



# Digital Assets sind mehr als Kryptowährungen

Darüber, wie sich **Digital Assets** entwickeln und welche Möglichkeiten sich künftig für institutionelle Investoren eröffnen, diskutierten **Kurt Zeimers**, Head of Client Line Asset Managers bei BNP Paribas, **Joachim Brückmann**, Head of Product Management & Strategy, CACEIS Bank S.A., Germany Branch, **Marcel Grimm**, Portfolio Analyst bei Decentralized Capital, Digital Asset Consultant bei LPA und DeFi Talents Mentor an der Frankfurt School of Finance & Management, **Simon Seiter**, Head of Digital Assets bei Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, **Bert Staufenbiel**, Senior Manager Digital Transformation bei KfW, und **Dr. Carola Rathke**, Rechtsanwältin bei YPOG. Die Diskussion moderierte **Dr. Guido Birkner**.

SPONSOR



**caceis**  
INVESTOR SERVICES





**DR. CAROLA RATHKE**  
**RECHTSANWÄLTIN, YPOG**

Carola Rathke begrüßt das DLT Pilot Regime als Sandbox mit der Möglichkeit, einen einheitlichen DLT-Standard zu entwickeln und zu erproben. Sie ist davon überzeugt, dass ein solcher Standard notwendig ist, um die Prozesse über die DLT-Technologie marktübergreifend effizienter zu machen. Wenn dieser DLT-Standard mit einer oder zwei Software-Oberflächen kommen werde, ließen sich viele digitale Abläufe noch deutlich effizienter gestalten.

**M**eine Dame, meine Herren, wie und wo beschäftigen Ihre Unternehmen und Sie sich persönlich mit Digital Assets?

**Bert Staufenbiel:** Derzeit bin ich bei der KfW für die digitale Transformation im Treasury zuständig. Einen Impuls für unseren Bereich hin zur Digitalisierung gab der damalige Bereichsleiter im Treasury, als er uns 2016 die Denkaufgabe stellte, wie sich das Treasury generell in den kommenden zehn Jahren entwickeln könnte. Blockchain – also eine dezentrale Datenbank, die aus verschiedenen Datenblöcken zusammengesetzt ist – war damals schon ein Zukunftsthema, das wir in der Projektgruppe untersucht haben. Damals beschäftigte uns etwa die Frage: Wie können wir zum Beispiel European Commercial Papers auf der Blockchain abbilden? Ein Problem dabei war, dass wir 2017 immer noch eine physische Urkunde benötigten. Ein weiteres Problem war, dass wir kein Zahlungsmittel auf dem System, dem Distributed Ledger, hatten, welches unsere Mindestanforderungen erfüllte. Heute schaue ich mir für die KfW zudem an, welche digitalen Technologien und Arbeitsmethoden wir für unsere Geschäftstätigkeit einsetzen können.

**Carola Rathke:** Ich als Anwältin habe mich schon immer mit Regulatory im Banken- und Fintech-Bereich beschäftigt. Wenn ich mir die neue digitale Technologiewelt anschau, stelle ich fest, dass vieles doch nicht so neu ist. Derivate – ob tokenisiert oder nicht – sind klassische Bankprodukte, unabhängig vom eingesetzten Tech Layer. Seit 2017 beschäftige ich mich mit der Blockchain-Technologie, vor allem mit Dienstleistungen sowie Bankprodukten, die auf Distributed-Ledger-Technologien, kurz DLT, laufen. Dabei geht es für mich vor allem um regulatorische Themen wie BaFin-Erlaubnisverfahren und Vertriebsfragen.

**Joachim Brückmann:** Ich komme ursprünglich aus dem Bankensektor, war dann unter anderem für eine Kapitalverwaltungsgesellschaft der MEAG und schließlich für E.ON/Uniper im Asset Management tätig. Bei CACEIS leite ich heute das Produktmanagement in Deutschland. Neben der Entwicklung neuer und der Optimierung bestehender Produkte beschäftigen wir uns intensiv mit neuen Technologien. Das umfasst den Einsatz von Bots und AI genauso wie den Aufbau von Services rund um die DLT.

**Kurt Zeimers:** Ich habe praktisch mein ganzes Berufsleben bei BNP Paribas verbracht, erst in der Fondsadministration in Luxemburg, danach beim Aufbau des Verwahrstellengeschäfts in Frankfurt. Heute bieten wir die gesamte Wertschöpfungskette im Asset-Servicing-Geschäft für institutionelle Investoren und Asset Manager an. Im Bereich Digital Assets fokussieren wir uns auf die Tokenisierung von Wertpapieren und Private Capital Assets wie zum Beispiel erneuerbaren Energien oder Infrastruktur. Wir haben dafür



„Für die Regulatorik ist wichtig zu verstehen, dass wir ein Sandbox-Pilot-Regime brauchen, um neue Dinge auszuprobieren. Aus meiner Sicht wäre es für Digital Assets wünschenswert, mehr Sandbox-Modelle für Testprojekte zu haben.“

**DR. CAROLA RATHKE**

eine eigene Tokenisierungsplattform entwickelt, arbeiten aber im Bereich der Tokenisierung von Fondsanteilen auch mit Fintechs aus verschiedenen Ländern zusammen. Ich persönlich habe mich seit 2019 mit der Blockchain-Technologie beschäftigt, als die damalige Bundesregierung ihre Blockchain-Strategie veröffentlicht hat. Ein Punkt in dieser Strategie sieht das Ziel vor, Wertpapiere auf einer DLT emittieren zu können.

**Marcel Grimm:** Ich bin heute 24 Jahre alt und bin vor fünf Jahren in meinem Studium erstmals auf das Thema Digital Assets aufmerksam geworden. Beruflich habe ich heute drei Standbeine. Zum einen berate ich Banken in Blockchain-Technologie und DLT, zum anderen bin ich als Portfoliomanager für Decentralized Capital, ein Family Office, tätig. Darüber hinaus bilde ich an der Frankfurt School of Finance & Management Personen im Bereich Blockchain im Rahmen des DeFi-Talents-Programmes aus.

**Simon Seiter:** Meine erste Berührung mit Blockchain hatte ich 2011 in Berlin, danach erst wieder ab 2015 in der Commerzbank in der Inhouse-Beratung. 2017 haben wir gemeinsam mit der KfW und der MEAG

erstmals ein Wertpapier auf die Blockchain gebracht. 2018 hatten wir dort den ersten digitalen Euro, 2019 digitale Wertpapiere auf der Blockchain begeben und mit dem digitalen Euro gesettelt. In dem Jahr bin ich dann als Head of Digital Assets zur Deutschen Börse gegangen. Jetzt bei Hauck Aufhäuser Lampe habe ich die Möglichkeit, einen eigenen Bereich für Digital Assets mit aktuell bereits 18 Personen aufzubauen. Wir verfolgen dort drei Schwerpunkte: zunächst das Kryptoverwahrgeschäft, wo wir die zweite Lizenz in Deutschland erhalten haben. Zudem haben wir eine Krypto-KVG gegründet, die exklusiv bis zu 100 Prozent des Anlagevermögens in Kryptowerte investieren kann. Unser dritter Schwerpunkt ist die Kryptowertregisterführung, auch hierfür haben wir die vorläufige Erlaubnis der BaFin erhalten. Damit dürfen wir Kryptowertpapiere auf der Blockchain begeben.

**Wie lassen sich Digital Assets definieren?**

**Simon Seiter:** Für mich ist Digital Assets ein Überbegriff. Darunter fällt alles, was an Assets auf der Blockchain liegt. Grundsätzlich unterscheiden wir dabei zwei Buckets. In den einen Bucket gehören Krypto-Assets



„Generell muss man konstatieren, dass heute das Angebot an Investitionsmöglichkeiten für institutionelle Investoren, am Markt in Kryptowertpapieren zu investieren, noch sehr begrenzt ist.“

**KURT ZEIMERS**

oder auf Deutsch Kryptowerte. Dazu zählen alle regulatorisch neuen Assets – also nicht die Assets, die uns regulatorisch schon bekannt sind –, beispielsweise Bitcoin oder ein Non-Fungible Token, kurz NFT. Ein NFT ist ein Token, der kryptographisch eindeutig, unteilbar und überprüfbar ist. Es repräsentiert einen bestimmten Gegenstand – virtuell oder physisch – in einer Blockchain. In den zweiten Bucket kommen digitale Finanzinstrumente, die bereits reguliert sind. Hier finden sich Euro, Wertpapiere und Fondsanteile. Die Grenzlinie zwischen den beiden Buckets verläuft entlang der Definition eines Finanzinstruments nach MiFID II, also der Finanzmarkttrichtlinie. Alle digitalen Finanzinstrumente, reguliert nach MiFID II, gehören in den zweiten Bucket der digitalen Finanzinstrumente, während andere Assets, die nicht nach MiFID II reguliert sind, in den ersten Bucket der Kryptowerte gehören. Das deckt sich auch mit der MiCAR, der europäischen Verordnung über Kryptowerte.

**Carola Rathke:** Diese Unterteilung in zwei Gruppen gefällt mir sehr gut. Den zweiten Bucket könnte man auch DLT-Finanzins-

trumenten nennen. Dabei handelt es sich um Finanzinstrumente nach MiFID II, die einfach auf der digitalen Infrastruktur emittiert, eingebucht, getradet und gesettlet werden. Wir sind derzeit vor allem vom zweiten Bucket angetan, denn die digitale Infrastruktur eröffnet viele Möglichkeiten auch für institutionelle Investoren. Als Anwältin sehe ich die meisten Anwendungsfälle tatsächlich auf der MiFID-II-Seite. Dort lassen sich zum Beispiel Real Assets über die Tokenisierung als Collaterals handelbar machen. Dagegen sind meiner Meinung nach NFTs aus dem ersten Bucket für institutionelle Anleger kaum interessant.

**Lässt sich absehen, dass sich in der nahen Zukunft neue Krypto-Assets entwickeln werden?**

**Carola Rathke:** Mit der Weiterentwicklung dieser Technologie wird es in Zukunft neue Tokens geben müssen. Irgendwann wird ein neu kreierter Token besser als Ethereum sein und noch mehr oder andere Funktionalitäten ermöglichen. Viele dieser neuen Tokens haben sich im Laufe der Zeit zu alternativen Zahlungsmitteln entwickelt.

**Marcel Grimm:** Richtig, die technologische Entwicklung ist der entscheidende Aspekt bei neuen Tokens, weniger ihre zusätzliche Funktion als Zahlungsmittel. NFTs basieren auf einem anderen Token-Standard als Kryptowährungen. Das zeigt, wir befinden uns noch ganz am Anfang der technologischen Entwicklung auf diesem Gebiet und werden in Zukunft noch viele neue Token-Standards sehen.

**Bert Staufenbiel:** Wir sollten mit der Einordnung als Währung vorsichtig sein, denn im Kern geht es um Digital Assets. Ich unterscheide zwischen Digital Assets, die auf einer DLT liegen, und anderen Digital Assets, die dort nicht abgebildet sind. Zu den letzteren gehört unter anderem Giralgeld, das jeder von uns auf dem eigenen Konto hält. Für mich ist der entscheidende Unterschied, ob ein Digital Asset zentral oder dezentral verwaltet wird. Bitcoin war am Anfang sehr zentralisiert und ist heute deutlich dezentraler. Im Grunde ist Bitcoin genau an einem Sweet Spot, das heißt, es ist zu groß, um einfach übernommen zu werden, aber als Krypto-Asset nicht groß genug, als dass es vollständig reguliert ist. Deshalb stelle ich mir die Frage, ob es sich um eine Währung handelt oder nicht. Eine wichtige Funktion, die Wertbeständigkeit, ist zumindest nicht gegeben. Bei den Digital Assets auf einer DLT ist die Infrastruktur spannend. Diese Infrastruktur muss eingerichtet und betrieben werden, und das kostet Geld, zum Beispiel für Hardware und Strom. Für Bitcoin wird sie im Token Bitcoin gezahlt, für Ethereum in Ether und so weiter. Wichtig ist hierbei die Incentivierung dahinter, also das sogenannte Alignment of Interests, damit diese Systeme funktionieren. Das Bitcoin-System mit Auszahlung der Infrastruktur in US-Dollar oder Euro wird kaum gelingen. Ich beobachte in jedem Fall eine fortlaufende technologische Weiterentwicklung von Tokens. Derzeit geht es zum Beispiel um die Fraktionierung von realen Assets, indem sich ein Teil der Tokens als Fungible Tokens, die austauschbar sind, und ein anderer Teil als Non-Fungible Tokens, die nicht austauschbar sind, anlegen lässt. Ich erwarte in den nächsten Jahren technologische Entwicklungen, die wir uns heute noch gar nicht ausmalen können. In der Krypto-Szene sehe ich viel technisches Know-how der Akteure, aber leider noch zu wenig finanzielles Know-how.

**Joachim Brückmann:** Für mich stellt Bitcoin eine Währung dar, weil es beispielsweise in El Salvador als offizielle Währung staatlich anerkannt ist. Es zeigt sich ferner, dass eine Kryptowährung in manchen Entwicklungsländern, deren eigene Währung extrem instabil ist und in denen es an Zahlungs- und Bankinfrastruktur mangelt, helfen kann. Ein anderer Aspekt beim Einsatz neuer Technologien ist die Frage der Nützlichkeit für unsere Kunden wie zum Beispiel Kostenreduktion oder schnellere Abwicklung. Diese Frage stellen wir uns auch hinsichtlich möglicher sinnvoller Einsatzmöglichkeiten unserer neuen DLT Plattform.



**KURT ZEIMERS**  
**HEAD OF CLIENT LINE ASSET MANAGERS, BNP PARIBAS**

Kurt Zeimers erwartet durch die Blockchain-Technologie Erleichterungen im Asset Servicing. So lassen sich nach seiner Ansicht über die Blockchain perspektivisch Maßnahmen am Kapitalmarkt einfacher und effizienter durchführen, zum Beispiel die Zahlungen von Zinskupons. Bislang manuelle Abwicklungsprozesse lassen sich über DLT oder Blockchain effizienter darstellen. Als Beispiel nennt er das Collateral Management, in dem sich Sicherheiten einfacher hin- und herliefern lassen.



**Simon Seiter:** Wir arbeiten im Zusammenhang mit Digital Assets immer mit zwei Begriffen, die sehr schwammig und im Kern falsch sind. Wir verwenden im Alltag immer wieder den Begriff Kryptowährung und Token. Tatsächlich ist Kryptowährung ein Sammelbegriff, den wir erfunden haben, um etwas einfacher greifbar zu machen. Doch das impliziert die Annahme, dass in Kryptowährungen nur Kryptowährungen drin sind. Tatsächlich sind diese Kryptowährungen sehr unterschiedlich, weil sich dahinter ganz andere Geschäftsmodelle verstecken, nicht nur Währungen. Sie alle werden auf einem ähnlichen technischen Standard abgebildet. Auch in unserem Fonds sind die Assets nach Art des Geschäftsmodells gesteuert. Weiter verwenden wir den Begriff Token, um Dinge zu klassifizieren. Dabei ist Token ein rein technischer Sammelbegriff und kommt zum Beispiel auch bei VPN-Verbindungen zum Einsatz. Im Kryptobereich wird alles einfach Token genannt.

**Brauchen wir den Einsatz von Zentralbanken für digitales Geld, um bei institutionellen Investoren das Vertrauen in digitale Assets wachsen zu lassen?**

**Kurt Zeimers:** Das Kernthema ist, den digitalen Kapitalmarkt auf eine Blockchain zu heben, also die Abwicklung von Kryptowertpapieren auf einer Blockchain zu ermöglichen. Diese Abwicklung erfolgt immer gegen Zahlung, doch die Zahlungsfunktion fehlt uns noch auf der Blockchain-Technologie. Manche EU-Länder wollen hier verschiedene Ansätze fahren, entweder über Central Bank Digital Currencies oder Commercial Bank Digital Currencies, kurz CBDCs. Die Banque de France setzt auf die Wholesale Central Bank Digital Currency, um für das institutionelle Geschäft digitales Zentralbankgeld zur Verfügung zu stellen. Sie hat mehrere Experimente durchgeführt, um Kryptowertpapiere über von ihr emittiertes Zentralbankgeld auf einer Blockchain abzuwickeln. Das Ziel der Bankenbranche ist, die Effizienz von Abwicklungsprozessen über Blockchain zu steigern. Heute sehen wir vielerorts in der Transaktionsabwicklung noch hohe Aufwände oder verlängerte Verwahrketten, bis ein Wertpapier beim Zentralverwahrer abgewickelt werden kann. Das Problem lässt sich mit der Blockchain-Technologie lösen. In Deutschland hat die Deutsche Kreditwirtschaft im Dezember

2022 ihr Positionspapier zum Commercial Bank Money Token veröffentlicht. Demnach stellen die Banken eine CBDC zur Verfügung. Auf EZB-Ebene läuft die Diskussion über den digitalen Euro, der voraussichtlich ein Retail-Euro mit einer vielleicht anderen Technologie sein wird. Für unsere Diskussion ist tokenisiertes Wholesale-Zentralbank- oder Giralgeld interessant.

**Brauchen wir eine EU-weite Regulatorik?**

**Kurt Zeimers:** Bislang haben wir für Kryptowertpapiere Regulatorik in den einzelnen Staaten, doch die wird künftig immer mehr ineinandergreifen. Mit dem DLT Pilot Regime, das im kommenden März in Kraft tritt, haben wir erstmalig einen harmonisierten regulatorischen Rahmen in der EU. Wir haben dann quasi einen Sandkasten zur Verfügung, um Kapitalmarktinfrastrukturen auf Blockchain-Basis zu testen. Zugleich gibt es in Artikel 18 eine Änderung der MiFID-II-Richtlinie. Dort wird erstmals gesagt, dass Finanzinstrumente, die auf einer DLT-Basis emittiert werden, Finanzinstrumente nach MiFID II sind. Jetzt muss jeder nationale Gesetzgeber entsprechende Regularien vorsehen, um Wertpapiere auf einer DLT-Basis zu emittieren. Diese regulatorische Harmonisierung des Zivilrechts für Wertpapiere auf EU-Ebene brauchen wir zuerst.

**Carola Rathke:** Dabei wird sich auf der Geldseite regulatorisch nicht so viel ändern müssen. Geht es um Commercial Bank Money, handelt es sich um E-Geld und unterliegt der Payment Services Directive, kurz PSD2. Die Europäische Union wird sicher über kurz oder lang eine neue Regulatorik zum digitalen Giralgeld auf den Weg bringen. Brüssel ist bewusst, dass gerade Geschäftsmodelle im institutionellen Bereich den digitalen Euro auf einer soliden regulatorischen Basis brauchen. Ob das unbedingt die CBDC sein muss oder ob schon Commercial Bank Money ausreicht, ist noch zu klären. Für das DLT Pilot Regime birgt der digitale Euro viele Vorteile. Ein Settlement-System, in dem ich „delivery versus payment“ habe, kann ich nur mit dem digitalen Euro vernünftig strukturieren. Diese Modelle fliegen ohne den digitalen Euro nicht wirklich.

**Was ist das DLT Pilot Regime?**

**Carola Rathke:** Das DLT Pilot Regime der EU ist eine befristete Regulatory Sandbox für Marktinfrastrukturen auf Grundlage der Distributed-Ledger-Technologie mit dem Ziel, weiteres Potential für das digitale Finanzwesen in Europa zu entfalten. Dabei sollen regulatorische Hindernisse für Innovation und Wettbewerb abgesenkt werden. Das DLT Pilot Regime hat verschiedene Komponenten. Ich kann einmal DLT-Finanzinstrumente über eine DLT-MTF handeln, ein multilaterales Handelssystem auf DLT-Basis. Eine zweite Komponente ist eine DLT-basierte Settlement-Möglichkeit, ein DLT-Settlement-System, kurz DLT-SS. Die dritte Komponente ist eine Kombination der beiden ersten Komponenten: DLT-TSS, Trading and Settlement System.

**Wie sind Krypto-Assets und digitale Finanzinstrumente bislang reguliert?**

**Carola Rathke:** Während Krypto-Assets in Deutschland bereits sehr umfassend reguliert sind, ist diese Asset-Klasse in vielen europäischen Ländern derzeit nur unter geldwäscherechtlichen Aspekten reguliert. Viele der deutschen Regelungen sind in die zukünftige europäische Regulierung, die MiCAR – Markets in Crypto Assets Regulation, eingeflossen. Hier hat sich die BaFin intensiv eingebracht, um auf europäischer Ebene für einen Spiegel zu sorgen. Das soll es deutschen Instituten erleichtern, in das MiCAR-Regime zu wechseln, das über das Passporting den europaweiten Vertrieb dieser digitalen Assets ermöglicht. Wenn ich mir die Regulatorik für den zweiten Bucket anschau, also die für die digitalen Finanzinstrumente nach MiFID II, dann warten wir alle wahrscheinlich darauf, dass zukünftig auch DLT-basierte Finanzinstrumente auf der Equity-Seite emittiert werden können. Die tokenisierte Aktie brauchen wir dringend, auch für die Sinnhaftigkeit des DLT Pilot Regimes. Dort will ich neben der Debt-Seite auch die Equity-Seite handeln können. Derzeit können in Deutschland nur Inhaberschuldverschreibungen und bestimmte Fondsanteile in tokenisierter Form emittiert werden.



**SIMON SEITER**  
**HEAD OF DIGITAL ASSETS, HAUCK AUF-**  
**HÄUSER LAMPE PRIVATBANK AG**

Simon Seiter sieht im eigenen Haus schon eine Nachfrage von Family Offices nach Digital Assets, weil die in ihrer Anlagestrategie flexibler sind. Auch gäbe es am Markt viele kryptoaffine Family Offices, die schon selbst investierten. Allerdings rät Seiter einem Family Office davon ab, die Krypto-Assets selbst zu verwahren. Das geforderte Know-how über die Prozesse der Verwahrung sei enorm, deshalb könne das Verwahren von Krypto-Assets ohne professionelle Prozesse nicht lange gut gehen.

**Kurt Zeimers:** Der Referentenentwurf zum Zukunftsfinanzierungsgesetz soll im Februar herauskommen. Darin wird es auch um die Digitalisierung des Kapitalmarktes gehen, etwa durch die Schaffung der Möglichkeit von Aktienemissionen als elektronische Wertpapiere, auch mittels der Blockchain-Technologie. Die Ministerien wollen auch eine verbesserte Übertragbarkeit von Kryptowerten prüfen.

**Simon Seiter:** Das Parlament müsste das Gesetz aber noch beschließen, das soll bis Mitte 2023 erfolgen. Unter Zeitdruck besteht die Gefahr, dass gewisse Konsequenzen nicht bedacht werden. Ähnlich war das bei den Kryptofondsanteilen zu beobachten, die in das Gesetz noch hineingepackt wurden, ohne dass operativ alles zu Ende gedacht wurde. Deshalb ist es vielleicht sogar gut, dass die Aktie erst nachgelagert kommt.

**Sind andere europäische Länder in der Regulatorik deutlich weiter als Deutschland?**

**Carola Rathke:** Frankreich ist über die Banque de France sicher schon weiter, bremst aber beim Clearing wieder aus. Die Schweiz ist mit ihrer Regulatorik ein Vorreiter in Europa, sie agiert mit ihren Wertrechten schon seit Jahren und hat den ersten DLT-MTF geschaffen. Andere europäische Länder sind in einzelnen Themen vielleicht einen kleinen Schritt weiter, aber nicht viel weiter als wir.

**Kurt Zeimers:** Wir dürfen nicht aus dem Blick verlieren, dass MiCAR, ähnlich wie MiFID II, eine Regulatorik für die jeweiligen Anbieter ist, also für Digital Asset Service Provider. MiFID II reguliert neben den Finanzdienstleistern aber auch den Begriff der Finanzinstrumente, der auf DLT-Finanzinstrumente erweitert wird. Somit fallen zukünftig Kryptowertpapiere in Form von Inhaberschuldverschreibungen, Kryptofondsanteile und bald Kryptoaktien unter MiFID II.

**Carola Rathke:** Als ich vor über drei Jahren den ersten MiCAR-Entwurf gelesen hatte, da hatte ich im Hinblick auf MiFID viele Wiedererkennungseffekte. Die in der MiFID regulierten Finanzdienstleistungen finden wir heute fast eins zu eins auch in der MiCAR wieder. Der Regulator will die neue Asset-Klasse gar nicht groß anders regeln und stellt hier dieselben Anforderungen an die Provider.

**Simon Seiter:** Die MiCAR ist praktisch das Pendant zur MiFID, wenn es um Krypto-Assets geht.

**Lassen sich künftige Innovationen im Bereich Digital Assets mit der Regulatorik, wie sie schon heute gilt und absehbar erweitert wird, vereinbaren? Oder droht die Regulatorik Innovationen auszubremsen?**



**Simon Seiter:** Ich bin ein großer Verfechter der Regulatorik und würde deshalb der These widersprechen, dass Regulatorik Innovation nicht zulässt. Natürlich ist es eine Tatsache, dass manche Innovation durch Regulatorik verhindert wird. Aber umgekehrt kann Regulatorik Innovation auch stärker und widerstandsfähiger machen.

**Marcel Grimm:** Grundsätzlich gilt: Wenn ein Markt stärker reguliert ist, dann strömt auch mehr Kapital in diesen. Die Entstehung neuer Ideen wird sich allein durch Regulatorik kaum verändern, aber die Finanzierung dieser Ideen und ihre Umsetzung funktionieren in einem regulierten Markt besser.

**Simon Seiter:** Wir brauchen diese Regulatorik explizit für Digital Assets. Erst so ermöglichen wir es, über Passporting einen EU-einheitlichen Handelsmarkt für Digital Assets zu schaffen. Das zählt auch auf den Gedanken der Kapitalmarktunion ein.

**Carola Rathke:** Für die Regulatorik ist es wichtig zu verstehen, dass wir ein Sandbox-Pilot-Regime brauchen, um neue Dinge auszuprobieren. Aus meiner Sicht wäre es für Digital Assets wünschenswert, mehr Sandbox-Modelle für Testprojekte zu haben. Wir müssen überlegen, wie Regu-

latorik neue Ideen nicht direkt unterbindet. Die Reichweiten und die Losgrößen müssen dann natürlich so klein sein, dass kein großer Schaden entsteht, aber auch so groß, dass man ernsthaft testen kann. Grundsätzlich halte ich Regulatorik gerade für den institutionellen Bereich für sehr wichtig, weil dadurch Vertrauen geschaffen wird. Das ist auch ein Grund, warum internationale Kryptobörsen in den vergangenen Jahren nach Deutschland gekommen sind. Institutionelle können nicht mit unregulierten Einheiten zusammenarbeiten.

**Kurt Zeimers:** Regulierte Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen und Versorgungskassen dürfen aufgrund der Anlageverordnung gemäß Versicherungsaufsichtsgesetz in bestimmte Asset-Klassen kaum investieren. Viele EbAV würden gern stärker in Private Capital anlegen, dürfen das aber nicht. Ähnlich verhält es sich an dieser Stelle mit einer Investition in einen tokenisierten Bond. Für klassische institutionelle Investoren spielt Rechtssicherheit für die Kapitalanlage eine große Rolle. Besteht an irgendeiner Stelle Rechtsunsicherheit, investieren die nicht. Wenn ein Investor nun in ein Asset investiert ist und irgendwann wieder aussteigen will, zeigt sich ein zweites Problem: Kryptowertpa-

**„Regulatorik kann Innovation stärker und widerstandsfähiger machen.“**  
**SIMON SEITER**

piere nach deutschem Recht sind bisher nur OTC-handelbar. Das heißt, bei mangelnder Liquidität kann ein Ausstieg für den Investor schwierig sein. Das DLT Pilot Regime wird erstmals überhaupt ermöglichen, Kryptowertpapiere in einem geregelten Markt oder an einer Börse handelbar zu machen. Genau das erwartet ein institutioneller Anleger: Wenn er in ein Kryptowertpapier investiert, will er sicher sein, dort wieder aussteigen zu können, weil ein geregelter Markt existiert. Wir sehen auch Asset Manager, die im Fondsbereich tätig sind, als institutionelle Investoren an. Gerade die großen internationalen Asset Manager schauen sich das Thema Digital Assets derzeit genau an. Auch Private-Capital-Anlagen lassen sich jetzt als Darlehen oder Wertpapier auf einer Blockchain strukturieren. Die Europäische Investitionsbank hat im vergangenen November eine digitale Anleihe auf einer Private Blockchain emittiert. Das Settlement erfolgte über experimentelle CBDC-Tokens. Fonds der Union Investment und der AXA IM haben in die digitale Anleihe investiert. Wir sind die Verwahrstelle für den Fonds der AXA IM.

#### **Sehen Sie bei Stiftungen und Family Offices ein größeres Interesse an Digital Assets?**

**Marcel Grimm:** Das Interesse, sich mit dem Thema Digital Assets auseinanderzusetzen, ist in einem Family Office wie unserem sicher größer. Wir stehen im regen Austausch mit anderen Family Offices, und da sehe ich zwei Gruppen: einmal die Family Offices mit Einzelpersonen, die dem Thema bereits sehr verbunden sind. Diese sind sehr an direkten Investments in Krypto-Assets und in digitale Finanzinstrumente interessiert. Zum anderen spreche ich mit Family Offices, die in dem Bereich nur geringe Expertise haben. Hierbei werden an uns Fragen herangetragen: Werden CBDCs und traditionelle Stablecoins kommen? Welche Auswirkungen hat dies auf die heutigen Kryptowährungen wie Bitcoin und Ethereum? Wir beantworten diese Fragen wie folgt: CBDCs und Stablecoins werden die älteren Kryptowährungen nicht vom Markt verdrängen, weil die Geschäftsmodelle dahinter komplett andere sind. Eine weitere

Frage, die sich Family Offices stellen, ist, ob sie Custody selbst übernehmen können – also die klassische Self-Custody-Frage. Hierbei muss man sich vergewissern, ob ein ausreichendes Wissen im Family Office vorhanden ist und ob sich die Verantwortlichen wirklich mit den technischen Details und Risiken auseinandergesetzt haben. Zu guter Letzt werden Fragen hinsichtlich der Bewertung von Digital Assets an uns herangetragen. Digital Assets stellen eine Kombination aus Technologie und Finanzen dar. Das haben wir im Finanzbereich in der Form zuvor nicht gekannt. Nur wer das Thema technologisch, Netzwerkeffekte und auch Social Media sehr gut versteht, sollte als Vertreter eines Family Office eigenständig investieren. Aus diesem Grund sind Family Offices, wenn es um Digital Assets geht, trotz sehr großen Interesses vereinzelt noch zurückhaltend beim eigenständigen Investieren und greifen oft auf das Know-how und Investment-Produkte externer Experten zurück.

**Simon Seiter:** Wir sehen in unserer Bank schon eine Nachfrage von Family Offices nach Digital Assets, weil die in ihrer Anlagestrategie flexibler sind. Viele kryptoaffine Family Offices haben auch schon selbst investiert. Allerdings rate ich einem Family Office dringend davon ab, die Krypto-Assets selbst zu verwahren. Das geforderte Know-how über die Prozesse der Verwahrung ist enorm, deshalb kann das Verwahren von Krypto-Assets ohne professionelle Prozesse nicht lange gut gehen. Wir halten unsere Infrastruktur nicht nur für schönes Wetter, sondern gerade für schlechtes Wetter vor. Es ist für Family Offices viel Arbeit, Prozesse sowie Risikomanagement für eine hochspezielle Anlageklasse aufzubauen, um sich vor unvorhergesehenen Ereignissen zu schützen.

**Joachim Brückmann:** Selbst wenn zum Beispiel ein Family Office eine ausreichende Infrastruktur für die Verwahrung von Digital Assets vorhalten kann, stellt sich die Frage, ob der Aufwand finanziell lohnt. Wir bieten Wallet-Lösungen auf einer bestehenden Infrastruktur an, die auf eine Vielzahl von Nutzern ausgelegt

und skalierbar ist. Auf Sicht dürfte dies die effizientere Lösung für unsere Kunden darstellen. Zudem entstehen kontinuierlich neue DLT-Lösungen und technische Formate. Solche neuen Komponenten in bestehende Systeme zu integrieren bedeutet laufende Investitionen. Auch an dieser Stelle kommen die bereits erwähnten Skaleneffekte zum Tragen.

**Kurt Zeimers:** Die Verwahrung von Wertpapieren im Effktengiro wird es ja noch Jahre oder Jahrzehnte lang geben. Wir werden bis dahin eine Parallelwelt haben. Wenn ein Investor bislang einen Custodian mit der Verwahrung seiner Assets beauftragt hat, dann erwartet er von ihm, dass er die digitalen Assets ebenfalls sicher für ihn verwahrt. Auf dem Depotauszug des Custodians sieht der Investor seine konventionellen und seine digitalen Assets, und zwar unabhängig von der Form der Begebung. Unsere Kunden unter den institutionellen Investoren wie Versicherungen und Asset Manager erwarten von uns eine sichere Verwahr- und Private-Key-Management-Lösung unter regulatorischer Aufsicht.

**Marcel Grimm:** Der Austausch von Family Offices untereinander ist wichtig. So werden Lösungen, Strukturen und Anbieter einfacher und schneller identifiziert.

**Kurt Zeimers:** Generell muss man konstatieren, dass heute das Angebot an Investitionsmöglichkeiten für institutionelle Investoren, am Markt in Kryptowertpapiere zu investieren, noch sehr begrenzt ist. Auf der BaFin-Liste stehen bislang rund 15 Kryptowertpapiere, auch wenn das Gesetz seit über einem Jahr in Kraft ist. Es haben sich – mit Ausnahme der KfW – noch nicht so viele Emittenten des Themas angenommen.

**Bert Staufenbiel:** Wir hatten bis 2021 immer noch die physische Urkundenpflicht in Deutschland für Wertpapiere. Das hat sich geändert. Die KfW hat jetzt als erster Emittent eine digitale Festzinsanleihe in Form einer Zentralregisterverwahrung nach dem Gesetz über elektronische Wertpapiere, kurz eWpG, aufgelegt. Das haben wir zusammen mit Clearstream auf D7, der

digitalen Post-Trade-Plattform der Deutschen Börse, umgesetzt, das heißt ohne die Nutzung einer DLT/Blockchain. Wir als Kunde wollen ein System nutzen, das uns erlaubt, uns keine Gedanken über den Prozess machen zu müssen, sondern uns auf das zu konzentrieren, was wir am besten können. Ein institutioneller Investor sollte sich lieber Gedanken über seine Asset Allocation machen, weniger über die rechtliche Durchsetzbarkeit des Assets. Dafür sollte es einen sicheren Rechtsrahmen geben. Hilfreich könnten hier Pilotprojekte sein wie zum Beispiel ITSA.

#### **Welche Vorteile für ihr Asset Management können institutionelle Investoren aus DLT-Finanzinstrumenten ziehen?**

**Simon Seiter:** In Zukunft wird es große Effizienzgewinne geben, aber es wird noch dauern, bis sie sich einstellen. Digitale Finanzinstrumente sind heute nicht effizienter als die bestehenden Prozesse. Das Effizienzpotential ist vor allem dann gegeben, wenn wir die Geldseite auf derselben Blockchain abbilden können wie die Wertpapiere. Dann können wir eine Wertpapiertransaktion in einer einzigen Programmlogik einer Blockchain abbilden. Aktuell funktioniert eine Transaktion leider noch so, dass wir die Stücke auf der Blockchain übertragen, aber das Geld außerhalb der Blockchain auf klassischen Konten überweisen müssen. Dieser Prozess ist ineffizient. Wenn es uns gelingt, Geld auf die Blockchain zu packen, dann kann ich ein echtes Delivery versus Payment vornehmen. Dann bewege ich erstmals Geld und Wertpapier digital auf einer Blockchain. Wenn wir das Geld noch draufpacken, kommen wir zu einem Settlement, bei dem t = 0 möglich ist. Das ist aus meiner Sicht der kleinere Vorteil. Der größere Vorteil sind neue Strukturen und neue Geschäftsmodelle. Um uns diese bereits heute vorzustellen, fehlt uns noch die Kreativität. Ein Beispiel, was über die digitalen Finanzinstrumente auf der Blockchain möglich sein wird: Ein Konzern braucht heute ein Wertpapier wie eine Unternehmensanleihe für die Refinanzierung der Gesamtproduktion. Das Unternehmen sammelt also Geld ein, um damit beispiels-



„Wenn ein Markt stärker reguliert ist, dann strömt

auch mehr Kapital in diesen.

Die Entstehung neuer Ideen wird sich allein durch Regulatorik

kaum verändern, aber die Finan-

zierung dieser Ideen und ihre

Umsetzung funktionieren in einem regulierten

Markt besser.“

**MARCEL GRIMM**

weise Materialien zu kaufen, Waren zu produzieren und Lieferketten zu bewegen. Wir finanzieren das dann quasi mit der Bazooka: Ein sehr großes Volumen wird auf einmal emittiert, damit ist die Finanzierung nicht sehr präzise. Die neue Blockchain-Technologie erlaubt es uns nun, viel präziser und technisch verlinkt Produkte zu begeben. Es wäre somit möglich, dass das Beispielunternehmen für die Produktion eines ihrer Güter, basierend auf dem bereits bestehenden Data Warehouse, eine Finanzierungskurve erstellt. Mittels eines DLT-Finanzinstruments kann ich nun für das Unternehmen eine Refinanzierung strukturieren, die exakt die Finanzierungskurve der Produktion der Waren abdeckt – das ist präziser und somit auch risikoärmer.

**Kurt Zeimers:** Ergänzend nenne ich Erleichterungen im Asset Servicing. So lassen sich über die Blockchain perspektivisch Maßnahmen am Kapitalmarkt einfacher und effizienter durchführen, zum Beispiel die Zahlungen von Zinskupons. Bislang sind das oft noch manuelle Prozesse, über DLT oder Blockchain lassen sich Abwicklungsprozesse effizienter darstellen. Etwa im

Collateral Management ist es bislang noch erforderlich, Sicherheiten hin- und herzuliefern. Diese Prozesse lassen sich über die Blockchain drastisch vereinfachen. Es lassen sich Kryptowertpapiere in Form von Tokens als Sicherheit auf der Blockchain halten, sie würden dann zuallokiert, ohne dass sie physisch und buchhalterisch in der Verwahrkette von einer Bank zu einer anderen Bank transferiert werden müssen.

**Bert Staufenbiel:** Auch außerhalb des Finanzwesens wird DLT/Blockchain noch größere Veränderungen auslösen, etwa im Supply-Chain-Management oder im Risikomanagement. So können Banken über die Blockchain viele Geldzahlungen automatisieren. Zudem kann ich dem Geld auf der Blockchain perspektivisch mehr Eigenschaften als nur die Zahlungsinformation mitgeben. Diese Eigenschaften können positiv, aber auch negativ sein. Deshalb muss eine Bank zum Beispiel direkt definieren, dass Geld, das in einen Fonds eingezahlt wird, nur für ein bestimmtes SDG-Ziel auszugeben ist.

**Kurt Zeimers:** Tatsächlich sind mittels Blockchain-Technologie kleinteilige

Finanzierungen möglich. Darin besteht auch eine Chance für Banken mit einer Tokenisierungsplattform, Finanzierungen für zum Beispiel erneuerbare Energien in Form einer digitalen Anleihe zu begeben. So lassen sich kleinere Projektfinanzierungen bündeln und in einen Anleihe-Token packen. Der wird in einem Fonds platziert, über den beispielsweise mehrere Photovoltaikanlagen finanziert werden. Die Blockchain-Technologie hilft dabei, kleinteilige Finanzierungen effizienter und ohne umfangreiche Vertriebsstruktur zu bündeln.

**Joachim Brückmann:** Blockchain-Technologie wird zukünftig entlang der gesamten Wertschöpfungskette eine Rolle spielen. Beispielsweise könnte in Zukunft eine Maschine in der Produktion direkt über die Blockchain Teile anfordern und diese auch bezahlen. Nach Fertigstellung des Produkts könnte die Technologie Logistik und Vertriebsprozess steuern und dokumentieren, Finanzierungsbedarfe kleinteilig ermitteln und bündeln und Investorenmittel in Primär- und Sekundärmärkten einwerben.

**Marcel Grimm:** Wir stehen wirklich noch am Anfang. Für alle diese Funktionen und Prozesse brauchen wir immer auch Daten. Diese Daten müssen erst einmal auf die Blockchain gelangen – einer der schwierigsten Schritte. Die Datenrichtigkeit kann hierbei nur durch einen korrekten Daten-Input gewährleistet werden. Hier kommen Anwendungen wie Internet of Things und Artificial Intelligence zum Tragen. Die Dateneingaben müssen also von Anfang an so dezentralisiert und automatisiert sein, dass ich als Nutzer davon ausgehen kann, dass die eingegebenen Daten ohne Zweifel korrekt sind. Wenn mehrere unabhängige Daten-Provider ihre Daten untereinander abgleichen, kann ich davon ausgehen, dass die eingegebenen Daten korrekt sind. Hierbei spricht man dann von Oracles. Heute sind wir bei der Datensynchronisierung über Oracles noch nicht so weit, befinden uns aber auf dem richtigen Weg. Der Aufbau derartiger dezentraler Strukturen benötigt noch Zeit. Aktuell sehen wir mehrere Blockchains am Markt, die als primäre Plattform agieren wollen. Ich erwarte hier in den nächsten fünf Jahren eine Konsolidierung, so dass wir am Ende drei große Blockchain-Ökosysteme haben werden. Erst dann werden wir über Netzwerkeffekte die Use Cases sehen können, die wir hier gerade genannt haben. Bislang waren Projekte vor allem in der Public Blockchain erfolgreich. Banken und Unternehmen hatten in den letzten Jahren oft auf Private Blockchains gesetzt, mussten nun jedoch feststellen, dass Public Blockchains zielführender sind.

**Bert Staufenbiel:** Im Private-Blockchain-Bereich sehen wir im Augenblick so wenig, weil jede Bank das als eigenen USP ansieht. Ein dezentraler Ansatz bedeutet nicht ein eigenes System, sondern eines, auf das alle zugreifen kön-



**MARCEL GRIMM**  
**PORTFOLIO ANALYST,  
DECENTRALIZED CAPITAL**

Marcel Grimm macht deutlich, dass das Interesse, sich mit dem Thema Digital Assets auseinanderzusetzen, in einem Family Office wie seinem größer ist. Er steht im regen Austausch mit anderen Family Offices und unterscheidet dabei zwei Gruppen: zum einen die Family Offices mit Einzelpersonen, die dem Thema Digital Assets bereits sehr verbunden sind. Diese seien auch sehr an direkten Investments in Krypto-Assets und in digitale Finanzinstrumente interessiert. Zum anderen spricht Grimm mit Family Offices, die in dem Bereich nur geringe Expertise haben.



**BERT STAUFENBIEL**  
**SENIOR MANAGER DIGITAL TRANSFORMATION BEI KFW**

Bert Staufenbiel erwartet, dass DLT/Blockchain auch außerhalb des Finanzwesens noch größere Veränderungen auslösen wird, etwa im Supply-Chain-Management oder im Risikomanagement. So können Banken über die Blockchain viele Geldzahlungen automatisieren. Zudem verweist er auf die Möglichkeit, dem Geld auf der Blockchain perspektivisch mehr Eigenschaften als nur die Zahlungsinformation mitzugeben. Notwendig ist es aber in diesem Zusammenhang, Regeln für weitere Zahlungsströme zu schaffen.

nen. Wir bei der KfW sind zum Beispiel vor einiger Zeit gefragt worden, ob wir für kurzlaufende besicherte Geldmarktpapiere – also Asset-Backed Commercial Papers oder ABCP – ein DLT-System nutzen wollen. Das hätte im Endeffekt dazu geführt, dass wir von aktuell einem auf perspektivisch bis zu acht unterschiedliche Systeme gegangen wären. Das wäre für uns vollkommen ineffizient gewesen. Es könnte zwar in der Abwicklung Effizienzen heben, aber auch dazu führen, dass wir bis zu acht verschiedene Frontends haben. Im Private-Bereich versucht jeder, seine eigene Lösung zu entwickeln und durchzusetzen. Und wenn die Anbieter zusammenkämen, um ein gemeinsames System zu schaffen, würden viele individuelle Interessen aufeinanderprallen – hier eine Kompromisslösung zu finden ist schwierig. Wir sollten zuerst einen gemeinsamen Standard finden und den weiterentwickeln. Das muss nicht unbedingt eine Public Blockchain sein, denn je nach System könnte der eine oder andere unfreiwillig zu viele Daten und Informationen über sich preisgeben. Deshalb empfiehlt es sich für alle Teilnehmer im Markt der Digital Assets, die in einer Public Blockchain unterwegs sind, mit mindestens zwei Wallets zu agieren – eine für zum Beispiel Teilnahmenachweise, sogenannte Proof of Attendance, und eine, auf der die Krypto-Assets hinterlegt sind. Damit verhindert man eine zu große Transparenz über sich. Zudem sollte der Regulator bei Finanzgeschäften immer den Golden Key in der Hand haben. Mit dieser Transparenz für den Regulator ließen sich Fälle wie Wirecard und FTX wahrscheinlich früher erkennen.

**Carola Rathke:** Das DLT Pilot Regime hat als Sandbox die Möglichkeit, die Entwicklung und Erprobung von Standards voranzubringen. Diese Standards brauchen wir, um die Prozesse über die DLT-Technologie marktübergreifend effizienter zu machen. Ich vergleiche das immer mit Containern als Standards in Logistik- und Lieferketten. Wenn dieser DLT-Standard mit einer oder zwei Software-Oberflächen kommen wird, dann können viele Abläufe noch deutlich effizienter gestaltet werden.

**Marcel Grimm:** Wir haben heute noch keinen eindeutigen Standard, die Tendenz der Banken geht aber zu Ethereum. Auch Polygon, ein Multi-Chain-Blockchain-Ökosystem, kompatibel mit Ethereum, spielt bei Banken eine große Rolle. Meine Erwartung ist, dass Ethereum quasi der Container sein wird, an den ich mich in Zukunft anbinden muss. Gleichzeitig sollte ich mir schon heute Gedanken machen, welche Blockchains eine Kompatibilität und Erweiterung zu Ethereum aufweisen. Hier kommt Polygon wieder ins Spiel. Ich erwarte, dass wir in fünf Jahren mehr Second Layer Solutions und damit de facto Public Blockchains für Banking Use Cases sehen werden. Dann muss man sich Gedanken darüber machen, wie viel Privatsphäre man bei

seinen Transaktionen braucht. Hier kommen Private Second Layers ins Spiel. Diese Lösungen lassen sich im Bankensektor, aber auch in Automotive oder Handel einsetzen.

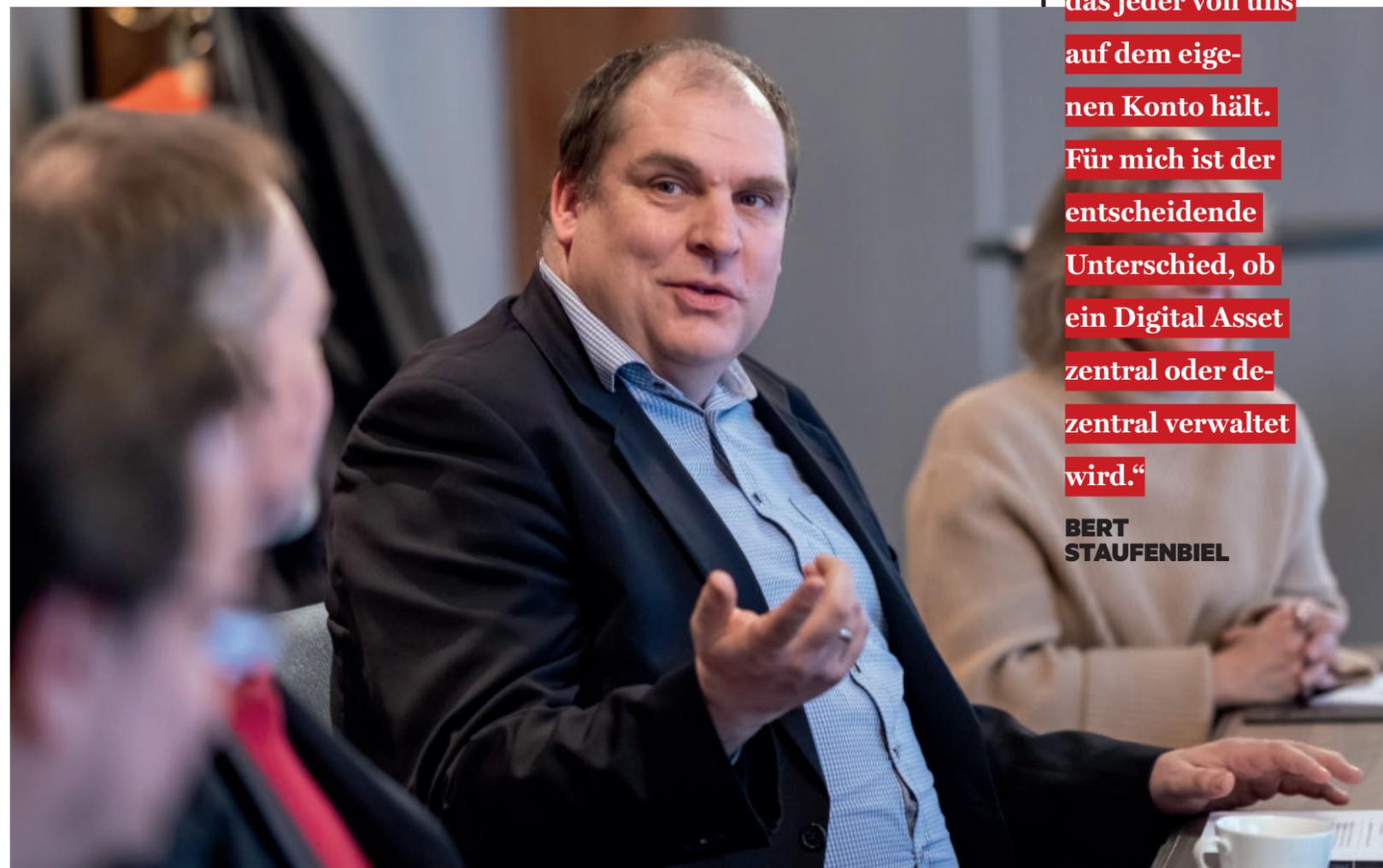
**Werden wir schon in fünf Jahren tatsächlich eine Token-Standardisierung im Markt sehen?**

**Carola Rathke:** Fünf Jahre sind zu ambitioniert, zehn bis 15 Jahre sind realistisch. Aber man muss sich schon heute – auch als institutioneller Investor – mit den Themen auseinandersetzen und lernen, um dabei zu sein, wenn sie fliegen. Der große Mehrwert wird sich nach meiner Einschätzung in rund zehn Jahren einstellen.

**Marcel Grimm:** Ich würde mir im Rückblick die Frage stellen: Ist der Druck, sich bei Digital Assets zu engagieren, heute größer als vor fünf Jahren? Wenn ja, wie schnell wächst dieser Druck von Jahr zu Jahr?

Und schließlich: Wie steht Deutschland aktuell im internationalen Vergleich da? Ich finde, Deutschland steht im regulatorischen Bereich von Digital Assets und Kryptowährungen gut da. Aber wenn ich nach Frankreich schaue, sehe ich, dass Digital Assets und Blockchain in Paris Chefsache sind. Ein Emmanuel Macron beschäftigt sich persönlich mit den Entwicklungen im Blockchain-Bereich. In Frankreich handelt man im digitalen Bereich auf politischer Ebene proaktiver. Diese Haltung vermissem ich in Deutschland, deshalb sollten gerade wir in Frankfurt Tempo machen.

**Simon Seiter:** Volle Zustimmung! In Deutschland ist das Thema Digital Assets leider nicht Chefsache, und die Ursache dafür liegt in der Bundespolitik. Die Partei, die jetzt den Kanzler stellt, positioniert sich kaum zu Digital Assets. Dieses Defizit zeigt sich in Frankreich nicht. Aber: Natürlich



„Ich unterscheide zwischen Digital Assets, die auf einer DLT liegen, und anderen Digital Assets, die dort nicht abgebildet sind. Zu den letzteren gehört unter anderem Giralgeld, das jeder von uns auf dem eigenen Konto hält. Für mich ist der entscheidende Unterschied, ob ein Digital Asset zentral oder dezentral verwaltet wird.“

**BERT STAUFENBIEL**



**JOACHIM BRÜCKMANN**  
**HEAD OF PRODUCT MANAGEMENT & STRATEGY COMMERCIAL, CACEIS BANK S.A., GERMANY BRANCH**

Joachim Brückmann bezweifelt, dass institutionelle Investoren wie Family Offices eine ausreichende Infrastruktur für die Verwahrung von Digital Assets effizient vorhalten können und ob sich der Aufwand finanziell lohnt. Er verweist auf das Serviceangebot von Wallet-Lösungen auf bestehenden Lösungen, die für Investoren die effizientere Lösung darstellen dürften. Angesichts kontinuierlich neu entstehender DLT-Lösungen und technischer Formate besteht zudem die Notwendigkeit, solche neuen Komponenten in bestehende Systeme zu integrieren. An dieser Stelle kämen für Investoren bei der Zusammenarbeit mit spezialisierten Banken Skaleneffekte zum Tragen.

engagieren sich auch in Deutschland Politikerinnen und Politiker über alle Parteien hinweg bei Digital Assets. Wir können froh sein, in Deutschland einen Frank Schäffler zu haben, der sich aktiv um das Thema kümmert. Er hat Funding in Krypto – wenn auch in kleinem Maßstab – erstmals auf die Beine gestellt.

**Joachim Brückmann:** In Liechtenstein sehe ich heute schon die Möglichkeit, das Handelsregister auf DLT-Basis abzubilden. In der Schweiz befinden sich digitale Grundbücher vereinzelt im Einsatz. Das heißt, in unmittelbarer Nachbarschaft zu Deutschland tut sich einiges. Auch bei uns werden Unternehmen immer stärker Blockchain-Technologie einsetzen wollen, zum Beispiel durch die Kombination der Begebung ihrer Aktien in der Blockchain mit einem Handelsregistereintrag in einem Distributed Ledger. Für die weitere Entwicklung werden neben den Anforderungen des Marktes der politische Wille und eine möglichst europaeinheitliche Regulierung ausschlaggebend sein. Die Entwicklung von Marktstandards wird noch Zeit brauchen, da sich die Marktteilnehmer nach Aufbau ihrer eigenen Lösungen auf Best Practice und Schnittstellen einigen müssen. Ferner erwarte ich, dass sich die Nutzung dieser Technologie noch weiter vereinfachen und selbstverständlicher werden wird. Ich bin überzeugt davon, dass in zehn Jahren die Blockchain-Technologie so weit sein wird, dass viele Menschen sie nutzen und einsetzen werden, ohne die Technik im Detail verstehen zu müssen.

**Welche Risiken bergen Digital Assets in sich?**

**Simon Seiter:** Ich würde die Frage umdrehen: Welche Risiken bestehen, wenn sich Investoren nicht mit der Blockchain-Technologie beschäftigen? Die sind im Zweifel enorm, weil sich gerade eine neue Infrastruktur aufbaut. Wenn ich mich als Investor davon fernhalte, dann habe ich hohe Opportunitätskosten. Ich beteilige mich nicht an der Entwicklung des Standards, ich sammle keine Erfahrungen im Umgang mit Digital Assets und der neuen Technologie. Frontrunner haben sich sicher manchmal die Finger verbrannt, können aber danach strategische Geschäftsvorteile für sich verbuchen.

**Marcel Grimm:** Ein wichtiger Aspekt im Umgang mit der Digitalisierung und Blockchain-Technologie ist die Frage, wo junge Menschen heute und in Zukunft an diesen Themen arbeiten können. Viele junge Menschen beschäftigen sich aus einer intrinsischen Motivation heraus mit neuen Technologien und wollen später für einen Arbeitgeber tätig sein, der sich ebenfalls in diesem Bereich engagiert. Auch wollen sie in einem Land leben, das in dieser Hinsicht die beste Regulatorik und große technologische Freiheitsgrade bietet. Auch im Ausland, etwa in den USA,

sehen wir, dass die besten Talente aus dem Silicon Valley unter anderem in den Blockchain- und Digital-Asset-Bereich strömen. Zusammengefasst, das größte Risiko in meinen Augen ist der Verlust von großartigen Talenten.

**Kurt Zeimers:** Wir haben vorhin festgestellt, dass bislang die regulierten institutionellen Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen kaum oder gar nicht in Digital Assets allokiert sind. Wenn wir 15 Jahre zurückblicken, sehen wir, dass diese Investoren damals auch nicht stark in Private Markets unterwegs waren. Das hat sich heute grundlegend geändert. Vor einigen Jahren haben sie sich auch nicht vorstellen können, ihre Anteile an Private Markets Assets auf das heutige Niveau erhöhen zu können. Doch mit Hilfe von Kapitalverwaltungsgesellschaften und ihren Verwahrstellen ist es für Investoren leicht, auch dort in 282er- und 284er-Fonds nach KAGB oder über Luxemburger Fondsstrukturen anzulegen. Genauso sieht es im Immobilienmarkt aus. Viele Investoren können heute nicht mehr die aufwendige Betreuung von Einzelimmobilien leisten und sind froh, wenn sie die Assets in einen Immobilienspezialfonds einbringen können. Ich erwarte jedoch nicht, dass ein Investor, der in seinem Portfolio ein Private Capital Exposure von unter 5 Prozent hält, in den nächsten Jahren in relevantem Umfang in Kryptowährungen investieren wird. Jetzt werden erst einmal auch in Deutschland von institutionellen Anlegern mehr Fonds aufgelegt, um stärker in Infrastructure, Private Debt oder Private Equity zu investieren. Ich sehe bestimmte Kryptowährungen fast als Venture Capital an, weil die Anleger in ein Unternehmen und dessen Projekt investieren und von diesen Investments in Tokens künftig auch eine Rendite erwarten.

**Simon Seiter:** Wir sprechen mit institutionellen Kunden, die ein Interesse an Digital Assets haben, und genau deshalb haben wir die entsprechenden Dienstleistungen in unserer Krypto-KVG aufgebaut. Wir haben mit AIFs Spezialvehikel gewählt, damit institutionelle Investoren in Kryptowährungen investieren können. Direktinvestitionen in Kryptowährungen sind für professionelle Investoren aufgrund des hohen Administrationsaufwands sehr aufwendig, ich kann sie nicht einfach direkt ins Depotkonto legen und daher auch nicht die dortigen Folgeprozesse nutzen. Deshalb haben wir Fondsvehikel mit einem aktiven Management aufgebaut.

**Carola Rathke:** In Deutschland hat es der Gesetzgeber versäumt, parallel zur Aufnahme von Kryptowerten in § 284 KAGB auch das VAG zu ändern. Deshalb sind regulierte Anleger praktisch noch nicht in Krypto-Assets investiert. Anders ist es zum Beispiel in Kanada, wo Pensionsfonds durchaus größere Exposures in Kryptowerten halten.



„Für mich stellt Bitcoin durchaus eine Währung dar, weil es beispielsweise in El Salvador als offizielle Währung staatlich anerkannt ist. Es zeigt sich ferner, dass eine Kryptowährung in manchen Entwicklungsländern, deren eigene Währung extrem instabil ist und in denen es an Zahlungs- und Bankinfrastruktur mangelt, helfen kann.“

**JOACHIM BRÜCKMANN**



**GUIDO BIRKNER**  
CHEFREDAKTEUR  
**MODERATOR**

**Die extreme Volatilität von Kryptowährungen und die Insolvenz der FTX-Börse schaffen natürlich kein Vertrauen bei Anlegern hierzulande. Wie lässt sich der Markt stabilisieren?**

**Carola Rathke:** Es braucht hier einfach mehr Regulierung. FTX war weitgehend unreguliert. Mit einer vernünftigen Regulierung hätten sich diese Vorgänge verhindern lassen. Allerdings zeigt das Beispiel Wirecard, dass sich auch durch die beste Regulierung Fälle, die in das Strafrecht reingehen, nicht verhindern lassen. Bei FTX haben so ziemlich jede Struktur, jeder Schutzmechanismus und jedes Risikomanagement gefehlt.

**Kurt Zeimers:** Aus Fällen wie zum Beispiel Bernie Madoff lernen die Gesetzgeber und schließen weiße Flecken in der Haftung. Dem haben institutionelle Anleger auch die AIFMD-Regulatorik zu verdanken, dass Verwahrstellen für einen Verlust bei ihnen verwahrter Assets für einen Fonds haften.

**Joachim Brückmann:** FTX ist für den Markt natürlich ein großer Schock, aber für uns Banken zuallererst eine Chance, da sich unsere Industrie über einen sehr langen Zeitraum das Vertrauen für sichere Transaktionen und eine zuverlässige Verwahrung von Vermögensgegenständen aufgebaut hat. Basierend auf diesem Grundvertrauen, dürften klassische Marktteilnehmer für interessierte Investoren stärker ins Blickfeld rücken.

**Bert Staufenbiel:** Hier spielt auch der Weiterbildungsaspekt eine Rolle. Der FTT-Token war letztlich nichts anderes als eine Art Aktie auf das Geschäftsmodell von FTX, er hat aber rein gar nichts mit dem Geschäftsmodell von Bitcoin und Etherium zu tun. Es ist aus meiner Sicht wichtig, dass die Menschen diesen Unterschied verstehen. Wichtig ist, dass Investoren in diese Themen einsteigen und verstehen, welche Fehler im Fall FTX begangen wurden.

**Simon Seiter:** Es braucht an dieser Stelle aufmerksame Investoren. FTX hatte die Lizenzen auf den Bahamas erhalten. Das ist etwas anderes als eine Lizenz aus

Deutschland. Wir als Bank lehnen es ab, einen Kryptofonds zum Beispiel auf den Seychellen aufzumachen. Wir arbeiten mit einer zu 100 Prozent in Deutschland regulierten Wertschöpfungskette. Das geht dann auch manchmal langsamer als in anderen Jurisdiktionen, die sich eher in der Grauzone befinden. Hier sollten institutionelle Investoren genau hinschauen und ihre Due Diligence erledigen: Wie ist ein Fonds reguliert? Wo hat er die Lizenz erworben? Wie sind meine Assets geschützt?

**Welche Infrastruktur brauchen Emittenten von Kryptowertpapieren?**

**Kurt Zeimers:** Emittenten benötigen in der digitalen Wertschöpfungskette von ihrem Custodian beziehungsweise von ihrer Kapitalverwaltungsgesellschaft zunächst eine Tokenisierungsplattform, dann die Kryptowertpapierregisterführung und schließlich die Verwahrung. Wichtig ist für eine solche Lösung zudem, dass die digitale Schnittstelle zum institutionellen Kunden funktioniert, damit der Investor ein einheitliches Reporting erhält. Der Custodian verwahrt die Kryptowertpapiere, sichert die privaten Schlüssel für den Anleger und wickelt die Transaktionen und Zahlungen ab. Eine KVG muss das Private-Key-Management nicht intern vorhalten, das macht der Custodian. Wir beispielsweise kooperieren hier mit externen Software-Providern.

**Simon Seiter:** Wir standen beim Aufbau unseres Bereichs im vergangenen Jahr vor der gleichen Herausforderung: einerseits klassisches Custodian- und KVG-Geschäft betreiben, andererseits die ganzen Kryptospezifika implementieren und alles zusammen integrieren. Das betrifft die Digital Assets beider Buckets, also Krypto-Assets und DLT-Finanzierungsinstrumente. Das alles in eine Wertschöpfungskette zu integrieren und durchzuexerzieren ist extrem aufwendig.

**Joachim Brückmann:** Die Integration ist tatsächlich eine große Herausforderung und sicher noch ein Stück davon entfernt, ihre Effizienzvorteile im Zusammenspiel mit dem Kunden voll auszuspielen. ●

# Summary



## KEY FACTS

- Digital Assets umfassen zwei Teilmengen: Krypto-Assets wie Bitcoin, die regulatorisch neu sind, und regulierte digitale Finanzinstrumente.
- Mit der Weiterentwicklung digitaler Technologie werden neue Krypto-Assets in Form neuer Tokens mit mehr bzw. anderen Funktionalitäten auf dem Markt erscheinen.
- Die Kernfrage ist, wie sich der digitale Kapitalmarkt auf eine Blockchain heben lässt.
- Die Regulatorik für Kryptowertpapiere muss EU-weit besser ineinandergreifen. Das DLT Pilot Regime schafft einen harmonisierten rechtlichen Rahmen.

**Marcel Grimm** sieht bei vielen Family Offices ein Interesse an Digital Assets. Er unterscheidet zwischen Family Offices mit Einzelpersonen, die dem Thema bereits verbunden und an direkten Investments in Krypto-Assets und digitale Finanzinstrumente interessiert sind, und anderen Family Offices, die in dem Bereich nur geringe Expertise besitzen. **Joachim Brückmann** bezweifelt, dass Investoren wie Family Offices eine ausreichende Infrastruktur für die Verwahrung von Digital Assets zu einem angemessenen finanziellen Aufwand vorhalten können, und verweist auf bestehende Wallet-Lösungen.

**Bert Staufenbiel** hebt die Relevanz der Weiterbildung in Sachen Digital Assets hervor. Mit Verweis auf den Insolvenzfall FTX betont er, dass Investoren in diese Themen einsteigen sollten, um zu verstehen, welche Fehler dort begangen wurden. **Carola Rathke** fordert mehr Regulierung für Krypto-Assets und digitale Finanz-

produkte, um Risiken, Insolvenzen und Fehlverhalten im Markt zu verhindern. Zugleich betont sie, dass auch die beste Regulierung Fälle, die in das Strafrecht hineingehen, nicht verhindern kann.

**Kurt Zeimers** betont, dass die Blockchain-Technologie dabei hilft, kleinteilige Finanzierungen effizienter und ohne umfangreiche Verbriefungsstruktur zu bündeln. Darüber lassen sich zudem auf Wunsch Projektfinanzierungen, die bestimmte ESG-Kriterien erfüllen, auswählen, so dass ein institutioneller Anleger volle Transparenz über sein Portfolio hat. **Simon Seiter** erwartet in Zukunft große Effizienzgewinne aus DLT-Finanzinstrumenten für institutionelle Investoren in ihrem Asset Management. Das Effizienzpotential sei vor allem dann gegeben, wenn sich die Geldseite auf derselben Blockchain abbilden lässt wie die Wertpapiere, um dann auch eine Wertpapiertransaktion in einer einzigen Programmlogik einer Blockchain abzubilden. ●