedarf.

Siebert von Kapilendo sieht im deutschen Kryptoverwahrungsgesetz, das Anfang des Jahres in Kraft trat, einen großen Schritt nach vorn. Auch Duttlinger findet das Gesetz „super“. Aber es sei doch noch einiges zu tun. „Die Kernfrage ist, wie sich der ‚Shift of Trust‘ vom Treuhänderwesen zur Blockchaininfrastruktur vollzieht“, sagt er. Ob etwa am Ende der Treuhänder ganz ausgeschaltet werde, liege letztlich an der Gestaltung der Infrastruktur. Solle diese öffentlich sein wie etwa Ethereum oder doch eher privat? Dickert jedenfalls ist optimistisch. „Natürlich kann das Thema totreguliert werden. Aber ich gehe nicht davon aus. Alle haben das Thema auf der Agenda und wollen es vorantreiben.“ Captrace fährt indes zweigleisig – schon aus Prinzip. „Wir können beides: klassische und digitale Wertpapierverwahrung, und zwar nahtlos“, sagt Dickert. Wenn ein Emittent etwa eine digitale Kapitalerhöhung für eine herkömmliche Aktie durchführen wolle, könne man das in einem System ohne Schnittstellen abbilden.

Ein weiteres Problem der Security Tokens ist die oft mangelnde Stabilität der zugrundeliegenden Kryptowährungen. Deswegen seien sogenannte Stablecoins, deren Wert an verschiedene andere Währungen gebunden ist, für die weitere Entwicklung dezentraler Finanzsysteme so wichtig, meint auch das Liechtensteiner Blockchain-Netzwerk Area2Invest. Die bekannteste Stablecoin ist Libra, auch wenn es diese noch gar nicht gibt. Andere Stablecoins wie Dai sind im Einsatz und funktionieren bisher erstaunlich gut, auch wenn sie wohl noch keinen echten Härtestest bestehen mussten.

Dass es aber beim Kryptozahlungsverkehr noch hakt, musste das amerikanische Unternehmen RealT erfahren, das über Token Eigentumsanteile an Miethäusern verkauft. Ursprünglich rechnete man die Mieten täglich ab, doch mussten zunächst die Fristen verlängert werden, weil die Preise für Transaktionen in der Kryptowährung Ethereum stark anstiegen. Ein mehrstufiges Auszahlungsmodell soll jetzt die Ursprungsidee retten. Und nicht zuletzt müssen sich noch Wahrnehmung und Image der „Krypto-Unternehmen“ verbessern.