



Autor **Dr. Sören Pippart** ist Manager bei BLC und verfügt über umfangreiche Kenntnisse des Finanz-, Automobil- und Immobiliensektors. Neben strategischen Fragestellungen ist er Experte für Geschäftsoptimierung und Digitalisierung. Er studierte BWL in Mannheim und Saarbrücken und promovierte an der WHU – Otto Beisheim School of Management

FOTO: BLC

# Hype oder Neuerung einer illiquiden Anlageklasse?

Mit der Tokenisierung wird auf Basis der Blockchain-Technologie das Eigentum an einem Vermögenswert in digitale Wertpapiere gegossen, die übertragbar, standardisiert und handelbar sind. Auf diesem Wege kann ein hochliquider Immobilienmarkt geschaffen werden, der auch Retail-Investoren offensteht.

Die Tokenisierung von Immobilien bietet dabei viele Vorteile, bedarf aktuell jedoch noch des regulatorischen Fundaments. Das damit verbundene Potenzial ist in jedem Fall enorm.

Von DR. SÖREN PIPPART, BERG LUND & COMPANY

**A**ls einer der wichtigsten Meilensteine bei der Entwicklung hin zur Aktiengesellschaft von heute gilt die Gründung der „Niederländischen Ostindien-Kompanie“ im Jahre 1602. Ein Zusammenschluss von Unternehmern, um Handel mit entfernten Zivilisationen zu betreiben. Die erste jemals gehandelte Aktie waren Anteilsscheine an dieser Unternehmung. Ein Novum war, dass sich auch unternehmensfremde Personen mit Eigenkapital finanziell beteiligen konnten. Für die sich zusammenschließenden Geschäftsleute lagen die Vorteile auf der Hand. Der Handel über den beschwerlichen Seeweg war mit enormen Risiken verbunden, die jetzt auf verschiedene Schultern verteilt werden konnten, anstatt gegenseitig in Konkurrenz zu stehen. Um die hohen Kosten zu decken, waren zudem die Investitionen Dritter eine willkommene Finanzierungsquelle. Bahnbrechend war jedoch, dass Unternehmensanteile, die bisher ein illiquides Investment darstellten, nun handelbar waren.

Betrachten wir den heutigen Markt für Immobilien, so ergibt sich eine ähnliche Ausgangslage. Sie sind das klassische Beispiel eines illiquiden Investments. Ein direktes Investment ist für Retail-Investoren nicht ohne Weiteres möglich. Für einen Kauf bedarf es in der Regel eines hohen Anteils an Fremdkapital, womit wiederum entsprechende Risiken verbunden sind. Mit Immobilienfonds wird lediglich mittelbar in Immobilien investiert und die Liquidität der Anteile ist eingeschränkt. Crowdinvesting bietet – von Mindestanlagesummen einmal abgesehen – zwar die Möglichkeit, in ausgesuchte Objekte zu investieren, das angelegte Kapital ist jedoch für die entsprechende Laufzeit gebunden. Und mittels ETFs wird lediglich in Aktien von Unternehmen des Immobiliensektors investiert. Im Zuge der Digitalisierung schreitet die Liberalisierung des Immobilienmarkts dennoch unaufhaltsam voran. Mittels der Tokenisierung von Immobilien ist ein hochliquider Markt in greifbare Nähe gerückt, der auch Retail-Investoren offensteht.

## Die Blockchain als Fundament der Tokenisierung

Die BaFin definiert den Begriff Tokenisierung als „die digitalisierte Abbildung eines (Vermögens-)Wertes inklusive der in diesem Wert enthaltenen Rechte und Pflichten sowie dessen hierdurch ermöglichte Übertragbarkeit“. Mit der Tokenisierung wird also das Eigentum an einem Vermögenswert in digitale Wertpapiere gegossen, die übertragbar,

standardisiert und handelbar sind. Diese digitalen Wertpapiere werden Token genannt.

Das Fundament hierfür bildet die Blockchain-Technologie. Das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) beschreibt die Blockchain als „eine technische Lösung, um Daten in einer verteilten Infrastruktur ohne zentrale Instanz nachvollziehbar und manipulationssicher im Konsens zu verwalten.“ Dadurch können Transaktionen durchgeführt werden, die ohne den Einsatz einer zentralen Clearingstelle auskommen und dennoch ein Höchstmaß an Sicherheit aufweisen. Bekanntestes Einsatzgebiet für diese Technologie sind Kryptowährungen, wie beispielsweise Bitcoin oder Ethereum. Die wesentliche Pionierarbeit wird dabei im Zuge von Decentralized Finance (DeFi) geleistet. Hinter DeFi verbirgt sich das Angebot von digitalen Finanzdienstleistungen, die ohne den Einsatz von Intermediären, wie Banken oder Brokern, auskommen. Aber auch andere Industrien, allen voran der Immobiliensektor, können vom Potenzial der Blockchain-Technologie profitieren.

## Hochliquider Immobilienmarkt rückt in greifbare Nähe

Die Tokenisierung von Immobilien bietet drei wesentliche Vorteile. Erstens die Schaffung eines hochliquiden Immobilienmarkts, zweitens die Reduzierung von (Transaktions-)Kosten und drittens die Durchführung von fälschungssicheren Transaktionen. Durch die Ausgabe von Token entsteht eine neue Form der Finanzierung von Immobilien(-projekten). Token, die das Eigentum an einem Sachwert verbrieften, sind beliebig teilbar. Als Konsequenz kann auch das Eigentum an einer Immobilie in beliebig große Anteile geteilt werden. Ein ansonsten erforderlicher Mindestanlagebetrag entfällt daher. Stattdessen steht es dem Investor frei, welchen Betrag er investieren möchte. Der Markt für Immobilien als Anlageobjekt ist damit nicht länger auf institutionelle Investoren begrenzt, sondern wird so auch für Retail-Investoren geöffnet. Für den Handel der Token steht zudem mit dezentralen Börsen ein liquider Sekundärmarkt zur Verfügung. An diesen Handelsplätzen können Token rund um die Uhr an sieben Tagen in der Woche ge- oder verkauft werden.

Die mit dem Kauf einer Immobilie einhergehenden Transaktionskosten machen einen signifikanten Anteil der Gesamtkosten aus. ➤

Ursächlich hierfür ist der Einsatz einer Vielzahl von Intermediären, wie Banken, Maklern, Anwälten, Notaren, Versicherern und Grundbuchämtern. Diese Kosten werden durch die Tokenisierung minimiert, indem eine hochgradige Automatisierung stattfindet, wodurch auf Intermediäre weitgehend verzichtet werden kann. Erreicht wird dies durch den Einsatz von Smart Contracts. Die BaFin definiert den Begriff wie folgt: „Smart Contracts ermöglichen die Abbildung einer vertraglichen Logik durch Computer-Algorithmen.“ Bei der Tokenisierung ist dadurch ein hohes Maß an Individualisierung möglich, sodass auch komplexe Sachverhalte abgebildet werden können. In einer entfernten Ausbaustufe des Blockchain-Einsatzes kann darüber hinaus auch die Bewirtschaftung einer Immobilie optimiert werden, indem bspw. Nebenkostenabrechnungen vollständig automatisiert werden.

In einer zunehmend digitalen Welt kommt der Sicherheit von Daten große Bedeutung zu. Die Blockchain setzt diesbezüglich neue Maßstäbe. Sobald eine Transaktion, z. B. der (Ver-)Kauf von Token, durch die Blockchain verarbeitet und bestätigt ist, ist sie unveränderlich. Das Grundprinzip der Blockchain beruht darauf, dass Informationen nur hinzugefügt, aber nicht verändert werden können. Die Manipulation einer Transaktion würde es daher erfordern, die Historie der Blockchain umzuschreiben. Dies ist jedoch aufgrund ihrer Dezentralität ausgeschlossen. Darüber hinaus wird ein hohes Maß an Transparenz gewährleistet, indem sämtliche Transaktionen über den jeweiligen Block-Explorer der Blockchain öffentlich einsehbar sind.

### **Fehlende Regulatorik sorgt aktuell für große Ungewissheit**

Bevor die Tokenisierung von Immobilien ihr volles Potenzial entfalten kann, sind noch einige Herausforderungen zu meistern. Darunter fallen vor allem die bisher lückenhafte Regulierung, die Aufbewahrung von Kryptowährungen und die weitere Digitalisierung der Infrastruktur. Bei der Blockchain handelt es sich um eine noch junge technologische Entwicklung. Entsprechend überschaubar ist das derzeitige Regelwerk hierzu. Das steigende Interesse an Kryptowährungen hat jedoch auch das Regulierungsbestreben der Aufsichtsbehörden geweckt. In der Europäischen Union werden momentan mit der Verordnung „Markets in Crypto-Assets (MiCA)“ die regulatorischen Rahmenbedingungen erarbeitet. In den USA wurden die regulatorischen Grundsteine im Rahmen des „Infrastructure Investment and Jobs Act“ und der Executive Order von Präsident Biden im März 2022 gelegt. Darüber hinaus arbeiten zahlreiche weitere Länder an einem nationalen Regelwerk für Kryptowährungen oder haben bereits erste Regelungen erlassen. Die zukünftige Adaption der Blockchain-Technologie wird wesentlich von der weiteren Ausgestaltung der Regulatorik abhängen. Nur wenn die Emission und der Handel von Token mit eindeutigen Regeln verbunden sind, werden Investoren bereit sein, sich aktiv daran zu beteiligen.

Das Eigentum an einem Token, oder jeder anderen Kryptowährung, ist durch einen digitalen privaten Schlüssel gesichert. Nur wer diesen privaten Schlüssel besitzt, kann über den Token verfügen. Im Umkehrschluss heißt dies: Geht der private Schlüssel verloren, ist auch der Token verloren. So ist dieser Umstand die wesentliche Ursache dafür, dass Schätzungen zufolge rund 20 Prozent der jemals zu erschaffenden Bitcoin nicht mehr für den Handel zur Verfügung stehen. Der Aufbewahrung des privaten Schlüssels kommt also eine enorme Bedeutung zu. Der Nutzer bewegt sich dabei im Spannungsfeld zwischen Sicherheit und Reaktionsgeschwindigkeit. Sogenannte Hardware-Wallets bieten ein hohes Maß an Sicherheit, da der Nutzer den privaten Schlüssel exklusiv kontrolliert. Die darauf befindlichen Token können aber nicht unmittelbar verkauft werden, sondern müssen zunächst zu einer Börse

transferiert werden. Direkt bei einer Börse aufbewahrte Token ermöglichen, unverzüglich auf Marktentwicklungen zu reagieren. In diesem Fall besteht jedoch das Risiko einer Cyberattacke, die zum Verlust des privaten Schlüssels und damit der Token führen kann. Insofern gilt die Blockchain-Technologie zwar als fälschungssicher, eine 100-prozentige Sicherheit gegen kriminelle Machenschaften gibt es aber nicht.

Damit die Tokenisierung von Immobilien ihr vollständiges Potenzial entfalten kann, ist eine konsequente Digitalisierung des Sektors erforderlich. Beispielhaft sei hier die digitale Abbildung der Grundbücher genannt. Für einen schnellen und unkomplizierten Eigentumsübertrag ist dies unerlässlich. Aktuelle Tokenisierungen behelfen sich damit, dass nicht das Eigentum an einer konkreten Immobilie veräußert bzw. übertragen wird, sondern vielmehr der Anteil an einem Unternehmen, in dessen Eigentum sie sich befindet.

### **Enormes Potenzial für Tokenisierung von Immobilien**

Für die Immobilienbranche bedeutet die Tokenisierung weitreichende Veränderungen. Für Immobilien ergeben sich neue Finanzierungsmöglichkeiten, egal ob Bestandsobjekt oder Entwicklungsprojekt. Bisher bedienen sich Investmentunternehmen institutionellen Investoren, die Eigen- oder Mezzanine-Kapital zur Verfügung stellen, sowie Banken, die Fremdkapital bereitstellen. Zukünftig könnte ein Investmentunternehmen den Kauf oder Bau einer Immobilie alternativ durch die Ausgabe von Token finanzieren. Die Anzahl der potenziellen Geldgeber vergrößert sich enorm, da neben institutionellen Anlegern zusätzlich Retail-Investoren angesprochen werden können. Die Investoren partizipieren im Gegenzug an den generierten Erträgen, insbesondere natürlich den Mietzahlungen. Die Ausschüttung kann über Kryptowährungen, wie Stablecoins, erfolgen. Auch eine Erhöhung der Marktpreise für Immobilien wäre über den Preis der Token abgebildet.

Das Potenzial für die Tokenisierung von Immobilien ist beträchtlich. Schätzungen der Immobilienberatung Savills zufolge betrug der weltweite Immobilienwert im Jahr 2020 rund 290 Billionen US-Dollar, wobei knapp 90 Prozent davon auf Wohn- und der Rest auf Gewerbeobjekte entfallen. Investoren steht jedoch nicht der gesamte Markt offen. Bei Wohnimmobilien sind ca. ein Drittel und bei Gewerbeimmobilien ca. zwei Drittel „investierbar“. Damit beläuft sich der für Investoren zugängliche Markt weltweit auf rund 110 Billionen US-Dollar. Zum Vergleich: Der weltweite Aktienmarkt ist mit ca. 109 Billionen US-Dollar nur unwesentlich kleiner. Die Tokenisierung ist aber nicht nur für entwickelte Märkte von Interesse. Auch die Schaffung von bezahlbarem Wohnraum in Afrika ist ein konkreter Anwendungsfall, dem sich das Projekt Empowa auf der Cardano-Blockchain verschrieben hat.

### **Fazit**

Rund 400 Jahre nach dem Startschuss für den Aktienmarkt, wie wir ihn heute kennen, stehen wir wieder vor einer Revolution, dieses Mal des Immobilienmarkts. Während Retail-Investoren heutzutage problemlos in Aktien investieren können, ist dies bei Immobilien nicht so einfach möglich. Die Tokenisierung verspricht nun, Immobilien in eine handelbare und liquide Anlageklasse zu verwandeln, die auch Retail-Investoren offensteht. Dafür sind zunächst noch einige Herausforderungen zu meistern, allen voran die Schaffung der regulatorischen Rahmenbedingungen. Die bisherige Adaption der Blockchain-Technologie spricht aber eine eindeutige Sprache. Coinbase zufolge ist diese vergleichbar mit der Adaption des Internets in den 1990er Jahren. Die Tokenisierung von Immobilien mag gegenwärtig noch in den Anfängen stecken, wird zukünftig jedoch weiter an Bedeutung gewinnen. **C.**