Deloitte.

Legal on Air – Der Steuerrecht Podcast von Deloitte
Episode #27: „Krypto verstehen – Folge 14: Union Investment“
Speaker: Alireza Siadat, Christoph Hock

Alireza Siadat: Herzlich willkommen zu einer neuen Episode von Krypto verstehen. Heute wieder einen tollen Gast bei uns und zwar Christoph Hock von der Union Investment. Lieber Christoph, vielen Dank, dass du dabei bist. Stell dich bitte kurz selbst vor, was du bei der Union machst, was du sonst so machst und was ihr bei der Union alles mit Digital Assets macht.

Christoph Hock: Ja, sehr gerne, lieber Alireza. Vielen Dank, dass ich heute hier sein darf. Also, meine Rolle bei Union Investment, Head of Tokenization and Digital Assets DLT Transformation Lead seit ja mittlerweile schon zehn Jahren bin ich bei Union Investment auf der Blockchain auf der DLT-Thematik drauf. Fahrt aufgenommen hat das Thema dann tatsächlich 2019 2020. Davor hatten wir uns einige Use Cases zwar angeschaut, sehr viel auf der edukativen Seite gearbeitet, sind jetzt aber nicht wirklich aktiv gewesen, was Produkte anbelangt, die wir dann auch bei uns in Fonds einsetzen konnten, beziehungsweise was wir Kunden dann anbieten konnten. Und ja, 2020 hatten wir uns mit dem Thema Investments in DLT-basierte, traditionelle Finanzmarktinstrumente, wie Bonds beispielsweise, intensiv beschäftigt. Die erste Transaktion haben wir dann im Jahr 2021 durchgeführt. Das war, als die EIB, die die European Investment Bank, als die mit ihrer ersten Transaktion, mit dem ersten Bond DLT-basiert, auf Ethereum war das, an einen Markt gekommen ist, der dann auch für die breite Investorenschaft investierbar gewesen ist. Und das war, das war so unser Startpunkt. Zu dem Zeitpunkt noch sehr stark händisch gewesen, viele manuelle Prozesse. Wir hatten etwa ein Team von 60 Kollegen Kolleginnen, was involviert war bei der Transaktion und ja, über die Folgejahre, was haben wir dann bei Union Investment gemacht? Wir haben Standardprozesse entwickelt, was Investments in tokenisierte Instrumente anbelangt. Wir haben als Union ja grundsätzlich zwei Rollen. Also auf der einen Seite sind wir Investor, Investor, der unsere von Kunden, Kundinnen anvertrauten Gelder treuhänderisch managt und verwaltet und auf der anderen Seite sind wir Emittent, Emittent von Fondsanteilen als Union sind wir mit 1000 plus Fondsanteilen für Privatkunden, für institutionelle Kunden im Markt. Und wie gesagt, unser Startschuss war eben auf der Investmentseite. Und mittlerweile beschäftigen wir uns auch, wie die ganze Industrie, intensiv mit dem Thema Tokenisierung von Fondsanteilen. Also das wird für das nächste Jahr. Wir werden nachher ja auch auf einen tokenisierten Geldmarktfonds eingehen. Das wird das nächste große Thema in der gesamten Asset-Management-Industrie sein. Also das Big Picture aus meiner Sicht wird sein, dass wir auf der einen Seite zukünftig tokenisierte Wertpapiere haben, wo wir rein investieren. Ich glaube, die globale Urkunde wird auf Dauer abgelöst werden und wie gesagt, die Vision ist, dass Tokenisierung zukünftig die Verbriefungsform sein wird, die für Kunden, Kundinnen, aber auch für uns als Asset Manager, für uns als Asset-Management-Industrie am effizientesten sein wird und dementsprechend dann eben auch unsere Fondspalette, die in tokenisierter Form angeboten werden wird. Und warum das Ganze? Nachher gehen wir ja auch noch in die Details, was 24/7 Accessibility, 24/7 Trading angeht, Atomicity, was den Settlement-Prozess anbelangt, also weg

von dem heutigen T+3 hin zu T+2, T+1 als Zwischenschritte zu T+0 Settlement. Schlussendlich sodass dann 'ne permanente Verfügbarkeit auf der Asset-Seite da sein wird für Investoren und das Ganze dann eben auch gepaart mit digitalem Geld. Also nicht nur Tokenisierung von der Asset-Seite, sondern eben auch Tokenisierung von der von der Geldseite. Also das ist das, wo wir uns bei Union mit beschäftigen. Zusätzlich habe ich noch einige Industrierollen. Also bei der EFAMA. Das ist die, die, die europäische Buy-Side Representation. Bei EFAMA haben wir eine Task Force zum Thema Tokenisierung aufgesetzt. Da darf ich seit mittlerweile etwas mehr als zwei Jahren Chairperson sein für diese Task Force bei der ICMA. Das ist eine Trading Association, eine globale, die das Thema Fixed-Income-Instrumente im Fokus hat. Da haben wir eine DLT Bonds Working Group, wo ich der Chair von sein darf. Zusätzlich bin ich Board Member bei der ICMA. Und dann, was die Geldseite anbelangt, darf ich uns als Union Investment bei der EZB als Asset Manager vertreten bei der neu aufgesetzten Appia-Kontaktgruppe, die jetzt die alte Pontes-Gruppe, wo ich auch Mitglied war, die die Pontes-Gruppe jetzt abgelöst hat und sich auch mit der den Zukunftsformaten von von Wholesale Central Bank Digital Currency beschäftigt.

Alireza Siadat: Ja, vielen Dank, das ist wirklich 'n 'n großer Blumenstrauß, den du betreust und den du betreuen darfst. Auf all die Punkte, die du jetzt gerade aufgezählt hast, werden wir heute in den Podcast eingehen und auch super, dass du da 'n Blickwinkel einmal aus der Union geben kannst und einmal aus den verschiedenen Arbeitsgruppen, wo du aktiv bist. Wir werden heute, wie gesagt, zu tokenisierten Assets sprechen und lass uns mal anfangen mit den Inhaberschuldverschreibungen oder auch Bonds. Wie siehst du das? Also, wir hatten ja auch durch das eWpG, also dank des eWpGs, dann als Erstes die Inhaberschuldverschreibung, die tokenisiert werden konnte, sodass es dann auch als Wertpapier im klassischen Sinne akzeptiert wird. Und dann haben wir viel Bonds gesehen. Und wie hast du diese Entwicklung jetzt miterlebt? Union als jemand, der schon früh dabei war bei diesen Themen, aber auch du bei den verschiedenen Arbeitsgruppen. Hat es wirklich jetzt sehr viel gebracht? Wie siehst du den derzeitigen Stand?

Christoph Hock: Sehe schon über die letzten sechs bis 12 Monate, Alireza, den gesamten Themenkomplex Tokenisierung 'ne deutliche Dynamik reinkommen. Dynamik in erster Linie von dem öffentlichen, also von dem von dem Public Sector. Wenn wir jetzt bei uns hier in Deutschland bleiben, beziehungsweise, wenn wir die Zusammenarbeit mit unseren französischen Kollegen und Kolleginnen anschauen, da haben wir die Franco-German Task Force zu Future of Digital Finance, die zu erwähnen ist, die vom BMF, vom Bundesministerium Finanzen, bei uns hier in Deutschland aufgesetzt worden ist, beziehungsweise von dem französischen Pendant. Und Zielsetzung ist, dass wir zum Jahresende eine Vision haben, wie digitale Finanzmärkte aussehen können. Jetzt aber nicht nur die Vision, sondern auch konkrete Handlungsanweisungen, was wir umsetzen müssen, um vom Big Picture her Souveränität, Resilienz und auch Wettbewerbsfähigkeit, die bei uns in Europa umsetzen können. Also das ist eine große Initiative, die wir momentan sehen. In UK, da gibt's ein Äquivalent. Das ist die Wholesale Digital Champion Initiative, die Mitte des Jahres aufgesetzt wurde. Auch mit dem ähnlichen Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit von UK im Finanzsektor beziehungsweise eine führende Rolle von UK im DLT-getriebenen Finanzsektor zu schaffen. Interessanterweise würde ich gerne noch mal hier an

der Stelle erwähnen, Alireza, sind in UK da auch quantitative, ist das quantitativ untermauert worden, sind Zahlen drauf geschrieben worden. Also UK geht davon aus, die Bedeutung von dem Thema jetzt auch mal zu illustrieren. UK geht davon aus, dass, wenn es gelingt, bis 2035 'ne führende Rolle im globalen Wettbewerb im DLT-Bereich zu erlangen, dass pro Jahr etwa 30 bis 35 Milliarden Pfund zusätzlich an Value Generation in der gesamten Industrie geschaffen werden können und da kommen dann on top noch zusätzliche Steuereinnahmen dazu, die etwa mit 20 Milliarden Pfund veranschlagt werden. Also wenn du, wenn du es jetzt mal zusammenrechnest, führende Rolle im DLT-Bereich, ein Land wie UK, 50 Milliarden plus britische Pfund an an Value Generation. Und ich glaube, das illustriert auch, wenn wir jetzt mal anschauen, was die Amerikaner im gesamten Technologiesektor über die letzten 25 Jahre auf die Beine gestellt haben, um die die Bedeutung von digitaler Transformation zu unterstreichen. Also die Amerikaner haben über die letzten 25 Jahre etwa ein Wirtschaftswachstum auf Jahresbasis in GDP ausgedrückt, von von knapp zweieinhalb Prozent erwirtschaftet und mehr als ein Drittel davon, 80 bis 90 Basispunkte, kommen aus dem Technologie-Sektor raus. Das heißt, die Stärke, die die Amerikaner über die letzten 25 Jahre im Tech-Bereich haben, das hat zu einem Drittel des gesamten Wirtschaftswachstums beigetragen, mehr als einem Drittel. Wenn wir jetzt die 80 bis 90 Basispunkte auf Jahresbasis USA, wenn wir die mal mit Europa ins Verhältnis setzen, da sind wir etwa bei zehn bis 20 Basispunkte. Und das unterstreicht, warum Stichwort Public Sector Regierung in UK in Deutschland, in Frankreich warum dem Thema so 'ne hohe Bedeutung beigemessen wird und was, was eben das Thema Wettbewerbsfähigkeit in dem Kontext bedeutet zu haben beziehungsweise, wenn du hinter der Kurve bist, eben nichts zu haben als Volkswirtschaften. Das ist, wie gesagt, so, das Big Picture. Dann, wenn du dir bottom up die einzelnen mal Themen anschaust, du hattest eben Inhaberschuldverschreibung an angesprochen, da ist zu konstatieren, dass in der heutigen Industrie wird zwar auf der einen Seite Effizienz in der Finanzmarktindustrie, aber von Emissionsprozess über Datenmanagement, Sekundärmarkthandel, Verwahrung, Custody, bis hin zu den Zentralverwahrern und den Lifecycle Events bei einem Bond wie beispielsweise bei der Couponzahlung beziehungsweise bei der Rückzahlung bei Fälligkeit. Da sind schon eine ganze Menge Pain Points in dem gesamten Prozess drin, die optimiert werden können. Und Tokenisierung DLT ist ein wichtiges Instrument, um eben genau diese Punkte zu adressieren, und das ist mir immer das Wichtige. Also, wir schauen jetzt auf DLT drauf als Asset Manager. Wir sind ein Serviceprovider für unsere Kunden, für unsere Kundinnen, nicht der Technologie wegen, sondern die Kernfrage für uns ist: Welche Probleme können wir damit lösen? Punkt Nummer eins. Und Punkt Nummer zwei: Welchen Mehrwert schaffen wir bei unseren Kundinnen und bei unseren Kunden? Also, das sind die zentralen Fragen. Es geht jetzt nicht um Implementierung der Technologie wegen, weil Tokenisierung DLT gerade ein sexy, nen Hot Topic ist, sondern es geht darum, welchen Mehrwert können wir für unsere Kunden, für unsere Kundinnen schaffen, das ist die Kernfrage. Und um es auf den Punkt zu bringen. Ich glaube viele Kunden kennen die heutige Verbriefungsform von Wertpapieren, physische Globalurkunde beziehungsweise digitale Assets nicht und wollen sie auch überhaupt nicht in das Thema Tokenisierung tief einarbeiten, sondern schlussendlich zählen nur die Vorteile, der Mehrwert, der eben für Investoren generiert werden kann.

Alireza Siadat: Ja, das das sind wichtige Punkte, vor allem jetzt der der Mehrwert und die Vorteile, wenn wir das mal jetzt so mal anschauen, konkret für Fondsanteile, wo du auch gesagt hast, die Union steht für das Thema Tokenisierung von Fondsanteilen. Wir haben dieses Thema auch dank des eWpG in gesetzlicher Form auch ermöglicht, dass wir Fondsanteile, Sondervermögen so tokenisieren können, dass man dann auch nicht nur gesetzgeberisch, sondern auch in der Praxis damit viel machen kann. Aber um mal jetzt den Finger in die Wunde zu legen und da würde ich gerne mal deine Meinung hören. Lange Zeit ist nicht viel passiert. Wir hatten einige Akteure im deutschen Markt, die da was machen wollten. Auch die BaFin hatte mit ihrem Hinweisschreiben beziehungsweise Merkblatt an KVGs, an Verwahrstellen bezüglich tokenisierten Fondsanteilen auch viel vorbereitet. Das Dokument, ich weiß gar nicht, vielleicht kannst du noch was dazu sagen. Das hat auch wurde gar nicht jetzt publik gemacht. Gibt es allerdings und haben uns auch daran orientiert. Und dann auf einmal, seitdem die USA und jetzt die Luxemburger auch auf das Thema drauf schauen, geht es jetzt doch ganz schnell. Jetzt auch mit den Geldmarktfonds. Wie siehst du das?

Christoph Hock: Ich glaube, es ist ganz normal, wenn du die letzten 30 40 Jahre, Stichwort digitale Transformation, zurückblickst. Wenn du Innovationen hast, dass die mit nicht mit einem Big Bang von einem Tag auf den anderen umgesetzt worden sind und auf einmal 'ne komplett neue Infrastruktur da stand. Schau dir Web 1.0 an: Aufkommen des Internets. Was für eine große Skepsis war anfangs erst da, als wir in den 90ern oder Ende der 80er sogar die ersten Schritte mit dem Internet gegangen sind? Also viel, viel Skepsis. Der view traditionelle Prozesse funktionieren doch heute. Warum sollen wir jetzt neue Technologie hier implementieren und dann über die Zeit zehn Jahre später war das Internet Mitte Ende der 90er nicht mehr aus der aus der Welt wegzudenken. Wenn du dir Web 2.0 anschaust. Web 2.0 für was steht das auf der einen Seite für Plattformtechnologie, wie wir sie mit Amazon kennen, auf der anderen Seite für Social Media, anfangs auch genau dieselbe Skepsis. Also bei Amazon hat jeder hinterfragt: Warum soll ich jetzt auf einmal anfangen, mir Bücher hier im Onlineshop zu kaufen? Hab doch meinen Buchladen um die Ecke rum. Facebook wurde anfangs, als die Company IPO wurde, hinterfragt, wie jemals Facebook Dollar nur verdienen will und heute wissen wir, es geht über Daten, es geht über Werbung und Facebook ist 'ne ist 'ne Multibillion Dollar Company und genau dasselbe jetzt auch beim Thema Tokenisierung. Also wie gesagt, wir sind da jetzt schon seit zehn Jahren plus drauf und wie oft kam die Frage auf, wann skaliert jetzt das das das Thema. Und wir, wir haben bei uns gesehen, also was meiner Ansicht nach extrem wichtig ist, wir brauchen erst mal nen robustes regulatorisches Rahmenwerk. Also das ist Punkt Nummer eins, was essenziell ist. Also das größte Asset, was wir bei uns in der Finanzindustrie haben, ist das Vertrauen unserer Kunden und Kundinnen in uns als Asset Manager, die gesamte Finanzmarktindustrie und um dem gerecht zu werden, brauchen wir 'ne 'ne klare regulatorische Guidance, Rahmenbedingungen, die vorgegeben werden und da haben wir in Europa über die letzten fünf Jahre plus dran gearbeitet. Also wir, wir haben die MiFID II, die ja für tokenisierte, traditionelle Finanzinstrumente ausschlaggebend ist. Die haben wir bei uns in Europa seit 2018 auf die Beine gestellt. Du hattest eben das eWpG angesprochen. Das ist das elektronische Wertpapiergesetz, 2021 in Kraft getreten ist. Wir haben das DLT-Pilot-Regime, dass den Sekundärmarkthandel von DLT-basierten Finanzmarktinstrumenten regelt. 2024 ist die MiCA, wo wir jetzt aktuell in der Konsultation waren

zur Weiterentwicklung MiCA 2.0. Die MiCA in der Ursprungsform ist 2024 in Kraft getreten. Also diese Box, die ist erstmal getickt gewesen und wie gesagt, das ist extrem wichtig, dass diese Rahmenbedingungen da sind. Punkt Nummer zwei. Wir brauchen auch Aktivitäten basierend auf diesen regulatorischen Möglichkeiten, die dann von der Privatwirtschaft umgesetzt werden. Und da haben wir gesehen, dass in den USA mit dem Genius Act der erstes Rahmenwerk für Stablecoins geliefert hat, dass das einer der der großen Katalysten bei uns hier in der Industrie gewesen ist. Also Genius Act in den USA, die die Weiterentwicklung bei digitalen Assets, die wir dann gesehen haben, jetzt Clarity Act ist zwar gescheitert, aber die grundsätzlichen Bausteine von Clarity Act werden jetzt von der SEC beziehungsweise von der CFTC, der Derivataufsichtsbehörde, umgesetzt. Dann haben wir die europäischen Aktivitäten gesehen, die die EZB hat innerhalb von Rekordgeschwindigkeit Wholesale Central Bank Money, wie es ursprünglich hieß, zu Wholesale CBDC weiterentwickelt. Wir hatten 2024 die sechsmonatige Pilotphase von der EZB gehabt, wo eine ganze Reihe Bonds, Wertpapiere begeben wurden unter Nutzung von von DLT und unter Nutzung von digitalem Wholesale Geld. Das Ganze ist jetzt weiterentwickelt worden mit Pontes, was 21. September live gegangen ist und mit Appia. Also da haben wir schon gesehen, dass die Kombination Regulatorik plus privatwirtschaftliche Aktivität dann auch wieder der Punkt, Stichwort Souveränität und Wettbewerbsfähigkeit, Reaktion ausgelöst hat, Dynamik ins Ökosystem gebracht hat auf der auf der Public Sector Seite. Und ja, es hat eine ganze Zeit lang gedauert, bis hinsichtlich DLT dieser Sense of Urgency in der Industrie wirklich angekommen ist. Nur glaube ich, sind wir jetzt sehr nah an dem Inflection Point, wo eine ähnliche Dynamik wie wir es bei Web 1 und Web 2 dann gesehen haben, wo wir das eben auch jetzt hier bei Digital Finance sehen und zu Neudefinition Finanzmarktinfrastruktur, Digital Finance würde ich jetzt nicht nur DLT zählen, sondern für mich so das magische Dreieck ist AI, also künstliche Intelligenz, das im Zusammenspiel mit DLT, mit Blockchain-Technologie und das dritte, was aus meiner Sicht noch dazukommen wird, ist Quantum Computing, was uns zukünftig all die die Rechenpower liefern wird. Und dieses Magic Triangle, dieses magische Dreieck, das wird meiner Ansicht nach Finanzmarktinfrastruktur über die nächsten Jahre komplett neu definieren. Das das wird Richtung neue Produkte gehen. Das wird zum veränderten Kundenverhalten führen. Das das wird zu neuen Akteuren. Wir haben viele Intermediäre bei uns im gesamten Ökosystem drin. Das wird zu neuen Akteuren führen, gerade, wenn ich mir jetzt einige Fintechs anschaue, was das Thema Registerführung anbelangt, um das als Beispiel zu nehmen, beziehungsweise Sekundärmarkthandel. Also da werden wir eine deutliche Dynamik sehen und mit dem View stehe ich jetzt nicht alleine, sondern wir, wir hatten kürzlich vom IWF ein größeres Papier gehabt zur Neudefinition von Finanzmarktinfrastruktur von EZB-Seite. Cipollone, Präsidiumsmitglied, der für Digital Currency zuständig ist, der der hat im selben View, dass eben Tokenisierung auf der Assetseite im Zusammenspiel mit digitalem Geld Gamechanger bei uns für die Industrie sein werden. Und ich hatte es schon erwähnt, von Regierungsseite wird exakt derselbe View geteilt. Also mittlerweile ist das mehr oder weniger Common Sense in der in der gesamten Industrie.

Alireza Siadat: Super. Du hast jetzt schon zwei Punkte vorweggenommen, auf die ich noch eingehen wollte, aber auch gerne jetzt schon besprochen. Deinen Ausblick hab ich verstanden, Digital Finance, DLT, Quantencomputing, AI. Du bist auf das Thema digitales Geld schon 'n bisschen eingegangen mit dem Wholesale CBDC und was mit Appia und Pontes passiert ist oder

passiert. Wenn wir jetzt mal gucken: Wo entwickelt sich der Markt hin? Da würde mich als erstes mal interessieren, wie siehst du denn die derzeitige Entwicklung rund um Stablecoins à la E-Money-Token, die kein Yield dem Holder, dem Investor ausschöpfen und da der Swap gegen yield-bearing instruments wie zum Beispiel den Geldmarktfonds, also den Token des Money Market Funds. Wie siehst du diese Entwicklung? Ich persönlich sehe sie relativ ja, relativ schnell entwickelt. Ja, also das ist, das ist geht extrem schnell, vor allem jetzt auch, glaub ich, mit den USA und mit Luxemburg. Und ich glaube auch nicht, dass das jetzt alles war, sondern dass da mehr passieren wird. Aber da würde mich mal interessieren, was du dazu sagst. Wir hatten ja auch schon gemeinsam ein paar Projekte gehabt im Hintergrund, wo wir uns das vor Ewigkeiten mal angeschaut haben und wir hatten ja auch schon nicht nur du und ich, sondern wir insgesamt in der Projektgruppe auch schon eine ganz starke Meinung dazu und wir sehen es jetzt auch gerade passieren, was gerade stattfindet, ja.

Christoph Hock: Um auf deine Frage einzugehen, Alireza, Stablecoins, wichtiger Bestandteil in dem gesamten Ökosystem, was Digital Payments angeht, Tokenized Money Fund, extrem wichtiger Baustein, was die Assetseite angeht. Wenn wir vielleicht erst mal auf die auf die Geldseite gehen. Im heutigen System haben wir hier bei uns in Europa, in den USA, Asien, egal wo du hinschaust, 'n Two-Tier Monetary System. Auf der einen Seite haben wir als Stabilitätsanker Zentralbankgeld und auf der anderen Seite haben wir eben die die die Einlagen in der Kreditwirtschaft. Und, wenn wir jetzt in eine tokenisierte Welt reingehen, brauchen wir aus meiner Sicht Wholesale CBDC, Wholesale Central Bank Digital Currency? Die klare Antwort ist ja. Wir sehen, die Amerikaner gehen einen anderen Weg. Ich hatte Genius Act schon angesprochen. Also die Amerikaner setzen nahezu alles auf die Karte Stablecoins der Bankenseite wird das Thema Tokenized Deposits, also die Einlagenseite, dann eben tokenisiert, diskutiert. Da gibt es ja auch schon einige Produkte, wie den JPMorgen Coin, um einen jetzt mal exemplarisch rauszugreifen. Aber die Amerikaner haben auf der anderen Seite, auch von Trump initiiert, den Anti-CBDC Act, der ist der Fed der amerikanischen Notenbank eben nicht erlaubt, und das ganze Rahmenwerk ist bis 2030 gültig, Wholesale beziehungsweise Retail CBDC zu begeben. Ist meiner Ansicht nach jetzt nicht der zu präferierende Weg, weil, wenn wir, was ich nicht hoffe, irgendwann mal wieder in eine Finanzkrise reinschlittern, wie wir alle wissen, wie wichtig die Rolle von Zentralbanken ist, die Zentralbank als Stabilitätsanker. Also deshalb ganz klar das System, was wir hier bei uns in Europa haben, mit EZB Pontes beziehungsweise Appia, was zukünftig kommen wird im Wholesale CBDC Bereich und dann auf der privatwirtschaftlichen Seite Tokenized Deposits. Da haben wir beispielsweise den Commercial Bank Money Token, wo auch die DZ Bank mit dabei ist, den Loss hier zu haben. Da habt ihr ja auch kürzlich schon einen Podcast mit Klaus George von der DZ Bank gehabt. Das, wie gesagt, als ein Teil der privatwirtschaftlichen Lösungen. Der zweite Teil der privatwirtschaftlichen Lösung werden meiner Ansicht nach ganz klar Stablecoins sein und ich glaube, es ist wichtig zu betonen, hier, wenn wir uns die Geldseite anschauen, also es gibt da nicht the the the good and the bad one, sondern das ist ein komplementäres Ökosystem, was sich was sich ergänzt. Also es gibt Use Cases im Wholesale Bereich. Ein Großteil der Transaktionen wird mit Sicherheit über Wholesale CBDC abgewickelt werden und dann eben im privatwirtschaftlichen Bereich im Tokenized Deposits und Stablecoins. Also es gibt im

privatwirtschaftlichen Bereich für beides Use Cases. Also deshalb ist auch extrem wichtig, wenn wir uns jetzt die MiCA anschauen, gerade also wir sprechen zwar über Stablecoins, aber die formale Bezeichnung in der MiCA ist EMTs, E-Money-Token. Da ist es eben wichtig, dass wir, dass wir da gold-plated Stablecoins in Anführungszeichen haben, die die regulatorisch sehr, sehr robust aufgesetzt sind und wo Investorenschutz eben auch ein Aspekt ist, der im Vordergrund steht. Ich glaube, es ist auch wichtig, wenn wir uns als Asset-Management-Industrie anschauen, wenn wir jetzt Wertpapiere kaufen, verkaufen und die Transaktionen dann auf der Geldseite abgewickelt werden. Wir als Asset Manager, wir haben überhaupt keinen direkten Zugang zu zu nationalen oder zu Zentralbanken beziehungsweise zur EZB. Also deshalb kommen für uns als Lösung Tokenized Deposits beziehungsweise Stablecoins in Frage. Unsere Verwahrstelle wird dann mit Sicherheit, um die vorhin genannten Vorteile 24/7 Accessibility, Atomicity beim Settlement umsetzen zu können, wird dann eben die Brücke über die EZB mit mit mit Wholesale CBDC nehmen. Aber wir als Asset-Management-Industrie selbst, wie gesagt, für uns werden, denke ich mal, in erster Linie Tokenized Deposit in Frage kommen, aber auf der anderen Seite auch gewisse Stablecoins für den ein oder anderem Use Case. Stablecoins sind mit Sicherheit auch ein Instrument, was in der Privatwirtschaft, was von Corporates unter Umständen eingesetzt werden kann, wenn dort Zahlungen durchgeführt werden. Wie du schon erwähnt hast, der große Unterschied von Stablecoins beziehungsweise ein Charakteristika im Vergleich zu Tokenized Deposits ist, dass Stablecoins eben qua Definition, also qua Gesetz, nicht verzinslich sind, nicht verzinslich sein dürfen. Die anfallenden Zinserträge werden teilweise in Form von Rewards von dem Stablecoin-Emittenten weitergereicht an Finanzmarktintermediäre wie Handelsplätze beziehungsweise wie die Verwahrstellen teilweise auch an die Endinvestoren. Nur als Endinvestor kommst du eben nicht vollständig in den Genuss von dem kompletten Zinsertrag, der erwirtschaftet wird, sondern nur einem Teil. Deshalb ist ein Tokenized Money Fund, das war ja deine Ausgangsfrage, Tokenized Money Fund, Stablecoin auch wiederum ein komplementäres Instrument zu einem Stablecoin und Stablecoin nicht verzinslich in der 24/7 atomic-settled World. Wie kannst du damit umgehen? Du hast einen Geldeingang in einem Stablecoin, du hast dann über ein Agentic AI über ein AI Bot hast du dann automatisch eine Konvertierung im tokenisierten Geldmarktfonds, der optimalerweise 24/7 zugänglich ist, auch über den Sekundärmarkthandel zu geringsten Transaktionen zugänglich ist, und wenn du dann wieder einen Bezahlprozess anstoßen willst, dann hast du die Rekonvertierung raus aus dem tokenisierten Geldmarktfonds in Stablecoin, den du dann wieder als Settlement Mechanismus als Bezahlinstrument einsetzen kannst. Und so ist eben, wie gesagt, das Paket Stablecoin und und Tokenized Money Fund, was ja gerade bei bei Cryptonatives aufgekommen ist initial, ist eigentlich eine geniale Zusammenfügung von den Puzzlestückchen. Auf der einen Seite ein reguliertes Zahlinstrument, was keinen Zins trägt, und auf der anderen Seite eben der tokenisierte Geldmarktfonds, der 24/7 verfügbar ist, der Atomic settled im Zielbild und dann eben optimalerweise sogar noch eine höhere Verzinsung abwirft als der der EZB-Einlagensatz, der zu dem Zeitpunkt vorherrschende.

Alireza Siadat: Ja, und ich glaube tatsächlich, bis auf, dass wir noch viel mehr davon sehen werden. Also, wenn ich sage, davon sehen werden, wir haben jetzt den ersten Schritt, dass wir das Geld tokenisieren. Wir haben die Stablecoins, wie du so schön gesagt hast, und für

diejenigen, die damit Zinsen generieren wollen oder auch Zinsen bekommen wollen, haben wir den Swap mit Token, Token aus Money Market Funds. Und dann, was jetzt gerade passiert, sind die tokenisierten Aktien. Also, wir haben jetzt Kraken gesehen, die Backed Finance erworben haben. Backed Finance, bekanntes Unternehmen, was die Aktien tokenisiert hat, wirklich eine True Tokenisation of Shares herbeigeführt hat. Dann haben wir diese Kooperation von Kraken und der Deutschen Börse. Die deutsche Börse hat bei Kraken auch eingekauft. Das hat für mich ein ganz klares Indiz dafür zu sagen, dass Kraken und Deutsche Börse demnächst den Handel mit tokenisierten Aktien auch etablieren wollen. Das sehen wir aber auch schon in den USA. Wir haben mit der DTCC, die dieses Jahr einige Pilote abgeschlossen haben, gesehen, dass die DTCC ihre Aktien, die sie im Handel hat, mit einem Knopfdruck tokenisierbar machen kann für den Investor und als tokenisierte Aktie dann auch handelbar. Und genau dasselbe, was wir jetzt gesehen haben mit Stablecoin Swap gegen tokenized Money Market Fund. Während wir und das ist meine Prophezeiung und da würde mich mal interessieren, was du dazu sagst, auch zukünftig nicht nur in den USA, sondern in Europa global sehen, dass wir zukünftig Aktien tokenisieren zum Zwecke des schnellen T+0 Atomic Swap, um dann kurzfristig, also unter untertägig oder vielleicht auch an den Wochenenden off Trading Hours Zinsen zu generieren für Stablecoins, die du da nicht brauchst. Und dann swapst du die halt und bekommst deine Zinsen. Wie siehst du das?

Christoph Hock: Die die Möglichkeiten, die wir eben schon angesprochen hatten, durch Tokenisierung 24/7 plus Atomic Settlement, werden komplett neue Möglichkeiten den Investoren eröffnen und ich glaube, da müssen wir stark differenzieren. Was sind die Bedarfe von einzelnen Investoren? Also würde ich es jetzt sehen, dass wir, dass wir ja am Sonntagmorgen, wenn Märkte nicht wirklich liquide sind, dass wir dann davon Gebrauch machen, Tesla-Aktien zu kaufen, weil die 24/7 handeln, ich glaube eher weniger. Kann es auf der anderen Seite sein, dass ein Retail Investor gerade was wir in USA sehen, der Montag bis Freitag im Job drin ist und Samstag, Sonntag Wochenende hat, dass der sich dann am Sonntag hinsetzt und überlegt, was mache ich im Rahmen meiner Vermögensvermehrung und dann neben Aktivitäten in Fondsanteilen eben auch eine Tesla-Aktie vielleicht am Wochenende kauft. Antwort ist ganz klar ja. Wenn ich mir Corporate Investoren anschaue, nimm ein globales Unternehmen, was an nem aus unserer Sicht Wochenende in Middle East sonntags die die Läden geöffnet hat und Supermärkte geöffnet hat und dann an einem Sonntag von Middle East, einem ganz normalen Werktag, Geld hier auf vielleicht ein Paris ins Paris-Headquarter in digitalem Format schickt und die Gelder dann auch an einem Sonntag intraday anlegt und dann Zinsen erzielen kann und nicht eben bis bis zum Montag früh warten muss bis die Banken wieder aufmachen. Klare Antwort, klare Antwort ist ja. Also das sind eben die die Vorteile, die für Retail beziehungsweise die für Corporates aus dieser Kombination Tokenisierung von Assets, Tokenisierung von Geld, von digitalem Geld hervorgehen. Ich glaube, es ist wichtig, noch mal gerade für uns als professionelle Investoren zu unterscheiden, wie diese Tokenisierung zustande kommt und also welche Formen der Tokenisierung es gibt. Und dazu hat die SEC, die amerikanische Aufsichtsbehörde, im Januar diesen Jahres ein sehr gutes Papier rausgebracht, wo drei Formate der der Tokenisierung unterschieden werden beziehungsweise der Akteure, die diese Tokenisierung vornehmen. Das ist Punkt Nummer eins: Issuer-led Tokenization. Also das ist, wenn beispielsweise eine KfW einen DLT-nativen, DLT-

basierten Bond begibt. Das wäre ein Beispiel für die Tokenisierung vom Emittenten her. Dann der der zweite Punkt, der differenziert wurde, also zu Issuer-led war eben Third-Party-led tokenization, also durch dritte Parteien durchgeführte Tokenisierung und da wurde genau unterschieden, was du eben angesprochen hast. Das Ganze durch einen Zentralverwahrer, also durch nen CSD, Central Securities Depository, wie beispielsweise DTCC, also quasi die amerikanische Clearstream, die amerikanische Euroclear. Oder hast du eben dann Tokenisierung durch Finanzmarktintermediäre wie beispielsweise Robinhood oder Kraken? Und da muss man sich halt drüber im Klaren sein. Also, wenn ich jetzt in Robinhood Produkt rein investiere, was tokenisiert ist, dann ist quasi Robinhood derjenige, der die Tokenisierung anstößt. Das heißt, ich habe zusätzlich zu dem Unternehmensrisiko, wenn ich eine Tesla-Aktie kaufe, also zusätzlich zu dem Risiko, was ich hier nehmen will, dass Tesla hoch runterhandelt, habe ich noch das Risiko, dass das eben Robinhood in der ganzen Intermediärskette noch drin ist. Also, wenn so ein Third-Party intermediary, wenn der jetzt pleitegehen würde, dann hätte ich da zusätzlich gegenüber dem auch noch ein Risiko. Also deshalb, wie gesagt, muss man immer klar betrachten, aus Investorensicht, was für ein Format der Tokenisierung habe ich jetzt vorliegen? Ich glaube, in dem Zusammenhang ist es fair zu erwähnen, dass also, wenn wir eine DLT-basierte Welt stärker reingehen, es wird eine hybride Welt geben, also wir werden nicht alle Wertpapiere an einem Stichtag in tokenisierte Formate umstellen und deshalb das, was du eben erwähnt hattest, die Tokenisierung auf Investorenwunsch durch den Zentralverwahrer, durch die DTCC und Euroclear beziehungsweise Clearstream werden ja mit ähnlichen Produkten in diesem Jahr noch kommen. Das ist auch eine von diesen privatwirtschaftlichen Initiativen, die zu einer Riesendynamik im gesamten Ökosystem, im gesamten Markt führen wird. Und wie gesagt, das sollte man immer im Hinterkopf haben, wenn man in ein tokenisiertes Produkt rein investiert, habe ich zusätzliche Risiken. Welche möglichen Risiken sind das und vor allen Dingen, was will ich auch erreichen? Also, wenn ich jetzt ein amerikanischer Retailer bin und über Robinhood eine Tesla-Aktie kaufe, dann mache ich das wahrscheinlich, weil ich eine Wallet habe, wo meine Bitcoin drin sind, wo meine Stablecoin drin sind, wo mein tokenisierter Geldmarktfonds drin ist und wo dann auch meine tokenisierte Aktie drin ist. Also da habe ich alles in einem System, in einem Wallet. Also heute würden wir sagen, in einem Depot drin, alles auf einer Blockchain-Adresse drauf, was natürlich auch riesige Vorteile mit sich bringt.

Alireza Siadat: Ja, vielen Dank. Wir sind schon fast fertig mit dem Podcast, aber zum Abschluss, wirklich die letzten zwei Minuten, Christoph, würde ich mich gerne noch mal von dir interessieren, wie du denn den deutschen Markt siehst im Vergleich. Wir haben jetzt viel von USA gesprochen, aber auch so 'n bisschen Luxemburg angesprochen. Wir dürfen APAC, also Asia Pacific, nicht vergessen. Wie siehst du den deutschen Markt in diesem Verhältnis, wenn wir uns die Produkte Tokenized Money Market, tokenisierte Aktien, aber auch Kryptowährungen anschauen?

Christoph Hock: Also wir, wir sind sehr früh gestartet mit den ganzen regulatorischen Themen, haben die Rahmenbedingungen gehabt und von der EU-Kommission, von DG Fisma, einer der führenden Digital-Asset-Experten, hat zwar so umschrieben, wir müssen vorsichtig sein, dass wir jetzt nicht ne Flyover Zone werden von Amerikanern und von Asia Pacific und, dass wir da uns überholen lassen. Also deshalb ist unheimlich wichtig: Kollaboration, Kollaboration,

Kollaboration. Dass wir hier zusammenarbeiten bei uns in Deutschland an diesen Themen. Dass wir mit dem EU-Finanzmarkt Infrastruktur wird sich verändern. Wir müssen wettbewerbsfähig bleiben. Wir wollen unseren Investoren auch weiterhin auf Sicht von drei, vier, fünf Jahren in der Digital Finance getriebenen Industrie Best in Class Services liefern. Da müssen wir alle zusammen dran arbeiten und ich glaube, die die ganzen Voraussetzungen, Alireza, die ganzen Voraussetzungen dafür sind da. Also wir haben eine Zentralbank, die uns massiv unterstützt. Wir haben eine Regierung mit BMF mit dieser Franco-German Task Force, die die uns massiv unterstützt. Wir haben hier verschiedene Formate, wo wir Private Sector, Public Sector im Austausch sind und wie gesagt, wir müssen, was die Dynamik anbelangt, im Interesse von unseren Kunden, das ist die Kernfrage, what's in it for the client, also welche Mehrwerte können wir Kunden liefern. Da müssen wir auf den Themen drauf sein und müssen eben dann, wenn Kundennachfrage reinkommt bei diesen Themen, dann müssen schlagkräftig sein, da müssen wir die ganzen Pläne in der Schublade haben, müssen die innerhalb von Lichtgeschwindigkeit umsetzen. Und da, wie gesagt, arbeiten wir dran. Da seid ihr als Deloitte ja auch in in verschiedenen Formaten aktiv. Also auf der Consultancy-Seite, ihr spielt da auch eine wichtige Rolle in dem ganzen Ökosystem. Und ich wiederhole mich nochmal: Collaboration, Collaboration, Collaboration. Das, wo wir eben im Sinne von Souveränität, Resilienz, Wettbewerbsfähigkeit unseren Finanzplatz hier nach vorne bringen und wie gesagt, immer im Kundeninteresse denken.

Alireza Siadat: Ja, vielen Dank, Christoph. Das waren nochmal schöne Worte zum Abschluss: Collaboration. Ich danke dir für den wirklich spannenden Talk, den Zuhörern fürs Zuhören. Ja, und wir sehen uns bestimmt bald wieder, Christoph.

Christoph Hock: Sehr gerne, vielen Dank, dass ich da sein durfte. Hat mich sehr gefreut. Dankeschön, Alireza.

