

# Krypto-FAV und MiCAR

Neue Regeln und neue Gatekeeper



**Dr. Joachim Kayser**  
Partner Private Investment Funds  
bei Goodwin Procter



**Dr. Sebastian Seeger**  
Associate Private Investment Funds  
bei Goodwin Procter

Deutschland bleibt europäischer Vorreiter bei Krypto-Assets. Am 17. Juni hat die Bundesregierung die Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) verabschiedet. Damit können Fondsmanager in Deutschland nun Fondsanteile auf elektronischer statt auf physischer Basis ausgeben. Mit der Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) schafft die Europäische Union zudem einen gemeinsamen rechtlichen Rahmen für Krypto-Assets. In Kombination mit dem Fondsstandortgesetz, das es institutionellen Anlegern erlaubt, in Kryptowerte zu investieren, und dem elektronischen Wertpapiergesetz (eWpG) bietet sich hier grundsätzlich ein enormes Potenzial für die Finanzbranche in Deutschland. Einige Themen bleiben jedoch noch ungeklärt. Auch enthalten die regulatorischen Vorgaben in einigen Punkten weiterhin große Herausforderungen für die Branche: So hat beispielsweise die Verwahrstelle nach wie vor eine Gatekeeper-Position. Trotz des umfangreichen Rechtsrahmens für die Emission und den Handel von Krypto-Assets schafft auch MiCAR an dieser Stelle keine Abhilfe. Wie genau stellt sich die rechtliche Situation rund um Krypto-Assets in Deutschland dar und welche Schritte muss die Bundesregierung noch gehen?

*Mit MiCAR schafft die EU einen gemeinsamen rechtlichen Rahmen für Krypto-Assets*

Mit dem am 2. August 2021 in Kraft getretenen Fondsstandortgesetz (FoStoG) wurde es institutionellen Anlegern in Deutschland erstmals erlaubt, über traditionelle offene inländische Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen in Krypto-Assets zu investieren. Die Spezial-AIFs dürfen nun bis zu 20% ihres Vermögens in Kryptowerte anlegen. Die dadurch zur Verfügung stehende Summe beläuft sich auf bis zu 350 Mrd. Euro. Eine Ausweitung der Regelung auf Publikumsfonds hätte die Tür auch für privates Kapital geöffnet und dem Markt voraussichtlich einen immensen Wachstumsschub versetzt – hier wurde eine Chance (vermutlich bewusst) vergeben. Dennoch bietet sich durch die Freisetzung institutioneller Mittel ein großes Potenzial, das bisher nicht annähernd ausgeschöpft wurde. In der Praxis sind deutsche institutionelle Anleger stark reguliert und brauchen daher Zeit, um ihre Prozesse an diese neue Anlagemöglichkeit anzupassen. Es ist aber zu erwarten, dass die neue Quote im Laufe der nächsten fünf Jahre im einstelligen Prozentbereich genutzt wird. Angesichts des Investitionsvolumens der Spezialfonds handelt es sich um einen Markt mit massivem Wachstumspotenzial. Zudem dürfte sich durch die Anerkennung von Krypto-Assets als Anlageklasse ihre Akzeptanz erhöhen und

die Attraktivität Deutschlands als moderner Fondsstandort steigen. Im Juni 2022 hat die Bundesregierung im nächsten Schritt die KryptoFAV verabschiedet. Sie erlaubt es Fondsmanagern, Anteile oder einzelne Anteilsklassen eines Sondervermögens als Krypto-Assets auszugeben. Kryptofondsanteile sind definiert als elektronische Anteilscheine, die in einem Kryptowertpapierregister registriert werden (§ 1 Satz 2 KryptoFAV). Kryptofondsanteile stellen also eine Untergruppe elektronischer Anteilscheine dar. Dies hat zur Folge, dass auf Kryptofondsanteile über die KryptoFAV hinaus die allgemeinen Vorschriften des § 95 KAGB und weitere Vorschriften des eWpG Anwendung finden.

Demnach sind Kryptowerte im Sinne des deutschen Rechts definiert als digitale Wertdarstellungen, die:

- nicht von einer Zentralbank oder einer öffentlichen Stelle ausgegeben oder garantiert werden; und
- nicht den gesetzlichen Status von Währung oder Geld haben; aber
- von natürlichen oder juristischen Personen akzeptiert werden;
  - auf der Grundlage einer Vereinbarung oder tatsächlichen Praxis;
  - als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert werden; oder
  - zu Anlagezwecken dienen; und

- mit elektronischen Mitteln übertragen, gespeichert und gehandelt werden können.

Der Inhalt der KryptoFAV kann nur durch die entsprechende Anwendung des eWpG vollständig erfasst werden. Ein zentrales Element des eWpG ist die Zulassung von digitalen Wertpapieren, für die die Papierbelegpflicht entfällt. Stattdessen werden sie in ein elektronisches Wertpapierregister eingetragen. Eine besondere Form dieses Registers ist das Kryptowertpapierregister. Es basiert typischerweise auf der Distributed-Ledger-Technologie und wird von der Verwahrstelle oder einer anderen von der Verwahrstelle beauftragten Stelle mit einer Berechtigung zur Kryptowertpapierregisterführung betrieben. Mit diesen Regelungen nimmt Deutschland in der Europäischen Union eine Vorreiterrolle bei der Regulierung von Kryptofonds ein und ermöglicht sowohl Fondsmanagern als auch professionellen Anlegern, moderne Technologien für ihre Investitionen zu nutzen.

Die deutschen Vorgaben werden durch die Regularien des europäischen Gesetzgebers flankiert: Die EU hat im Oktober MiCAR verabschiedet. Sie soll einen einheitlichen Rechtsrahmen für die Emission und den Handel von Krypto-Assets schaffen. Dabei ist eine Umsetzung durch die Mitgliedstaaten in nationale Gesetzgebung nicht erforderlich. Nach einer Übergangsperiode von 18 Monaten werden die neuen Regularien 2024 unmittelbar auf die Marktteilnehmer anwendbar sein und ohne weitere Maßnahmen der Mitgliedstaaten Rechtswirkung entfalten. Mit MiCAR billigt der Gesetzgeber Kryptowerte als eigenständige Anlageklasse und schafft einen entsprechenden Anlegerschutz. Das Regelwerk gilt für alle Marktteilnehmer, die in der EU Kryptowerte ausgeben oder Dienstleistungen im Zusammenhang mit diesen erbringen. Zudem führt die EU mit der Richtlinie künftig ähnliche Regulierungsinstrumente wie beim Wertpapiermarkt ein. So dürfen Dienstleistungen im Zusammenhang mit Krypto-Assets künftig nur noch mit einer behördlichen Erlaubnis erbracht werden. Dazu

### *Deutschland nimmt in der EU eine Vorreiterrolle bei der Regulierung von Kryptofonds ein*

müssen Unternehmen bei den nationalen Behörden eine entsprechende Lizenz beantragen, mit der sie in allen 27 Mitgliedsländern tätig sein dürfen. Entsprechend müssen die Aufsichtsbehörden der europäischen Finanzmarktaufsicht ESMA jeden autorisierten Betreiber melden. Die Verordnung adressiert zudem Strafen für Insiderhandel und Marktmanipulation.

Mit dem Fondsstandortgesetz, dem elektronischen Wertpapiergesetz, der Verordnung über Kryptofondsanteile sowie der europäischen Markets in Crypto Assets Regulation sind die regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland im Vergleich zu anderen EU-Mitgliedsstaaten außerordentlich fortschrittlich. Gleichzeitig stellen die Vorgaben die Finanzbranche vor große Herausforderungen.

So sah der Verordnungsentwurf der Krypto-FAV ursprünglich vor, dass nur eine Verwahrstelle (mit Bank-Volllizenz) zur Führung des Kryptowertpapierregisters berechtigt sein sollte. Nach heftiger Kritik von Fondspraktikern an dieser Monopolstellung bietet die endgültige Fassung auch anderen Marktteilnehmern die Möglichkeit, eine Genehmigung zur Registerführung durch die BaFin zu erlangen. Im Hinblick auf den Anwendungsbereich von Kryptofondsanteilen kommen damit in erster Linie Kreditinstitute und sonstige Wertpapierfirmen in Betracht (§80 Abs. 2 KAGB). Über die Möglichkeit, Kryptofondsanteile an geschlossenen Spezial-AIF auszugeben, kann aber auch ein Treuhänder die Aufgaben einer Verwahrstelle wahrnehmen. Doch auch so hat die Verwahrstelle nach wie vor eine Gatekeeper-Position. Formal entscheidet sie, ob und welches andere Unternehmen sie als Registerführer ernannt. Dies könnte den Wettbewerb schwächen und insbesondere jungen Technologie-Unternehmen den Markteintritt erschweren und so Innovationen behindern. Weitere Unsicherheiten und wenig praktische Erfahrung (wenn auch guter Wille) bestehen momentan auch noch auf Seiten der Aufsichtsbehörden in Bezug auf das Verfahren zur Erlangung einer Genehmigung für die Registrierung von Kryptowert-

papieren, die Anforderungen an eine ordnungsgemäße Registerführung und in Bezug auf Haftungsfragen im Falle eines Verstoßes gegen diese Anforderungen. Aber das dürften Kinderkrankheiten bleiben.

Auch die neuen MiCAR-Vorgaben halten einige Hindernisse bereit. Zwar macht das vorgesehene Passporting-Regime es möglich, dass Dienstleister mit einer Zulassung in einem EU-Mitgliedstaat ohne weitere Erlaubnisse grenzüberschreitend in der EU tätig werden können. Auf der anderen Seite sind die neuen Regeln, insbesondere im Bereich der Geldwäschebekämpfung vergleichbar mit den Vorgaben, die heute schon für die Finanzbranche gelten. So sollen die Handelsplattformen künftig bei allen Transaktionen Informationen über Käufer und Verkäufer erfassen. Dies führt jedoch zu einem immensen praktischen Vorteil für etablierte Institute – sie verfügen bereits über entsprechende Infrastruktur und Prozesse und können die neuen Anforderungen daher sehr viel einfacher abbilden als neue Marktteilnehmer. Auch dies könnte vielen jungen Unternehmen den Zugang zum Kryptomarkt erschweren und zu einer Zementierung der Marktmacht bestehender Anbieter führen.

Infrastruktur und Marktzugang zu digitalen Vermögenswerten entwickeln sich stetig weiter. Dennoch ist die Allokation in digitale Assets in Deutschland bisher vergleichsweise gering. Marktturbulenzen wie die jüngste FTX-Pleite sorgen bei vielen Investoren zusätzlich für Skepsis. Ob die neuen aufsichtsrechtlichen Regeln und Möglichkeiten dem Kryptomarkt unmittelbar den erhofften Impuls geben können, bleibt demnach abzuwarten. Insbesondere für neue Anbieter stellen die nationalen und europäischen Regularien erhebliche Hemmnisse dar. Die grundsätzliche Öffnung des Kryptomarkts für institutionelle Anbieter bietet jedoch mittelfristig ein erhebliches Wachstumspotenzial, insbesondere wenn künftig auch Sachwerte als NFTs marktgängig werden, und könnte den Markt in Bewegung bringen – die Digitalisierung des Fondsmarktes hat gerade erst begonnen.