

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 Vermögenswerten, 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 Kapiendo, 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 verbriefte 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.“

Wertpapiere digital

Teil 1: Die Technische Revolution (25.7.)

Teil 2: Der Stand der Dinge (28.7.)

Teil 3: Der Weg zum Ziel

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 Kapiendo 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



Vorreiter: Das kleine Liechtenstein hat Finanz-Token in einem Gesetz verankert.

Foto Peter Klauzner/Laif

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 illikvide 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 Mächts, 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 Heinze, 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 Kapiendo-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 Anleiheemission 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 europä-

ischen 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 Kapiendo 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 Härtestellen bestehen mussten.

Dass es aber beim Kryptozahlungsverkehr noch hakt, musste das amerikanische Unternehmen RealT erfahren, das über Token Eigentumsanteile an Mietshäusern 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 Ursprungsdeute retten. Und nicht zuletzt müssen sich noch Wahrnehmung und Image der „Krypto-Unternehmen“ verbessern.



Bankrott-Weltmeister

Von Markus Frühauf

Neben zwei Fußball-Weltmeistertiteln ist Argentinien acht Staatsbankrotte auf. Nun droht der neunte, wenn es im Schuldenpoker keine Einigung mit den Gläubigern gibt. Die Regierung von Präsident Alberto Fernández scheint aufs Ganze zu gehen. Das mag auch daran liegen, dass sie keine andere Wahl hat. Das aufgebesserte Angebot großer Gläubiger, darunter der amerikanische Vermögensverwalter Blackrock, hat sie zurückgewiesen, weil sie nicht deren kurzfristige Gewinne erhöhen könne, solange jedes zweite Kind in Argentinien in Armut leben müsse. Die Corona-Pandemie verschärfte zur Krise, aber die Schuldenmisere ist selbstverschuldet. Das südamerikanische Land zählte bis 1950 zu den reichsten Ländern der Welt, dank Bodenschätzen und einer großen Landwirtschaft. Seitdem ging es bergab. In Deutschland warten noch immer viele Anleger auf die Rückzahlung ihrer Forderungen aus dem Staatsbankrott 2001. Dagegen wurden andere Gläubiger, insbesondere Hedgefonds, längst ausgezahlt. Man scheint es in Buenos Aires mit internationalen Gepflogenheiten wie zum Beispiel der Gleichbehandlung von Investoren nicht so genau zu nehmen.

Börse gegen Steuerpflicht für Xetra-Gold

mfe. FRANKFURT. Das für die Schuldverschreibung Xetra-Gold zuständige Gemeinschaftsunternehmen hält nichts von der geplanten Steuerpflicht für das bei institutionellen und privaten Anlegern beliebte Wertpapier. „Die Deutsche Börse Commodities GmbH spricht sich gegen ein Gesetzesvorhaben aus, das ein transparentes, geregeltes und effizientes Investment in physisches Gold, wie Xetra-Gold es ermöglicht, mit Abgeltungssteuer belegt“, hieß es in einer der F.A.Z. am Mittwoch vorliegenden Stellungnahme. Die mögliche Abwanderung von Anlegern in intransparente Bereiche des Marktes wäre die kontraproduktive Folge. Bei dem Unternehmen handelt es sich um ein Jointventure der Deutschen Börse mit namhaften Banken und dem Goldbarrenhersteller Umicore. Wie diese Zeitung berichtet hatte, plant das Bundesfinanzministerium eine Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Wertpapieren, die wie Xetra-Gold einen Anspruch auf die Lieferung von Edelmetallen verbrieften (F.A.Z. vom 24. Juli). Bisher können Anleger solche Gold-Papiere nach Ablauf einer Spekulationsfrist von einem Jahr steuerfrei veräußern. Die Börse betont allerdings, dass es sich beim vorliegenden Jahressteuergesetz 2020 um einen ersten Referentenentwurf handle. Es sei daher offen, ob ein möglicher Gesetzgebungsprozess letztlich dazu führe, dass Gewinne aus der Veräußerung oder Einlösung von Xetra-Gold wieder abgeltungssteuerpflichtig würden.

Die Börse

Dax in Punkten	Bundesanleihe Rendite 10 Jahre
14000	-0,15
13000	-0,30
12000	-0,45
11000	-0,60
10000	-0,75

	28.7.20	29.7.20
F.A.Z.-Index	2248,82	2250,40
Dax 30	12835,28	12822,26
M-Dax	26748,04	26829,19
Tec-Dax	3052,65	3074,89
Euro Stoxx 50	3303,56	3300,16
F.A.Z.-Euro-Index	116,38	116,22
Dow Jones	26379,28	26539,57
Nasdaq Index	10402,09	10542,94
Bund-Future	177,23	177,03
Tagesgeld Frankfurt	-0,50 %	-0,50 %
Bundesanl.-Rendite 10 J.	-0,51 %	-0,50 %
F.A.Z.-Renten-Rend. 10 J.	-0,04 %	-0,03 %
US-Staatsanl.-Rend. 10 J.	0,58 %	0,56 %
Gold, Spot (\$/Unze)	1959,60	1968,29
Rohöl (London \$/Barrel)	43,27	43,78*
1 Euro in Dollar	1,1717	1,1725
1 Euro in Pfund	0,9097	0,9039
1 Euro in Schweizer Franken	1,0758	1,0766
1 Euro in Yen	123,34	123,28

a) Ortszeit 16 Uhr, b) Ortszeit 22 Uhr

NEUE ANLEIHEN

Bundesanleihen bekommen große Konkurrenz

Die Anleihen der Europäischen Union (EU) werden am Finanzmarkt schon als neue Referenz im Euroraum gesehen. In den kommenden Jahren rollt dabei auf den Markt eine Emissionslawine von 850 Milliarden Euro zu – 750 Milliarden Euro dienen dem Wiederaufbaufonds und 100 Milliarden Euro dem EU-Kurzarbeitergeld. Ein in diesen Tagen veröffentlichter Artikel der Finanznachrichtenagentur Bloomberg trug die Überschrift: „Die Bundesanleihe kann ihre Krone verlieren“.

Zweifelsfrei werden die EU-Anleihen für viele institutionelle Investoren, die trotz Negativzinsen gezwungen sind, in Staatsanleihen des Euroraums zu investieren, eine willkommene Alternative zu den Schuldtiteln des deutschen Staates sein. Denn sie dürften auch weiterhin etwas höhere Renditen aufweisen. Für den größten Vermögensverwalter Europas, Amundi, könnten die EU-Anleihen außer-europäische Investoren davon überzeugen, die EU nicht als Puzze einzelner Staaten, sondern als Gesamtkonstrukt zu betrachten. In Deutschland dürfte das weniger als Chance, sondern eher als Risiko gesehen werden. Denn die EU-Anleihen profitieren von der deutschen Haftung, was sich auch in den Ratings ablesen lässt, die bei Moody's („Aaa“) und Fitch („AAA“) auf der allerhöchsten Stufe wie Deutschland rangieren. Nur bei Standard & Poor's liegt die EU mit „AA“ zwei Stufen unter Deutschland („AAA“).

Auch daraus erklärt sich der Risikoaufschlag zu deutschen Staatsanleihen, die am Markt kurz und knapp „Bund“ genannt werden. Blickt man dagegen auf die jüngste Auktion am Mittwoch, stellt man fest, dass Bundesanleihen noch im-

mer sehr gefragt sind. Die Aufstockung der Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 15 Jahren – ebenfalls ein Novum, das der Corona-Krise geschuldet ist – war deutlich überzeichnet. Das Volumen wurde um 3,5 Milliarden auf 13,5 Milliarden Euro erhöht. Die Investoren fragten fast 6 Milliarden Euro nach. Noch besser verlief am Dienstag die Aufstockung der siebenjährigen Bundesanleihe um 4 Milliarden auf 14 Milliarden Euro. Hier wurde eine Nachfrage von fast 8 Milliarden Euro verzeichnet. Fast fühlt man sich an die alte Kaufmannsweisheit erinnert, Konkurrenz belebe das Geschäft.

Das muss jedoch nicht immer so bleiben. In den vergangenen Jahren haben Bundesanleihen davon profitiert, ein be-

sonders knappes Gut zu sein. Dafür sorgten nicht nur die Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank (EZB), sondern auch die „schwarze Null“ des Bundesfinanzministers. Doch von dem Ziel eines ausgeglichenen Haushalts musste sich Olaf Scholz in der Corona-Krise verabschieden. Der deutsche Staat muss in diesem Jahr bis zu 445 Milliarden Euro an Anleihen begeben – allein 220 Milliarden Euro für neue Schulden. Dadurch steigt die Schuldenquote Deutschlands von knapp 60 auf 77 Prozent des Bruttoinlandsproduktes. In den kommenden Jahren werden Bundesanleihen also kein knappes Gut mehr sein. Mit den EU-Anleihen könnte ihnen zudem ein neuer Konkurrent entstehen. MARKUS FRÜHAUF

Internationale Neuemissionen

Emittent	ISIN	Währung	Betrag Mio.	Zinsen (%)	Fälligkeit	Ausgabe-kurs (%)	Rating'	Mindestanlage in Tsd.
Deutschland	DE0001102515	Euro	13500 ¹⁾	0,000	05/2035	104,7	Aaa/AAA	–
Baden-Württem.	DE000A141Z07	Euro	1000	0,010	08/2027	102,8	Aaa/AAA	1
Hamburg	DE000A2LQPC1	Euro	750 ²⁾	0,010	06/2030	100,7	–/–	1
EFSE	EU000A1G0D88	Euro	4000 ²⁾	0,625	10/2026	99,8	Aa1/AA	1
Prosus	XS2211183756	Euro	500	2,031	08/2032	100,0	Baa3/BBB-	100
Prosus	XS2211183244	Euro	500	1,539	08/2028	100,0	Baa3/BBB-	100
Faurecia	XS2209344543	Euro	700	3,750	06/2028	100,0	Ba2/BB	100
Faurecia	XS2209343495	Euro	300	2,625	06/2025	97,5	Ba2/BB	100
AT&T	US00206RKD34	Dollar	2500	3,100	02/2043	99,9	Baa2/BBB	2
AT&T	US00206RF81	Dollar	1500	3,500	02/2061	99,9	Baa2/BBB	2
AT&T	US00206RKE17	Dollar	2250	3,300	02/2052	99,9	Baa2/BBB	2
AT&T	US00206RKH48	Dollar	2500	2,250	02/2032	99,8	Baa2/BBB	2
AT&T	US00206RKG64	Dollar	2250	1,650	02/2028	99,9	Baa2/BBB	2
Southwest Air	US844741BK34	Dollar	2000	5,125	06/2027	100,0	Baa1/BBB	2
Southwest Air	US844741BJ60	Dollar	1550	5,250	05/2025	99,8	Baa1/BBB	2

1) Bewertung der Bonität durch die Agenturen Moody's (links) und Standard & Poor's (rechts); 2) Aufstockung

Quelle: Bloomberg

BRENNPUNKT OSTEUROPA

Wichtige osteuropäische Währungskurse zeigen Stärke gegenüber Euro und Dollar.

Seite 25

MERKWÜRDIGE EUPHORIE

Ökonomen machen sich einen Reim auf die trotz der Krise steigenden Aktienkurse.

Seite 25

WER ZAHLT, IST OFFEN

Toshiro Muto, Chef von Tokio 2020, hofft auf die Spiele als Vorbild für globale Ereignisse.

Seite 27

DIGITALES SPIEL DER KÖNIGE

Schach durchlebt eine Revolution – und Anish Giri ist vorn mit dabei.

Seite 27