

„Es kommt drauf an...“ – KWG and KAGB are going Crypto

Wie bereits im vorherigen Artikel unserer Serie „Crypto Unchained - Jetzt geht's los!“ angekündigt, wollen wir auch den rechtlichen Rahmen, in dem Crypto Investments möglich sind, beleuchten. „Puh, irgendwas mit Recht auf mehreren Seiten?“ werden Sie sich jetzt fragen, bevor sie weiterlesen. Wir sagen es lohnt sich bis zum Schluss dran zu bleiben, versprochen!

KWG und Crypto?

Das Gesetz zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten Geldwäscherichtlinie führt neben der hauptsächlichlichen Änderung des Geldwäschegesetzes zu einer Anpassung des Kreditwesengesetzes (KWG) an innovative Finanzprodukte auf Basis kryptographischer Technologien. Im KWG wurden verschiedene Erweiterungen vorgenommen; unter anderem die Aufnahme von Cryptos - im Folgenden **Kryptowerte** genannt - in den Katalog der Finanzinstrumente und das **Kryptoverwahrgeschäft** als Finanzdienstleistung. Disclaimer: Achtung, es folgen ein paar trockene Definitionen, bevor es dann wieder spannend wird. ☺

Nach dem KWG sind **Kryptowerte** nun *„digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder zu Anlagezwecken dient und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann.“* Keine Kryptowerte sind E-Geld im Sinne des § 1 Abs. 2 Satz 3 des Zahlungsdiensteaufsichtsgesetzes (ZAG) oder ein monetärer Wert, der die Anforderungen des § 2 Absatz 1 Nummer 10 des ZAG erfüllt oder nur für Zahlungsvorgänge nach § 2 Absatz 1 Nummer 11 des ZAG eingesetzt wird.

Das **Kryptoverwahrgeschäft** wird definiert als *„die Verwahrung, die Verwaltung und die Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowerte für andere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen, sowie die Sicherung von privaten kryptografischen Schlüsseln, die dazu dienen, Kryptowertpapiere für andere nach § 4 Absatz 3 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere zu halten, zu speichern oder darüber zu verfügen.“* Das Kryptoverwahrgeschäft zeigt deutliche Parallelen zum bekannten Depotgeschäft, das die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren für andere umfasst. Besonders ist, dass die Finanzdienstleistung Kryptoverwahrgeschäft sich ausschließlich auf Kryptowerte bezieht, wohingegen die übrigen Finanzdienstleistungen grds. im Zusammenhang mit sämtlichen Finanzinstrumenten erbracht werden können.

Die ersten Schritte...

Die Erweiterung des KWG um Kryptowerte als Finanzinstrumente und das Kryptoverwahrgeschäft als Finanzdienstleistung bedeutet eine Annäherung der gesetzlichen Regulierung an die fortschreitenden technologischen Entwicklungen. Dies ist aus unserer Sicht zu begrüßen. Nur bei einem klaren Rechtsrahmen (dies muss keine „Überregulierung“ bedeuten!) werden sich Kryptowährungen zu einer etablierten Asset Klasse entwickeln können. Ein erster Schritt ist nunmehr getan, denn mit dem Kryptoverwahrgeschäft steht Investoren nun eine dem bekannten Wertpapierdepot vergleichbare regulierte Möglichkeit der Verwahrung von Kryptowerten zur Verfügung. Die ersten Kryptoverwahrer wurden von der BaFin auch bereits zugelassen.

Neben dem KWG wurde auch das **Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)** „entstaubt“ und zumindest teilweise für das „Kryptozeitalter“ fitgemacht. Mit dem sogenannten Fondsstandortgesetz wurden Investitionen in Kryptowerte auch für **Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen** zugelassen. In § 284 KAGB wurden Kryptowerte im Sinne des KWG als zulässige Vermögensgegenstände eingeführt, allerdings **begrenzt auf 20 Prozent des Fondsvermögens**. Begründet wird dies damit, dass es bei der Verwahrung der Kryptowerte durch die Verwahrstelle noch viele ungelöste Fragen gibt. In der Regel wird die Verwahrstelle eines Fonds nicht auch gleichzeitig Kryptoverwahrer sein. Somit muss die Verwahrstelle des Fonds, die für die Verwahrung sämtlicher Vermögensgegenstände verantwortlich ist, mit einem Kryptoverwahrer zusammenarbeiten. Hier werden sich in nächster Zeit Standards in der Zusammenarbeit zwischen der Verwahrstelle und Dienstleistern wie Kryptoverwahrer entwickeln müssen.

Wenn **bisher von in Deutschland aufgelegten Kryptofonds** gesprochen wird, dann handelt es sich sehr wahrscheinlich um sogenannte „**Klein-Spezial-AIF**“, die von den Regulierungsausnahmen nach § 2 Abs. 4 KAGB Gebrauch gemacht haben und ohne Einschaltung einer Verwahrstelle aufgelegt wurden.

Es bleibt zu hoffen, dass nach erfolgreicher Klärung der Verwahrthematik dann auch in größerem Umfang im Rahmen eines Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen in Kryptowerte investiert werden kann und der Gesetzgeber an seiner fortschrittlichen Weiterentwicklung des KAGB festhält.

Für eine derartige Entwicklung spricht sicherlich auch der **kluge Schachzug** des Gesetzgebers, im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Erweiterung des Anlagenkatalogs im KAGB auch das **Investmentsteuergesetz (InvStG) anzupassen**. Im neuen § 26 Nr. 4 lit. n) InvStG wurden Kryptowerte ebenfalls als zulässiger Vermögensgegenstand für einen Spezial-Investmentfonds im Sinne des InvStG aufgenommen. Der für die Akzeptanz als etablierter Vermögensgegenstand „Kryptowert“ unerlässliche Gleichlauf zwischen Aufsichtsrecht und Investmentsteuerrecht ist somit gegeben.

EXKURS: Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR) – auch die EU ist nicht untätig...

Aktuell werden in der EU Kryptowerte weder einheitlich definiert noch reguliert; gleiches gilt für die Emission und den Vertrieb von Kryptowerten. Mit der MiCAR soll hier **ein EU-einheitlicher Kryptoregulierungsrahmen** geschaffen werden. Laut Fahrplan der EU soll die MiCAR im zweiten oder dritten Quartal 2022 in Kraft treten. Weitere Umsetzungen in nationalen Gesetzen wie dem KWG oder dem KAGB sind also gewiss.

Die MiCAR definiert Kryptowerte als „*eine digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können*“. Hier wird also eine sehr weitgehende, eigenständige Kryptowertdefinition geschaffen, die sich von der aktuell gültigen Legaldefinition im KWG unterscheidet. Es bleibt abzuwarten, ob es auf EU Ebene hier noch zu einer Eingrenzung der Definition kommen wird.

Erwähnenswert sind noch die geplanten Regelungen, die ein öffentliches Angebot von Kryptowerten betreffen. Emittenten, die Kryptowerte künftig in der EU öffentlich anbieten wollen, müssen ein Whitepaper erstellen, dieses notifizieren, veröffentlichen und bestimmte Wohlverhaltensregeln einhalten. Hier stellt sich die Frage, ob oder wie Kryptowerte wie Bitcoin, bei denen es keinen Emittenten gibt, von der MiCAR erfasst werden. Zum einen könnte argumentiert werden, die MiCAR findet hier künftig keine Anwendung oder aber wären solche Kryptowerte künftig von einem öffentlichen Angebot in der EU ausgeschlossen.

Allein diese zwei Beispiele zeigen, dass hier **noch viel Klärungsbedarf** besteht.

Physisch, synthetisch – Hauptsache Crypto?

Zurück zum geltenden Recht: Nachdem wir kurz dargestellt haben, welche gesetzlichen Neuregelungen es im Bereich der Kryptowerte gibt, gilt es nun der Frage nachzugehen, wie tatsächlich in solche Kryptowerte investiert werden kann. Tresides unterscheidet hierbei zwischen **physischen und synthetischen Investitionen**.

Eine **physische Investition** ist nach unserem Verständnis gegeben, wenn direkt und unmittelbar in Digitale Assets investiert wird und die entsprechenden Investitionen in sogenannten Wallets gehalten werden. Sofern ein Anleger nicht über Hard-Wallets verfügt, wäre für eine physische Investition in Kryptowerte ein Kryptoverwahrer notwendig, der dann die vergleichbare Rolle einer depotführenden Bank übernimmt. Die Einbindung eines Kryptoverwahrers dürfte der Hauptfall bei einer physischen Investition sein, da dieser häufig an eine Börse angeschlossen ist.

Wird indirekt in Kryptowerte investiert, sprechen wir von einer **synthetischen Investition**. Dies geschieht häufig über sogenannte Exchange Traded Notes (ETN). ETN sind börsengehandelte Wertpapiere in Form von Inhaberschuldverschreibungen, die zum regulierten Handel an einer Wertpapierbörse zugelassen werden. Der Preis einer ETN hängt von der Entwicklung des zugrundeliegenden Basiswerts ab. Basiswerte können z.B. einzelne Kryptowerte wie Bitcoin, Ethereum oder Litecoin sein. ETN zeichnen passiv die Entwicklung des Basiswerts, auf den sie sich beziehen, nach. Dadurch können Anleger an der Wertentwicklung des jeweiligen Basiswerts teilhaben. Durch ETN besteht daher die Möglichkeit, auch in zugrundeliegende Finanzprodukte, die beispielsweise auf Distributed-Ledger-Technologie basieren, mittelbar zu investieren und an der Wertentwicklung teilzuhaben. Grundsätzlich gilt bei ETN zu beachten, dass diese neben dem Wertschwankungsrisiko des Basiswerts auch dem Insolvenzrisiko des Emittenten unterliegen.

Praktisch gedacht: Fonds, Managed Account, etc.

Nach allerlei Theorie wollen wir nun versuchen, Ihnen einen **tabellarischen Überblick über die aktuellen, rechtlichen Investitionsmöglichkeiten von Kryptowerten in Fonds** aufzuzeigen. Hier gilt ganz besonders: „es kommt darauf an...“, denn die jeweilige KVG muss ihre internen Risikomanagement- und Compliance-Prozesse an die „neuen“ Vermögensgegenstände angepasst haben.

Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB (deutscher „Spezialfonds“)	
physisch	synthetisch
NEU: § 284 II j) KAGB Max. 20% in Kryptowerte	Beimischung bzw. Investition bis zu 100% im Rahmen der bekannten Ausstellergrenzen (5/10/40-Prozent Regel) möglich.
	§ 206 KAGB (5/10/40-Prozent Regel) kann mit Einwilligung der Anleger abbedungen werden.
	Risikomischung ist jedoch immer zu beachten.

Offener Spezial-AIF, § 282 KAGB	
physisch	synthetisch
Bis zu 100% in Kryptowerte darstellbar	Bis zu 100% in Kryptowerte darstellbar.
„Crypto-KVG“ notwendig	Risikomischung ist zu beachten.

OGAW, §§ 192ff. KAGB	
physisch	synthetisch
Physisches Investment ist unzulässig.	Investment bis zu 100% in Kryptowerte theoretisch darstellbar.
	Wegen den bekannten Ausstellergrenzen (5/10/40-Prozent Regel) sind allerdings mindestens 16 verschiedene Emittenten notwendig.

Neben den dargestellten Fondslösungen können wir uns auch vorstellen, die **Tresides Crypto-Strategie im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats** anzubieten. Wenn Sie - wie unser Jurist so häufig auch - „mehr Informationen benötigen“, dann stehen wir gerne für Gespräche zur Verfügung.

Unsere Artikelserie ist hiermit allerdings noch nicht zu Ende, denn ein besonders spannendes und brandaktuelles Themenfeld blieb bisher in Bezug auf Cryptos nahezu unbehandelt: **ESG**. Auch auf diesem Themenfeld ist die EU mit der Offenlegungsverordnung und der Taxonomie-Verordnung natürlich aktiv. Die **Offenlegungsverordnung** umschreibt die einzelnen Offenlegungspflichten um Finanzprodukte vergleichbar zu machen. Die **Taxonomie-Verordnung** hingegen legt fest, was als nachhaltiges Wirtschaften anzusehen ist.

Was aber haben Kryptowerte nun mit ESG zu tun? Wir verstehen ESG nicht nur auf EU-Regulierungsvorhaben bezogen. ESG ist für uns umfassender zu verstehen und daher haben wir uns auch Gedanken in Bezug zu ESG und Kryptoinvestments gemacht. **Hierzu mehr in unserem nächsten Artikel - es bleibt also spannend!**

Der vorliegende Artikel wurde mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt, allerdings kann keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Ausführungen übernommen werden. Ebenso wenig, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Die in dem Artikel getroffenen Aussagen und Hinweise stellen keine Rechtsberatung dar und können eine Rechtsberatung unter Berücksichtigung des Einzelfalls nicht ersetzen.