

**BVI<sup>1</sup>-Stellungnahme zur Online-Konsultation des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie zur Blockchain-Strategie.**

Wir begrüßen die Bemühungen der Bundesregierung, eine Blockchain-Strategie zu erarbeiten und freuen uns über die Möglichkeit, unsere Erfahrungen und Anmerkungen zum Einsatz von Blockchain-Technologie mit Ihnen zu teilen.

Dazu haben wir im Einzelnen wie folgt Stellung genommen:

**4. Anwendungsfeld a) Finanzsektor (1/2) - Fragestellungen bzgl. des Themengebietes Kryptowährungen, Token und ICOs****• Gibt es – außerhalb der Spekulation – nachhaltige Anwendungsmöglichkeiten für Kryptowährungen?**

Ja, insbesondere für sog. security token offerings (STO) wird ein großer Markt prognostiziert. Erste STO auch unter deutschem Recht sind erfolgt. Die flächendeckende Ausgabe von STO auch als Substitution klassischer Wertpapieremissionen scheitert an der mangelnden Rechtssicherheit. Insofern besteht auch die Notwendigkeit einer einheitlichen europäischen Auslegung zur Qualifikation von Finanzinstrumenten als z.B. Security Token oder Utility Token. Andernfalls besteht die potentielle Gefahr eines Wettbewerbsnachteils deutscher Emittenten gegenüber ausländischen Anbietern, die von einer Regulierungsarbitrage profitieren.

**• Ist die Token-Emission eine zukunftsfähige Form der Unternehmens- und Projektfinanzierung bzw. unter welchen Rahmenbedingungen könnte sie sich dazu entwickeln?**

Ja, aber nur dann, wenn die rechtlichen Voraussetzungen für STO in Deutschland und der EU zivil- und aufsichtsrechtlich klargestellt werden. Wir verweisen auf das Diskussionspapier des Bankenverbandes (BdB) zu Wertpapieren mittels Distributed-Ledger-Technologie.

**• Welcher Mehrwert und welche Hindernisse bestehen bei der Tokenisierung klassischer Wertpapiere?**

Der Mehrwert ist Marktfrage, die nur im Einzelfall beantwortet werden kann. Der UK-Fondsvertriebsdienstleister Calastone bezifferten allein den Mehrwert von DLT basierendem Investmentfondsanteilvertrieb auf 1,9 Mrd. GBP p.a. weltweit (vgl. <http://www.calastone.com/news/calastone-forecasts-over-1-9bn-savings-for-the-mutual-funds-market-in-move-to-blockchain/>).

<sup>1</sup> Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 108 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 22 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU und der am zweitschnellsten wachsende Markt. (EU Transparency Register: 77748) [www.bvi.de](http://www.bvi.de)

Hindernisse bestehen in der fehlenden rechtlichen Anerkennung von STO als Wertrechte und mangelnder Klarstellung im Zivil- und Aufsichtsrecht, was im Hinblick auf Kredit- und Liquiditätsrisiken auch insolvenzrechtliche Aspekte und Regeln für einen rechtssicheren Sekundärmarkt einschließt.

Für Fonds fehlt die Möglichkeit der Emission von Anteilscheinen und Investmentaktien, § 95 KAGB, §§ 109, 141 KAGB. Deutschland gerät damit für das Anteilscheingeschäft für Fonds gegenüber dem EU-Ausland ins Hintertreffen. Nahezu marktreife DLT-Applikationen für das Anteilscheingeschäft werden bereits in LU (FundsDLT), LU/FR (IZNES) und UK (Calastone) angeboten. Auch der europäische Fondsverband begrüßt DLT-basierte Anteilscheingeschäfte (vgl. auch EFAMA Report: Standardization of Funds Processing in Europe (Oct. 2018), Kapitel 9, [https://www.efama.org/Publications/Public/18-4032\\_efama%20fmsg%20report%202018\\_Final.pdf](https://www.efama.org/Publications/Public/18-4032_efama%20fmsg%20report%202018_Final.pdf)).

- **Teilen Sie die Einschätzung, dass sich ICOs mit Utility-Token und Kryptowährungen primär zur Finanzierung dezentralisierter Blockchainprojekte eignen? Welche weiteren sinnvollen Finanzierungsbereiche sehen Sie?**

Aus Sicht institutioneller Anleger, wie KVGs, sind nur mit Zivil- und Aufsichtsrecht vollständig vereinbare STOs über permissioned DLT von Interesse. Andere ICO-Fundings sind ggfs. für kleinteilige Retail- und Crowdfunding-Anlegergruppen interessant. DLT basierte Anlagen für institutionelle Anleger sollten hohe Anforderungen an die rechtliche und operative Sicherheit erfüllen, wie sie im BDB Diskussionspapier, den (US-Zentralverwahrer) DTCC Guiding principles for the Post-trade Processing of tokenized securities

(<http://uat.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/Crypto-Asset-Whitepaper-2019.pdf>) und den International Securities Services Association (ISSA) Principles for Industry-wide Acceptance von DLT ([https://www.issanet.org/e/pdf/2018-06\\_ISSA\\_DLT\\_report\\_version\\_1.0.pdf](https://www.issanet.org/e/pdf/2018-06_ISSA_DLT_report_version_1.0.pdf)) dargestellt sind (siehe auch „SWIFT and Accenture outline path to Distributed Ledger Technology adoption within financial services“ <https://www.swift.com/insights/press-releases/swift-and-accenture-outline-path-to-distributed-ledger-technology-adoption-within-financial-services>).

Mittelfristig könnte durch eine Tokenisierung auch die Investierbarkeit von eher illiquiden Vermögensgegenständen erleichtert werden, wobei sich das Anlegerschutzniveau an den bestehenden Regelungen für längerfristige illiquide Investitionen in EuVECA und ELTIF orientieren könnte.

- **Welche Tokenarten werden den Markt der ICOs in den nächsten 5 Jahren dominieren?**

Wir sehen Marktbedarf für über permissioned DLT STOs mit ausreichender rechtlicher und operativer Sicherheit. DLT basierte Anlagen für institutionelle Anleger sollten hohe Anforderungen an die rechtliche und operative Sicherheit erfüllen, wie sie im BDB Diskussionspapier, den (US-Zentralverwahrer) DTCC Guiding principles for the Post-trade Processing of tokenized securities (<http://uat.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/Crypto-Asset-Whitepaper-2019.pdf>) und den International Securities Services Association (ISSA) Principles for Industry-wide Acceptance von DLT ([https://www.issanet.org/e/pdf/2018-06\\_ISSA\\_DLT\\_report\\_version\\_1.0.pdf](https://www.issanet.org/e/pdf/2018-06_ISSA_DLT_report_version_1.0.pdf)) dargestellt sind (siehe auch „SWIFT and Accenture outline path to Distributed Ledger Technology adoption within financial services“ <https://www.swift.com/insights/press-releases/swift-and-accenture-outline-path-to-distributed-ledger-technology-adoption-within-financial-services>).

- **Welche Missbrauchsrisiken bestehen? Welche Risiken bestehen für Kleinanleger?**

Sollten STOs wie oben beschrieben rechtssicher ausgestaltet werden, sehen wir keine über die klassische Wertpapieranlage hinausgehenden zivil- oder aufsichtsrechtlichen Risiken für Anleger aller Art, wobei Aspekte des Verbraucherschutzes und der Anlegerinformation in gleichem Maße wie bei der klassischen Anlage zu berücksichtigen sind. Den sich aus der rein digitalen Natur der Produkte ergebenden Risiken sollte mit der Setzung von Standards, Verifizierungs- und Zertifizierungssystemen begegnet werden.

- **Sollte die Emission von Utility-Token und Kryptowährungen reguliert werden? Sollte diese Regulierung auf europäischer oder auf nationaler Ebene erfolgen?**

Wir befürworten die Regulierung von STOs als Wertrechte analog zu Wertpapieren. Das Investment in „echten“ Kryptowährungen (wie Bitcoin) muss Fonds gestattet sein. Es besteht die Notwendigkeit einer einheitlichen europäischen Auslegung zur Qualifikation von Finanzinstrumenten als z.B. Security Token oder Utility Token. Andernfalls besteht die potentielle Gefahr eines Wettbewerbsnachteils deutscher Emittenten gegenüber ausländischen Anbietern, die von einer Regulierungsarbitrage profitieren.

- **Welche inhaltlichen Aspekte (zum Beispiel Anlegerschutz, Marktintegrität (insbes. bzgl. Insiderhandel und Kursmanipulation), Handelstransparenz, Erlaubnispflichten für bestimmte Dienstleistungen) sollte eine etwaige Regulierung von Kryptowährungen und Token adressieren?**

Siehe insbesondere Vorschläge des BdB und die BVI Stellungnahme zu den Eckpunkten für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token.

- **Wie werden Potenziale von Kryptowährungen, die an Realwährungen gekoppelt sind, also sogenannte stable coins, bewertet?**

Kryptowährungen, die an Realwährungen gekoppelt sind, sind zu begrüßen. Diese ermöglichen erst die Abwicklung von Wertpapier–STOs in Zentralbankgeld/Geschäftsbankgeld (cash on ledger). Gegenwärtig können z.B. Anteilscheingeschäfte in der DLT nicht DVP (delivery vs. payment) abgewickelt werden. Dafür muss der Lieferkette bis zur Verwahrstelle des Fonds „cash on ledger“ zur Verfügung stehen. Im Hinblick auf die Wertstabilität von Kryptowährungen (stablecoins) sind die Vor- und Nachteile und insbesondere die Systemstabilität bei einer Ausgestaltung als asset-backed stablecoins gegenüber ungedeckten algorithmic stablecoins abzuwägen.

#### **4. Anwendungsfeld a) Finanzsektor (2/2) - Fragestellungen bzgl. der Anwendungen in der Finanzwirtschaft**

- **In welchen Anwendungsbereichen im Finanzsektor sind Blockchain-Anwendungen bereits im produktiven Einsatz bzw. wo werden sie in absehbarer Zeit zum Einsatz kommen?**

Im Fondsbereich sind Anteilscheingeschäftslösungen auf DLT-Basis zu nennen (s. FundsDLT, IZNES und Calastone, s.a. EFAMA Report); auf Anlageseite finden in Deutschland Pilotprojekte für Namensschuldverschreibungen (Bitbond), Schulscheine und Commercial Paper wie bspw. die Emission eines ABCP der LBBW über die Weinberg DLT-Plattform statt.

- **Zu welchen Erkenntnissen hat die Erprobung geführt mit Blick auf den zukünftigen Einsatz der Blockchain als Alternative zu bestehenden Systemen?**

Der Berater Gartner stellt allgemein fest, dass die DLT-Bewegung den Gipfel der Begeisterung überschritten hat (peak of inflated expectations) und die Wirtschaft sich in der „phase of disillusionment“ befindet. Diese Phase gibt der Wirtschaft die Chance, jetzt die rechtlichen und Standard-Grundlagen für eine sichere globale Nutzung der Technologie zu legen (vgl.

<https://www.finextra.com/blogposting/15236/banks-and-blockchain-hype-cycle-phase-of-disillusionment>. Der Gartner-Bericht ist beziehbar über

<https://www.gartner.com/doc/3869693/blockchain-status--market-adoption>).

Die Erkenntnisse aus der Erprobung von Einzelprojekten sind regelmäßig dem Verband nicht zugängliche Geschäftsgeheimnisse.

- **Wie ist die deutsche Finanzwirtschaft im Vergleich zur Finanzwirtschaft in Europa, USA und Asien im Bereich Blockchain-Technologie positioniert?**

Deutsche Lösungen für das DLT-basierte Anteilscheingeschäft sind derzeit wegen der Notwendigkeit der Globalurkunde (§ 95 KAGB) nicht vorhanden. Nahezu marktreife Lösungen sind in LU, FR und UK zu sehen. Nach eigener Aussage ist der Calastone DLT Fund Marketplace ab Mai 2019 voll operativ mit ca. 1.700 Kunden in 40 Ländern (vgl. <https://www.calastone.com/news/calastone-launches-world-first-blockchain-powered-global-funds-marketplace-in-may-2019/>). IZNES ist seit November 2018 im französischen Markt mit erfolgreichen Test-Transaktionen zwischen Asset Managern und Banken aktiv, s.o.