



BaFin

Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht

Rundschreiben [...] / 2025 – Pflichten von Verwahrstelle und Kapitalverwaltungsgesellschaft bei in Kryptowerte investierenden Investmentvermögen

Inhaltsverzeichnis

I.	Präambel/Einleitung	3
II.	Pflichten der Verwahrstelle	4
1.	Allgemeine Pflichten im Zusammenhang mit der Übernahme des Mandats	4
1.1	Pflichten vor Übernahme des Mandats	4
1.2	Ausreichende Ressourcen / Fachliche Eignung der Geschäftsleiter	5
1.3	Technische Vorkehrungen	6
1.4	Verwahrbarkeit von Vermögensgegenständen	6
2.	Pflichten im Zusammenhang mit der Verwahrung von Kryptowerten	7
2.1	Verwahrung von verwahrfähigen Kryptowerten nach dem KAGB	7
2.2	Einsatz von Unterverwahrern	8
3.	Prüfungspflichten bei nicht verwahrfähigen Vermögensgegenständen	10
4.	Kontrollpflichten der Verwahrstelle	12
4.1	Erwerbbarkeit gemäß Anlagebedingungen und gesetzlichen Vorschriften	12
4.2	Marktgerechtigkeitskontrolle	12
III.	Pflichten der Kapitalverwaltungsgesellschaft	13
1.	Erlaubnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft	13
2.	Ausreichende Ressourcen / Fachliche Eignung der Geschäftsleiter	14
3.	Überarbeitung von Prozessen	15
4.	Marktgerechtigkeitskontrolle / Anteilwertermittlung	15

Rundschreiben [...] /2025 – Pflichten von Verwahrstelle und Kapitalverwaltungsgesellschaft bei in Kryptowerte investierenden Investmentvermögen

I. Präambel/Einleitung

1. Die Bedeutung von Kryptowerten als Assetklasse hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Gemäß Artikel 3 Abs. 1 Nr. 5 der Verordnung (EU) 2023/1114 (MiCAR) sind Kryptowerte eine digitale Darstellung von Werten oder Rechten, die unter Verwendung der Distributed-Ledger-Technologie oder einer ähnlichen Technologie elektronisch übertragen und gespeichert werden können.
2. Allen Kryptowerten ist gemein, dass sie auf einer neuartigen Technologie beruhen, die durch die bestehenden regulatorischen und rechtlichen Vorgaben noch nicht vollständig abgebildet wird. Darüber hinaus gehen mit dieser neuen Technologie sowohl veränderte als auch völlig neue Risiken einher. So sind Kryptowerte u.a. wegen der mit Kenntnis des privaten kryptografischen Schlüssels (Private Key) einhergehenden umfassenden Verfügungsgewalt über den Kryptowert einem besonderen Verwahrrisiko z.B. durch drohende Hacker-Angriffe ausgesetzt.
3. Neben Spezial-AIF ohne feste Anlagebedingungen und Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen können seit Inkrafttreten des Zukunftsfinanzierungsgesetzes auch Sonstige inländische Publikums-AIF (§ 221 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)) sowie geschlossene Publikums-AIF (§ 261 KAGB) direkt in Kryptowerte investieren. Investmentvermögen ist ein direkter Erwerb von Kryptowerten auch gestattet, sofern diese die Voraussetzungen der §§ 192 i.V.m. 193 bis 198 KAGB erfüllen.
4. Unmittelbar in Kryptowerte investierende AIF stellen sowohl die Verwahrstelle als auch die Kapitalverwaltungsgesellschaft technisch und regulatorisch vor neue Herausforderungen. Mit diesem Rundschreiben sollen den zuvor genannten Akteuren regulatorische Mindestanforderungen im Zusammenhang mit Investitionen in dieser neuartigen Anlageklasse an die Hand gegeben werden. Sofern auch für Rechnung eines Publikumsfonds Kryptowertpapiere bzw. DLT-Finanzinstrumente erworben werden, die die Voraussetzungen des § 193 bzw. § 198 KAGB erfüllen, gelten die in diesem Rundschreiben genannten Vorgaben entsprechend.

5. Nicht vom Anwendungsbereich dieses Rundschreibens erfasst ist die mittelbare Anlage in Kryptowerte zum Beispiel über Delta-1-Zertifikate, die derzeit auch bereits für Publikumsfonds unter Beachtung der besonderen Anforderungen an die Risikostreuung und das Risikomanagement möglich ist.
6. Das Rundschreiben enthält grundsätzlich auch keine Vorgaben im Hinblick auf die Ausgabe und Rücknahme von Anteilsscheinen, die auf der Basis eines dezentralen Kryptowertpapierregisters im Sinne von § 16 des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG) emittiert worden sind.
7. Sofern es im Rahmen aktueller bzw. noch kommender europäischer und nationaler Gesetzgebungsverfahren (z.B. im Zusammenhang mit MiCA) erforderlich werden sollte, wird dieses Rundschreiben entsprechend angepasst werden.

II. Pflichten der Verwahrstelle

8. Die Verwahrstelle treffen neben der Pflicht zur Verwahrung von Vermögensgegenständen, soweit diese gemäß § 81 bzw. § 72 KAGB verwahrfähig sind, stets gewisse Kontrollpflichten, die sich aus dem KAGB oder den einschlägigen Level-2-Vorschriften zur Richtlinie 2011/61/EU (AIFM-RL) bzw. der Richtlinie 2009/65/EG (OGAW-RL) ergeben.
9. Die im Verwahrstellenrundschreiben enthaltenen Vorgaben werden durch dieses Rundschreiben ergänzt und treten neben die nachfolgend erläuterten Anforderungen. Im Hinblick auf die Pflichten der Verwahrstelle im Zusammenhang mit Investitionen des Investmentvermögens in Kryptowerte gehen die in diesem Rundschreiben enthaltenen Vorgaben den Regelungen des Verwahrstellenrundschreibens im Zweifel vor.

1. Allgemeine Pflichten im Zusammenhang mit der Übernahme des Mandats

1.1 Pflichten vor Übernahme des Mandats

10. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass eine Investition in Kryptowerte, insbesondere in solche mit intendierter Zahlungsfunktion ohne intrinsischen Wert wie z.B.

Bitcoin (Payment Token¹), großen Wertschwankungen unterliegt und mit erheblichen Risiken verbunden ist.

11. Aus diesem Grund hat die Verwahrstelle schon vor Übernahme des Mandats ein besonderes Augenmerk auf die Bewertung der mit dem Mandat verbundenen Risiken zu legen und auf dieser Grundlage angemessene Aufsichtsprozesse zu etablieren (Art. 92 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 (AIFMD Level-2-VO)).
12. Zu diesem Zweck übermittelt die Kapitalverwaltungsgesellschaft der Verwahrstelle bereits vor Beginn der Wahrnehmung ihrer Pflichten und danach kontinuierlich alle relevanten Informationen, die sie zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen nach § 83 KAGB benötigt, einschließlich solcher Informationen, die der Verwahrstelle von Dritten vorzulegen sind (vgl. Art. 92 Abs. 4 AIFMD Level-2-VO).

1.2 Ausreichende Ressourcen / Fachliche Eignung der Geschäftsleiter

13. Die Verwahrstelle muss zudem über ausreichende sachliche und personelle Ressourcen verfügen.
14. Dies gilt unter anderem für die gemäß § 80 Abs. 9 KAGB bzw. § 68 Abs. 4 KAGB erforderliche Qualifikation der für die Verwahrstellenfunktion zuständigen Geschäftsleiter. Diese müssen insbesondere im Hinblick auf die Vermögensgegenstände, die für ein Investmentvermögen erworben werden sollen, sowie deren Verwahrung im In- und Ausland einschlägige theoretische und praktische Fachkenntnisse aufweisen (siehe Ziffer II.2. des Verwahrstellenrundschreibens).
15. Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Investitionsmöglichkeit in Kryptowerte über regulierte Investmentvermögen gemessen an anderen Vermögensgegenständen noch relativ neu ist, so dass umfassende Erfahrungen auf Ebene der Geschäftsleitung zum heutigen Zeitpunkt nicht immer vorliegen werden. Aus diesem Grund dürfte es genügen, wenn die Geschäftsleiter neben bereits vorhandenen, zum Beispiel über besuchte Fortbildungen nachgewiesene, theoretischen Kenntnissen die erforderliche praktische Erfahrung in einem Zeitraum von sechs Monaten nach Übernahme des Mandats aufbauen.
16. Das Erfordernis ausreichender personeller fachkundiger Ressourcen unterhalb der Ebene der Geschäftsleitung bleibt hiervon jedoch unberührt. Gegebenenfalls muss die für die Verwahrstellenfunktion zuständige Einheit mit entsprechend fachkundigen Personen verstärkt werden.

¹ Bei der Bezeichnung „Payment Token“ handelt es sich angesichts des Fortschritts in der Nomenklatur lediglich um eine vereinfachende Gruppierung, die insbesondere keine Anerkennung der BaFin beinhaltet, dass diese Instrumente zu Zahlungszwecken geeignet sind.

1.3 Technische Vorkehrungen

17. Die Verwahrstelle muss gemäß § 80 Abs. 9 KAGB bzw. § 68 Abs. 4 KAGB bereit und in der Lage sein, die für die Erfüllung der Verwahrstellenaufgaben erforderlichen organisatorischen Vorkehrungen zu schaffen. Zu den erforderlichen organisatorischen Vorkehrungen zählt neben der Personalausstattung insbesondere auch die Verfügbarkeit geeigneter IT-Systeme und Prozesse.
18. Sofern die Verwahrstelle anlässlich der Verwahrung von verwahrfähigen Vermögensgegenständen Kenntnis vom privaten kryptografischen Schlüssel erlangt, muss sie aufgrund der damit einhergehenden umfassenden Verfügungsgewalt über den Kryptowert über die für die Schlüsselsicherung erforderlichen IT-Sicherungsmaßnahmen verfügen. Sie muss ein geeignetes Kryptokonzept vorhalten oder spezifische Maßnahmen zum Schutz der Kryptowerte bzw. der privaten kryptografischen Schlüssel treffen.

1.4 Verwahrfähigkeit von Vermögensgegenständen

19. Je nach Ausgestaltung des Kryptowertes sind Verwahrstellen gemäß § 81 KAGB bzw. § 72 KAGB zu dessen Verwahrung verpflichtet. Verwahrfähig sind gemäß § 81 Abs. 1 Nr. 1 KAGB bzw. § 72 Abs. 1 Nr. 1 KAGB dabei Finanzinstrumente im Sinne des Anhangs I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II), der insbesondere übertragbare Wertpapiere als Finanzinstrumente ansieht. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 der MiFID II stellt zudem klar, dass Finanzinstrumente im Sinne der MiFID II auch mittels Distributed Ledger-Technologie (DLT) emittiert werden können.
20. Bei Kryptowerten, die als „Security Token“ bezeichnet werden, kann es sich um übertragbare Wertpapiere im Sinne des Anhangs I Abschnitt C der MiFID II-RL und damit um Finanzinstrumente nach § 81 Abs. 1 Nr. 1 KAGB bzw. § 72 Abs. 1 Nr. 1 KAGB handeln.² Bei entsprechender Ausgestaltung kann ein Security Token auch ein Kryptowertpapier gemäß § 4 Abs. 3 eWpG sein. Bei Kryptowertpapieren und Kryptofondsanteilen im Sinne des eWpG bzw. der Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) handelt es sich um Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes (DepotG) und damit regelmäßig auch um verwahrfähige Finanzinstrumente gemäß § 81 Abs. 1 Nr. 1 KAGB bzw. § 72 Abs. 1 Nr. 1 KAGB³. Der Bereich der verwahrfähigen Security Token ist allerdings nicht prinzipiell auf Kryptowertpapiere im Sinne des eWpG beschränkt, so dass bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen auch andere Security Token verwahrfähig sein können.

² Vgl. z.B. BaFin Artikel „Kryptotoken“

https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Geschaeftsmodelle/DLT_Blockchain_Krypto/Kryptotoken/Kryptotoken_node.html.

³ Der in § 81 Abs. 1 KAGB zugrunde gelegte Begriff der Verwahrung ist weiter zu verstehen als eine reine Verwahrung im Sinne des DepotG. Siehe im Übrigen die Ausführungen unter Ziffer II.2 dieses Rundschreibens.

21. Eine Verwahrfähigkeit ist jedenfalls anzunehmen, wenn die betreffenden Kryptowerte direkt oder indirekt im Namen der Verwahrstelle auf einem Konto für Finanzinstrumente verbucht oder gehalten werden können. Dies ist bei der Verwahrung eines Kryptowertpapiers nach dem DepotG der Fall, und insbesondere auch, wenn Kryptowertpapiere direkt oder indirekt im Namen der Verwahrstelle oder eines Unterverwahrers auf Ebene eines Zentralverwahrers registriert oder auf einem Konto gehalten werden können.⁴ Darüber hinaus ist eine Verwahrfähigkeit gegeben, wenn die Verwahrstelle oder ein Unterverwahrer beim Emittenten selbst oder bei dessen Beauftragten (etwa dem gem. § 16 Abs. 2 eWpG benannten Kryptowertpapierregisterführer) direkt registriert werden⁵.
22. Soweit Kryptowerte diese Voraussetzungen nicht erfüllen, liegt eine Verwahrfähigkeit nicht vor. Bei im Ausland begebenen Kryptowerten muss die Prüfung der Verwahrfähigkeit unter Berücksichtigung des jeweils geltenden Rechts im Einzelfall erfolgen.
23. Die Verwahrstelle hat vor dem erstmaligen Erwerb eines Kryptowerts durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Investmentvermögens neben der Kapitalverwaltungsgesellschaft auch selbst zu prüfen, ob dieser als verwahrfähiger oder sonstiger Vermögensgegenstand, für welchen die Anforderungen des § 81 Abs. 1 Nr. 2 KAGB bzw. § 72 Abs. 1 Nr. 1 b) KAGB zu berücksichtigen sind, zu qualifizieren ist.
24. Aufgrund der großen Dynamik der technischen und regulatorischen Entwicklung im Bereich der Kryptowerte haben die Kapitalverwaltungsgesellschaft sowie die Verwahrstelle die vom Investmentvermögen gehaltenen Kryptowerte, welche zu Beginn als nicht verwahrfähig eingestuft wurden, anlassbezogen auf deren Verwahrfähigkeit hin zu überprüfen. Für als verwahrfähig eingestufte Kryptowerte kann eine solche Prüfung der Verwahrfähigkeit anlassbezogen erfolgen.

2. Pflichten im Zusammenhang mit der Verwahrung von Kryptowerten

2.1 Verwahrung von verwahrfähigen Kryptowerten nach dem KAGB

25. Sofern es sich bei den Kryptowerten um verwahrfähige Vermögensgegenstände gemäß § 81 Abs. 1 Nr. 1 KAGB bzw. § 72 Abs. 1 Nr. 1 KAGB handelt, gehört die Verwahrung dieser Vermögensgegenstände zu den Aufgaben der Verwahrstelle.

⁴ Vgl. Art. 88 Abs. 1 lit. b) der Delegierten Verordnung (EU) 231/2013 (AIFMD Level-2-VO). Dies schließt auch ein Verbuchen von DLT-Finanzinstrumenten bei einem Zentralverwahrer ein, dem eine zuständige Behörde eine besondere Genehmigung nach Art. 8 der DLT Pilot Regime-VO (EU) 2022/858 erteilt hat.

⁵ Vgl. auch Erwägungsgrund 100 AIFMD Level-2-VO.

26. Zur Verwahrung von Kryptowerten ist es grundsätzlich erforderlich, dass die Verwahrstelle selbst oder der von ihr beauftragte Unterverwahrer als Inhaber der Kryptowerte in das Krypto(wertpapier)register eingetragen werden. Dazu muss die Verwahrstelle sicherstellen, dass der private kryptografische Schlüssel ihr oder dem Unterverwahrer zugeordnet ist. Bei elektronischen Wertpapieren in Sammeleintragung wird entweder eine Wertpapiersammelbank oder ein Verwahrer als Inhaber in das elektronische Wertpapierregister eingetragen. In diesen Fällen ist der private kryptografische Schlüssel der Wertpapiersammelbank bzw. dem Verwahrer zugeordnet. Für Kryptowerte, die ausschließlich direkt auf den Namen des AIF bzw. der Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des AIF registriert werden können, gilt Art. 88 Abs. 2 AIFMD Level-2-VO bzw. Art. 12 Abs. 2 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 2016/438 (OGAW Level-2-VO). Gemäß diesen Vorschriften findet in diesen Fällen aufgrund der ausschließlichen bzw. „unmittelbaren“ Registrierung bei der entsprechenden Registerstelle keine Verwahrung durch die Verwahrstelle statt.
27. Etwaige sich aus der Verwahrung, Verwaltung und Sicherung von Kryptowerten oder privaten kryptografischen Schlüsseln ergebenden (zusätzlichen) Erlaubnispflichten, wie z.B. die Erlaubnis für das Kryptoverwahrgeschäft nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 Kreditwesengesetz (KWG), sind zu beachten. Verwahrstellen, die Zweigniederlassungen eines CRR-Kreditinstituts im Sinne des § 53b Abs. 1 Satz 1 KWG sind, in ihrem Heimatstaat über eine Erlaubnis für die Wertpapieraufbewahrung und –verwaltung verfügen und in Deutschland unter dem europäischen Pass das Depotgeschäft erbringen, dürfen bei der Verwahrung von Kryptowertpapieren i.S.d. eWpG bzw. Kryptofondsanteilen i.S.d. KryptoFAV auch die dazugehörigen kryptografischen Schlüssel sichern, ohne hierfür zusätzlich eine Erlaubnis für das Kryptoverwahrgeschäft i.S.d. KWG zu benötigen. Sie sind insoweit inländischen Depotbanken/Verwahrstellen mit einer Erlaubnis für das Depotgeschäft unter dem KWG gleichzustellen, die gemäß der Gesetzesbegründung zum eWpG (BT-Drucksache 19/26925, S. 74) keine zusätzliche Erlaubnis zum Kryptoverwahrgeschäft benötigen. Die Gleichstellung setzt allerdings voraus, dass der BaFin eine schriftliche Bestätigung der Heimatstaataufsichtsbehörde vorgelegt wird, aus der hervorgeht, dass die Sicherung der privaten kryptografischen Schlüssel unter die Aufsicht der Heimatstaataufsichtsbehörde fällt. Die entsprechenden technischen Risiken, die sich aus der neuartigen Tätigkeit ergeben, sind von der Verwahrstelle abzubilden (vgl. Ziffer 1.3, Tz. 18 dieses Rundschreibens).

2.2 Einsatz von Unterverwahrern

28. Grundsätzlich kann die Verwahrstelle die Verwahrung von verwahrfähigen Kryptowerten im Sinne des KAGB gemäß § 82 KAGB bzw. § 73 KAGB auf einen Unterverwahrer auslagern. Ein Unterverwahrer kommt somit für Kryptowerte in

Betracht, die als verwahrfähige Finanzinstrumente (wie oben dargestellt) qualifiziert werden können.

29. Von einer Unterverwahrung ist bereits dann auszugehen, wenn nicht die Verwahrstelle selbst, sondern ein Dritter (einschließlich eines Verwahrers oder einer Wertpapiersammelbank, soweit diese im Einzelfall nicht als sog. issuer CSD zu qualifizieren ist) als Inhaber in das Krypto(wertpapier)register eingetragen ist. Wegen der mit Kenntnis des privaten kryptografischen Schlüssels regelmäßig bestehenden umfassenden Verfügungsgewalt über die Kryptowerte liegt eine Unterverwahrung auch vor, wenn der Dritte – etwa als Kryptoverwahrer – eine Zugriffsmöglichkeit auf den privaten kryptografischen Schlüssel hat oder diese aufgrund eines Weisungsrechts - etwa gegenüber Dritten - erlangen kann. Dabei kommt es hinsichtlich der Zugriffsmöglichkeit bzw. eines Weisungsrechts nicht auf das Bestehen einer Befugnis im Sinne eines rechtlichen Dürfens an, sondern allein auf das tatsächliche Können. In diesen Fällen ist der Anbieter nicht nur technischer Dienstleister und gilt deshalb als Unterverwahrer im Sinne von § 82 KAGB bzw. § 73 KAGB. Ein nur technischer Dienstleister darf zu keiner Zeit Zugriff auf die privaten kryptografischen Schlüssel haben. Bei einer bloßen Zurverfügungstellung von Speicherplatz, z. B. durch Webhosting- oder Cloudspeicher-Anbieter, liegt regelmäßig keine Unterverwahrung vor, solange diese technischen Dienste nicht ausdrücklich für die Speicherung der privaten kryptografischen Schlüssel angeboten werden. Auch die bloße Herstellung oder der Vertrieb von Hard- oder Software zur Sicherung der Kryptowerte oder der privaten kryptografischen Schlüssel, die von der Verwahrstelle oder dem Unterverwahrer eigenverantwortlich betrieben wird, stellt keine Unterverwahrung dar, soweit der technische Dienstleister keinen Zugriff in vorbezeichnetem Sinne auf die damit von der Verwahrstelle oder dem Unterverwahrer verwahrten Kryptowerte oder privaten kryptografischen Schlüssel hat.
30. Bei dem Unterverwahrer muss es sich insbesondere um ein laufend wirksam beaufsichtigtes Unternehmen handeln, das gesetzlichen Mindesteigenkapitalanforderungen und - wenn auch beschränkt auf die sich in seinem Besitz befindenden Finanzinstrumente - regelmäßigen externen Rechnungsprüfungen unterliegt.
31. Von einem Unterverwahrer sind insbesondere die nachfolgenden Pflichten zu beachten:
32. Der Unterverwahrer muss gemäß § 82 Abs. 1 Nr. 4 a) KAGB bzw. § 73 Abs. 1 Nr. 4 a) KAGB über eine der Verwahrung von Kryptowerten angemessene und geeignete Organisationsstruktur und ausreichende Fachkenntnisse verfügen.
33. Gemäß Art. 89 Abs. 1 lit. b) bis e), Abs. 2 AIFMD Level-2-VO bzw. Art. 13 Abs. 1 lit. b) bis e) OGAW Level-2-VO hat die Verwahrstelle sicherzustellen, dass die sie

treffenden Verwahrplichten auch auf Ebene des Unterverwahrers eingehalten werden. Hierzu zählen eine korrekte Führung von Aufzeichnungen und Konten sowie deren regelmäßiger Abgleich. Diese Pflichten geltend entsprechend für mittels DLT verbuchte Kryptowerte.

34. Von besonderer Bedeutung im Zusammenhang mit der (Unter-)Verwahrung von Kryptowerten ist Art. 89 Abs. 1 lit. f) AIFMD Level-2-VO bzw. Art. 13 Abs. 1 lit. f) OGAW Level-2-VO. Dieser sieht verpflichtende organisatorische Vorkehrungen vor, die unter anderem das Risiko eines Abhandenkommens der Vermögensgegenstände aufgrund von Betrug, schlechter Verwaltung, unzureichender Registrierung oder Fahrlässigkeit so gering wie möglich halten sollen.
35. Bei der Unterverwahrung von Kryptowerten besteht im Gegensatz zur Verwahrung von in Form von Globalurkunden emittierten Wertpapieren regelmäßig zumindest faktisch die Möglichkeit, die Verwahrung der Kryptowerte auch selbst ohne Unterverwahrer zu übernehmen. Bei einem Ausfall des Unterverwahrers und sofern ein Ausweichen auf einen anderen Anbieter nicht möglich ist, kann die Verwahrstelle verpflichtet sein, die Verwahrung selbst zu übernehmen. Aus diesem Grund muss die Verwahrstelle immer auch selbst über die erforderlichen Erlaubnisse verfügen (vgl. Ziffer 2.1, Rz. 27 dieses Rundschreibens).
36. Darüber hinaus ist bei einer Unterverwahrung ein besonderes Augenmerk auf das Vorhandensein eines objektiven Grundes im Sinne von § 82 Abs. 1 Nr. 2 KAGB bzw. § 73 Abs. 1 Nr. 2 KAGB für die Unterverwahrung zu legen. Bislang werden Wertpapiere überwiegend mittels einer Globalurkunde aufgelegt. Diese Konstellation macht die Einschaltung eines Zentralverwahrers und gegebenenfalls von Unterverwahrern erforderlich. Da die Verwahrstelle bei verwahrfähigen Kryptowerten regelmäßig selbst die Verwahrfunktion übernehmen kann, ist deshalb bei diesem Punkt von einem erhöhten Begründungsaufwand auszugehen.

3. Prüfungspflichten bei nicht verwahrfähigen Vermögensgegenständen

37. Kryptowerte, die nicht unter den Finanzinstrumentebegriff der MiFID II fallen und die die unter Abschnitt II. Ziffer 1.4 dieses Rundschreibens genannten Kriterien nicht erfüllen (wie BTC oder ETH), sind als nicht verwahrfähig anzusehen. Wie oben ausgeführt, sind Kryptowerte jedoch vor dem erstmaligen Erwerb und danach anlassbezogen auf ihre Verwahrfähigkeit hin zu überprüfen.
38. Auch bei nicht verwahrfähigen Vermögensgegenständen trifft die Verwahrstelle gemäß § 81 Abs. 1 Nr. 2 KAGB die Pflicht zur Feststellung, inwieweit die Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Investmentvermögens Eigentum

oder eine dem Eigentum entsprechende Rechtsposition erworben hat. Eine dem Eigentum entsprechende Rechtsposition liegt z.B. vor, wenn die in § 46i KWG geregelten Voraussetzungen für ein Aussonderungsrecht erfüllt sind. Hierzu zählt insbesondere, dass auf Ebene des Kryptoverwahrers gemäß § 26b KWG die Kryptowerte und privaten kryptographischen Schlüssel getrennt von dessen eigenen Vermögensgegenständen aufbewahrt werden (siehe hierzu auch die Gesetzesbegründung zum Zukunftsfinanzierungsgesetz, BT-Drucksache 20/8292, S. 138).

39. Die Verwahrstelle hat ferner zu prüfen und soweit möglich sicherzustellen, dass die öffentliche Adresse (Public Key) dem Kryptoverwahrer oder dem Investmentvermögen zugeordnet ist und dieser mittels des entsprechenden privaten kryptografischen Schlüssels Zugriff auf den Kryptowert hat. Hierzu ist u.a. erforderlich, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft der Verwahrstelle eine der heutigen Brokerliste vergleichbare Aufstellung aller Handelsparteien und aller Kryptoverwahrer sowie deren öffentlicher Adressen zur Verfügung stellt.
40. In diesem Zusammenhang ist (nach Möglichkeit) auch zu prüfen, ob gegebenenfalls Rechte Dritter an diesen Vermögensgegenständen bestehen. Hierzu muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft der Verwahrstelle alle notwendigen Informationen zur Verfügung stellen.
41. Die Verwahrstelle erfasst die Vermögensgegenstände in einem jederzeit aktuell zu haltenden und umfassenden Bestandsverzeichnis.
42. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat im Rahmen des mit dem Kryptoverwahrer zu schließenden Vertrags sicherzustellen, dass die Verwahrstelle Zugang zu Systemen beim Kryptoverwahrer erhält, sofern dieser erforderlich ist, um der Pflicht zur Überprüfung des Eigentums bzw. der eigentumsähnlichen Rechte nachzukommen. Dies ist dann angezeigt, wenn der private kryptografische Schlüssel bei einem Kryptoverwahrer liegt und/oder dieser die Kryptowerte treuhänderisch für das Investmentvermögen verwahrt und die Kapitalverwaltungsgesellschaft gegen diesen im Hinblick auf die Kryptowerte lediglich einen Herausgabeanspruch hat. Alternativ kann die Kapitalverwaltungsgesellschaft mit dem Kryptoverwahrer vereinbaren, dass der Verwahrstelle entsprechende geeignete Nachweise zur Verfügung gestellt werden. Dabei muss jedoch gewährleistet sein, dass der Verwahrstelle jederzeit aktuelle und umfassende Informationen zu den von dem Investmentvermögen gehaltenen Vermögenswerten vorliegen.

4. Kontrollpflichten der Verwahrstelle

43. Unbeschadet der Verwahrfähigkeit eines Vermögensgegenstandes ist die Verwahrstelle verpflichtet, ihren sich unter anderem aus § 83 KAGB bzw. § 76 KAGB ergebenden allgemeinen Kontrollpflichten nachzukommen.

4.1 Erwerbbarkeit gemäß Anlagebedingungen und gesetzlichen Vorschriften

44. Die Verwahrstelle hat Geschäfte über Kryptowerte rechtzeitig daraufhin zu überprüfen, ob der Erwerb des Kryptowertes für das Investmentvermögen mit den Anlagebedingungen und gesetzlichen Vorschriften vereinbar ist. Da bei Kryptowerten regelmäßig von einer kurzfristigen Abwicklung der Geschäfte ausgegangen werden kann, genügt es, diese Rechtmäßigkeitskontrolle nach Abwicklung des Geschäfts durchzuführen. Bei der Übernahme des Mandats bzw. vor dem erstmaligen Erwerb von Kryptowerten ist zu überprüfen, ob diese für das Investmentvermögen erwerbbar sind.
45. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat der Verwahrstelle die zur Beurteilung der Erwerbbarkeit erforderlichen Informationen sowie gegebenenfalls eine eigene rechtliche Einordnung des zu erwerbenden Kryptowertes zu übermitteln.
46. Darüber hinaus gelten die allgemeinen Vorgaben hinsichtlich der Überprüfung der Anlagegrenzen. So kann die Verwahrstelle diese über einen technischen Zugriff auf die Systeme der Kapitalverwaltungsgesellschaft (Modell 1 des Verwahrstellenrundschreibens) oder über ein eigenes bei ihr vorzuhaltendes System (Modell 2 des Verwahrstellenrundschreibens) durchführen. Aus der Formulierung der Anlagegrenzen muss der Bezug zu Kryptowerten eindeutig hervorgehen bzw. müssen diese in den Anlagegrenzen als Anlageklasse aufgeführt werden.

4.2 Marktgerechtigkeitskontrolle

47. Neben der Kapitalverwaltungsgesellschaft ist auch die Verwahrstelle verpflichtet, eine Kontrolle der Marktgerechtigkeit der für das Investmentvermögen getätigten Geschäfte vorzunehmen.
48. Hierbei ist insbesondere zu berücksichtigen, dass die Wertentwicklung von Kryptowerten grundsätzlich sehr volatil ist und die Kursbewertungen auf den jeweiligen Handelsplattformen mitunter stark divergieren können. Aus diesem Grund bedarf es einer besonderen Begründung, wenn der Portfoliomanager sich hinsichtlich der Orderabwicklung von vorneherein nur auf einen Handelsplatz

festlegt. Die Auswahl der Handelsplätze ist von der Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber der Verwahrstelle näher zu begründen.

III. Pflichten der Kapitalverwaltungsgesellschaft

49. Der unmittelbare Erwerb von Kryptowerten stellt auch die Kapitalverwaltungsgesellschaft vor technische und regulatorische Herausforderungen. Neben der Frage eines gegebenenfalls zu stellenden Antrags auf Erweiterung der Erlaubnis muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft sicherstellen, dass sie über ausreichende sachliche und personelle Ressourcen sowie ausreichende interne Prozesse für den Umgang mit Kryptowerten verfügt.
50. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat vor der erstmaligen Investition in Kryptowerte bzw. vor der entsprechenden Erlaubniserweiterung etwa das Vorhandensein ausreichender Ressourcen, IT-Infrastruktur und Prozesse im Rahmen eines Neue-Produkte-Prozesses zu überprüfen und dies schriftlich zu dokumentieren. Hiervon ausgenommen sind Investitionen in elektronische Wertpapiere im Sinne des eWpG (insbesondere auf DLT-Basis emittierte Aktien, Anleihen oder Kryptofondsanteile), da in diesen Fällen keine neuen Vermögensgegenstände betroffen sind. Lediglich die Art und Weise, wie der Vermögensgegenstand (z.B. Aktie, Anleihe, Fondsanteil) ausgegeben wird, ändert sich (digital/DLT-basiert statt der klassischen Verbriefung).
51. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat vor dem erstmaligen Erwerb eines Kryptowertes für Rechnung eines Investmentvermögens zu prüfen, ob dieser Kryptowert als verwahrfähiger oder sonstiger Vermögensgegenstand, für welchen die Anforderungen des § 81 Abs. 1 Nr. 2 KAGB zu berücksichtigen sind, zu qualifizieren ist. Hierzu hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft ihre Einschätzung der Verwahrstelle vorzulegen.

1. Erlaubnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft

52. Der direkte Erwerb von Kryptowerten für Rechnung von AIF muss von der Erlaubnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft abgedeckt sein. Ist dies nicht der Fall, benötigt die Kapitalverwaltungsgesellschaft eine Erlaubniserweiterung.
53. Bereits bestehende Erlaubnisse wurden nur im Hinblick auf bestimmte Vermögensgegenstände erteilt. Sofern im Erlaubnisbescheid beispielsweise auf den Katalog der in § 284 Abs. 2, § 221 Abs. 1 oder § 261 Abs. 1 KAGB genannten Vermögensgegenstände verwiesen wird, ist dies als ein statischer Verweis zu

verstehen. Das bedeutet, dass nach Erlass des Erlaubnisbescheids durch spätere Gesetzesänderungen in das KAGB zusätzlich aufgenommene zulässige Vermögensgegenstände (z.B. Kryptowerte gemäß § 284 Abs. 2 lit. j), § 221 Abs. 1 Nr. 5 oder § 261 Abs. 1 Nr. 9 KAGB) nicht bereits von der schon zuvor erteilten Erlaubnis umfasst sind.

54. Im Hinblick auf eine eventuelle Verwahrung von Kryptowerten des Investmentvermögens durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft sei darauf hingewiesen, dass eine Verwahrung in diesem Fall stets „für andere“ erfolgt. Damit ist auch in diesen Fällen der Tatbestand des Kryptoverwahrgeschäfts nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 6 KWG bzw. Art. 3 Abs. 1 Nr. 17 MiCAR erfüllt. Dies gilt unabhängig davon, ob das betreffende Investmentvermögen extern oder intern verwaltet ist.

Kapitalverwaltungsgesellschaften ist es daher nicht gestattet, die für das Investmentvermögen gehaltenen Kryptowerte selbst zu verwahren.

2. Ausreichende Ressourcen / Fachliche Eignung der Geschäftsleiter

55. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss über ausreichende sachliche und personelle Ressourcen für den Umgang mit Kryptowerten sowie der daraus resultierenden besonderen Risikosituation verfügen. Die Mitarbeiter sowie deren Vertreter müssen abhängig von ihren Aufgaben, Kompetenzen und Verantwortlichkeiten über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Neben der Schulung der vorhandenen Mitarbeiter könnte es erforderlich sein, externe Experten einzustellen. Die Abwesenheit oder das Ausscheiden von Mitarbeitern sollte nicht zu nachhaltigen Störungen der Betriebsabläufe führen.
56. Zu den personellen Ressourcen zählt auch eine ausreichende fachliche Eignung der Geschäftsleiter. Hierzu muss grundsätzlich mindestens einer der für den Bereich Portfoliomanagement und Risikomanagement zuständigen Geschäftsleiter über ausreichende theoretische und praktische Kenntnisse im Umgang mit Kryptowerten verfügen. Theoretische Kenntnisse können dabei z.B. über den Besuch von Fortbildungsveranstaltungen nachgewiesen werden. Im Hinblick auf die grundsätzlich von einem Geschäftsleiter zu fordernden praktischen Kenntnisse ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Investitionsmöglichkeit in Kryptowerte über regulierte Investmentvermögen noch relativ neu ist und daher praktische Erfahrungen noch nicht in großem Umfang gesammelt werden konnten. Aus diesem Grund können im Einzelfall lediglich theoretische Kenntnisse zum Zeitpunkt der Erlaubniserweiterung ausreichend sein, wenn im Rahmen des Erlaubisverfahrens der zeitnahe Erwerb bzw. Aufbau einer hinreichenden

praktischen Erfahrung plausibel vorgetragen wird. So könnte zum Beispiel ein Geschäftsleiter durch einen neu eingestellten auf Kryptowerte spezialisierten Portfoliomanager regelmäßig geschult werden. Spätestens sechs Monate nach Erlass des Erlaubniserweiterungsbescheides sollte der Geschäftsleiter allerdings über ausreichende Kenntnisse verfügen.

3. Überarbeitung von Prozessen

57. Aufgrund der technischen und regulatorischen Besonderheiten im Zusammenhang mit der Investition in Kryptowerte muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft gegebenenfalls bestehende Prozesse anpassen oder sogar neue Prozesse aufsetzen. Das bedeutet, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft vor der erstmaligen Investition in Kryptowerte zwingend einen Neue-Produkte-Prozess erfolgreich durchlaufen muss. Dies gilt nicht für elektronische Wertpapiere im Sinne des eWpG (siehe oben unter Rz. 50).
58. Der Abschluss des Neue-Produkte-Prozesses wäre im Rahmen eines eventuellen Erlaubniserweiterungsverfahrens nachzuweisen. Hierbei sind unter anderem die folgenden Punkte zu berücksichtigen:
- Risikomanagementprozess,
 - Erhöhtes Risiko des Abhandenkommens der Vermögensgegenstände bei der Direktanlage in Kryptowerte,
 - Die Auswahl sowie der laufende Austausch mit der Verwahrstelle sowie einem gegebenenfalls erforderlichen Kryptoverwahrer,
 - Best Execution Policy,
 - Anteilwertermittlung.
59. Die prozessuale Abbildung von Kryptowerten muss grundsätzlich bereits zum Zeitpunkt der Erlaubniserweiterung abgeschlossen sein. Bei der Überarbeitung ist die für Compliance zuständige Stelle einzubeziehen.
60. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat die Verwahrstelle rechtzeitig im Rahmen ihres Neue-Produkte-Prozesses und in jedem Fall vor dem erstmaligen Erwerb eines Kryptowertes für Rechnung eines Investmentvermögens einzubinden, um sicherzustellen, dass die Verwahrstelle ihre Pflichten in Bezug auf die Kryptowerte einhalten kann.

4. Marktgerechtigkeitskontrolle / Anteilwertermittlung

61. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat gemäß der § 168 Abs. 7 (ggf. i.V.m. § 271 Abs. 1 bzw. § 278) KAGB bzw. Art. 27, 28 AIFMD Level 2-VO unter anderem

sicherzustellen, dass bei Erwerb und Veräußerung von Vermögensgegenständen das bestmögliche Ergebnis für das Investmentvermögen erzielt wird.

62. Die Handelspreise von Kryptowerten können sich an den verschiedenen Handelsplattformen zum Teil deutlich unterscheiden, was die Kapitalverwaltungsgesellschaft bei der Erfüllung der oben genannten Verpflichtung vor Herausforderungen stellen könnte. Aufgrund der starken Preisschwankungen im Kryptobereich sollte die Kapitalverwaltungsgesellschaft sich daher in der Regel nicht auf eine einzige Handelsplattform zur Abwicklung der Geschäfte festlegen, sondern auf mehrere zugreifen können.
63. Kryptowerte sind dabei grundsätzlich mit dem Kurs zu bewerten, mit dem sie an den für das Investmentvermögen zugelassenen Handelsplattformen gehandelt werden. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat Verfahren und Richtlinien zu implementieren, aus denen sich ergibt, wie mit abweichenden Kursen bei einzelnen Handelsplattformen umgegangen wird und welcher Kurs für die Bewertung des Investmentvermögens herangezogen werden soll. So könnte zum Beispiel bei mehreren voneinander abweichenden Kursen unter Berücksichtigung der Liquidität an den Handelsplätzen der niedrigste Kurs für die Bewertung des Anteilwertes herangezogen werden.