

# Auch ein «billiger» Bitcoin ist digitale Freiheit

Der Bitcoin und mit ihm weitere Kryptowährungen sind innert weniger Tage von Lieblingen der Anleger zu Prügelknaben geworden. Zudem zeigen Verschiebungen innerhalb des Sektors, dass der Bitcoin an Dominanz verliert. Wie gehen Investoren damit um? Von Werner Grundlehner



Der Bitcoin wird noch auf absehbare Zeit den Takt der Kryptobranche vorgeben. Werbung an einem Tram in Hongkong.

KIN CHEUNG / AP

Viel Hype, viel Feind – der «Ur-Kryptowährung» schlägt seit einigen Tagen eine steife Brise entgegen. Der Bitcoin hat nach einer atemberaubenden Rallye in den vergangenen Monaten für kurze Zeit fast die Hälfte seines Marktwertes eingebüsst. Die Argumente, die dabei gegen den Bitcoin angeführt werden, sind nicht neu, gingen aber in der Euphorie der Anleger vergessen. Der Bitcoin hat einen hohen Energieverschleiss, versagt als Zahlungsmittel, könnte verboten werden, ist manipulierbar und droht durch digitale Notenbankwährungen verdrängt zu werden. Diese durchaus berechtigten Vorwürfe bringen das Konzept der Kryptowährungen allerdings nicht in Gefahr. Zu bestechend sind die Vorteile einer dezentralisierten, effizienten und fälschungssicheren Technologie auf der Blockchain. Wenn man von Kryptowährungen spricht, muss man sich bewusst sein, dass es dabei nicht wirklich um Währungen geht.

## Vergleich zu Dotcom-Blase

Das, was gemeinhin als Kryptowährungen bezeichnet wird, sind vor allem der Bitcoin – der wohl am ehesten ein Anlageprodukt oder Wertaufbewahrungsmittel ist – und Coins mit Zusatzfunktionen wie «Smart Contracts», die man als Abwicklungnetzwerke bezeichnen könnte. Diese verbinden Zahlungen mit Bedingungen. Diese Smart Contracts ermöglichen die Dezentralisierung klassischer Finanzdienstleistungen wie Kreditvergabe und Vermögensverwaltung, ohne dass Finanzdienstleister dazwischengeschaltet werden. Diese «schlau» Kryptowährungen, die das Potenzial aufweisen, die Finanzindustrie zu revolutionieren, haben im Krypto-Universum zu Marktverschiebungen geführt: Im Jahr 2015, als die breite Öffentlichkeit erstmals mit dem Thema digitale Währungen in Kontakt kam, machte der Bitcoin 98% der Marktkapitalisierung des Krypto-Universums aus. Derzeit vereint die «Ur-Krypto-Währung» noch rund 40% des Wertes auf sich.

Wie bei anderen spekulativen Anlagen auch sollte man in Bitcoin nur Geld investieren, dessen Verlust man verschmerzen kann, ohne in existenzielle Nöte zu geraten.

In den vergangenen Jahren sind Kryptowährungen wie Pilze aus dem Boden geschossen. Meist waren es Imitate oder Mischformen der oben beschriebenen Konzepte. Gegenwärtig zählt die Website [coinmarketcap.com](http://coinmarketcap.com) über 9900 Währungen. Viele werden aber, so schnell, wie sie aufgetaucht sind, wieder verschwinden. Als Vergleich könnte man die Dotcom-Blase heranziehen. Zwar sahen viele Investoren um die Jahrtausendwende voraus, dass das Internet eine disruptive Technologie ist, die unser Leben nachhaltig verändert. Doch nur wenige Gesellschaften, die sich mit «dotcom» schmückten, überlebten.

Wird der Bitcoin zu den Überlebenden der Kryptoblase zählen und auch in Zukunft relevant sein? «Krypto-Jünger» sind überzeugt, dass der Bitcoin allein schon aufgrund seiner Historie und der Grösse des Netzwerks relevant bleiben wird. Doch das allein dürfte nicht reichen. Um die Zukunft einschätzen zu können, gilt es zu analysieren, was der Bitcoin leistet und welche Nachteile er hat. Tesla-Geschäftsführer Elon Musk hat auch institutionelle Investoren aufgeschreckt, als er kürzlich verkündete, Bitcoin wegen des hohen Energieverbrauchs nicht mehr als Zahlungsmittel annehmen zu wollen. Nachhaltiges Anlegen ist für viele, insbesondere professionelle Investoren, das Gebot der Stunde. Dass die Prüfung der Bitcoin-Transaktionen (die gleichzeitig zur Ausgabe neuer Coins führt) in einem Wettstreit der Rechner (proof of work) viel Energie verbraucht, war aber längst bekannt.

Zu den Kritikpunkten im Einzelnen lässt sich Folgendes sagen:

Erstens – der immense Energieverbrauch: Dieser ist eine Funktion des hohen Bitcoin-Kurses. Bei gleichbleibendem Wert würde sich der Strombedarf des Bitcoins wegen der Mining-Systematik in vier Jahren halbieren. Man kann jedoch nichts Wertvolles schaffen, ohne Energie einzusetzen. Die Bitcoin-Miner führen oft an, Ökostrom oder solchen, der sonst nicht verwendet würde, einzusetzen. Das ist teilweise Wunschdenken. Das Bitcoin-Netzwerk verbraucht die Energie eines mittelgro-

sen Industriestaates; wenn man diesen einsparen könnte, müsste weltweit weniger Strom, aus sauberen und «schmutzigen» Quellen, produziert werden.

Zweitens – der Bitcoin ist kein Zahlungsmittel: Das Bitcoin-Netzwerk ist aus Kapazitätsgründen nicht in der Lage, ein globales Zahlungssystem zu betreiben. Stattdessen hat sich schon vor Jahren die Ansicht durchgesetzt, dass die Kryptowährung sich zur Werterhaltung eigne und quasi das «neue Gold» sei. Das energieintensive «proof of work» macht den Bitcoin sicherer als neuere Währungen, die auf das weniger energieintensive «proof of stake» setzen. Bei diesem entscheidet ein Zufallsmechanismus, wer einen neuen Block auf der Blockchain bilden kann.

Drittens – der Markt wird manipuliert: Prozentuale Wertverluste wie in den vergangenen Tagen hat der Bitcoin schon oft gesehen – hohe Kursavancen werden auch durch Volatilität erkaufte. Doch jüngst haben Investoren im gesamten Kryptobereich 1000 Mrd. Dollar verloren, das hinterlässt tiefe Narben. Diese Anleger gewinnt die Branche nicht so schnell wieder zurück. Man darf aber nicht vergessen, dass es hier um ein Finanzprodukt geht, das noch in den Kinderschuhen steckt und der breiten Öffentlichkeit noch keine Dekade lang ein Begriff ist. Es wäre auch falsch, darauf zu hoffen, dass die Wertentwicklung in den kommenden Jahren vergleichbar wird mit einer soliden Anlage wie etwa einer Nestlé-Aktie. Doch was macht ein gutes Anlageprodukt aus, das gegen Manipulation resistent ist? Dass es breit akzeptiert und liquide ist. Der Bitcoin weist immer noch eine Marktkapitalisierung von annähernd 800 Mrd. Dollar auf und ist damit doppelt so «wertvoll» wie der weltgrösste Detailhändler Walmart. Das Handelsvolumen im Bitcoin beträgt rund das Fünffache des täglich gehandelten Volumens bei Apple, der gemessen am Börsenwert grössten Firma. In Südkorea und Hongkong war das Handelsvolumen mit Kryptowährungen in diesem Jahr an gewissen Tagen höher als jenes an der Aktienbörse. Apple-Aktien mit Bitcoins vergleichen? Ja. Denn die Grössenordnung zeigt, dass die Kryptowährung auch im Handel relevant ist, auch wenn sie sich als Zahlungsmittel nicht etabliert hat.

## Als Inflationsschutz tauglich?

Viertens – Staaten werden Kryptowährungen verbieten: Ob das «digitale Gold» als Inflationsschutz taugt, muss sich dagegen erst noch zeigen. Die lange Abwesenheit von Inflation in den Industriestaaten und die hohen, durch Spekulation ausgelösten Schwankungen der Bitcoin-Notierung machen eine Analyse schwierig. Inflationsschmerzende Staaten wie Venezuela, Nigeria und die Türkei zeigen mit Eingriffen jedoch, dass sie der Kryptowährung dies zutrauen. So hat etwa die türkische Regierung die grössten Handelsplätze im Land kurzerhand mit dem Vorwurf krimineller Aktivitäten geschlossen, als sich die Entwertung der eigenen Landeswährung akzentuierte. Oft geistert die Idee durch die Märkte, bald würden die Regierungen private Kryptowährungen verbieten – China hat hier schon erste Schritte unternommen, in den USA und anderen Ländern thematisieren die Behörden dies regelmässig. Es wird von Krypto-Verfechtern jeweils argumentiert, dass dies nicht möglich sei, weil man dazu «das Internet abschalten müsste». Das gilt für Privatpersonen. Institutionelle Anleger können durch die Behörden kontrolliert werden. In zahlreichen Ländern wäre dies aber schmerzhaft, weil die Kryptobranche mittlerweile ein relevanter Wirtschaftsfaktor ist, mit einer Verzahnung weit in das traditionelle Finanzwesen hinein. Bei Privatpersonen würde der Staat mit Verboten wohl dort ansetzen, wo Kryptowährungen auf die reale Welt stossen, etwa bei den Handelsplätzen.

Fünftens – der Bitcoin wird von den Notenbanken verdrängt: Zahlreiche Notenbanken arbeiten daran, ihre Landeswährung zu tokenisieren – allen voran China. Dabei wird es sich aber um zentrale und überwachbare Systeme handeln. Auf einer privaten Blockchain wie Bitcoin ist das Vermögen in Form eines Coins sicher verwahrt und jederzeit nachverfolgbar – ohne dass es dabei zwingend einer Person zugeordnet werden kann. Diese Anonymität ist ein Freiheitsrecht des Bürgers – erst recht in einer zukünftigen Welt, in welcher der Staat jeden einzelnen digitalen Franken stets im Blick hat. Ein gewissen Mass an Kriminalität muss dabei in Kauf genommen werden, das ist auch heute bei traditionellen Währungen nicht anders.

Fazit: Der Bitcoin wird noch auf absehbare Zeit den Takt der Kryptobranche vorgeben. Wie bei anderen spekulativen Anlagen auch sollte man in Bitcoin nur Geld investieren, dessen Verlust man verschmerzen kann, ohne in existenzielle Nöte zu geraten. Wer wissen will, wo der Bitcoin in einem oder zehn Jahren stehen wird, muss eine Glaskugel hervorheben. Es gibt keine Fundamentaldaten, die sich für eine Bewertung heranziehen lassen. Und in den vergangenen Tagen hat sich gezeigt, dass auch Prognosen zu Angebot und Nachfrage reine Spekulation sind – und mit einem Tweet oder der Androhung neuer Regulierungen obsolet sind. Die Prognose, dass uns Kryptowährungen erhalten bleiben, als digitale Form von Notenbankgeld, als Zahlungsmittel, die an Bedingungen geknüpft sind, oder Wertaufbewahrungsmittel wie der Bitcoin, ist hingegen nicht gewagt.

Geschlossene westliche Allianz

# Der Krieg zerschlägt auch Brexit-Illusionen

NIKLAUS NUSPLIGER, LONDON

Als Grossbritannien 2016 über den EU-Austritt abstimmt, nahmen russische Propagandamedien klar Partei für den Brexit. Der Kreml sah offensichtlich eine Chance, einen Keil zwischen die westlichen Alliierten zu treiben. Sechs Jahre später hat sich Wladimir Putins Hoffnung als Illusion entpuppt: Der Westen hat bemerkenswert geschlossen auf die Invasion in die Ukraine reagiert, wobei die EU, die USA und Grossbritannien die harschen Wirtschaftssanktionen gegen Moskau in enger Koordination durchsetzten.

Die Regierung von Boris Johnson spielte dabei eine proaktive Rolle. Ihre Geheimdienste wiesen früh auf die russischen Angriffs- und Umsturzpläne in der Ukraine hin. London belieferte Kiew mit defensiven Waffen zu einem Zeitpunkt, als die Kontinentaleuropäer noch den Kopf in den Sand steckten. Nach der Invasion drängte Grossbritannien vehement auf einen Ausschluss Russlands aus dem Zahlungssystem Swift, während sich Berlin und Rom lange dagegen sträubten.

Johnson wird nicht müde, die britische Rolle als Motivator zu unterstreichen, der die europäischen Partner zu einer härteren Gangart gegenüber Moskau bewegt habe. Doch die neue Entschlossenheit der EU ist vor allem das Resultat der Dynamik unter

den Mitgliedstaaten und des Drucks von Skandinavien sowie Mittel- und Osteuropäern. Grossbritannien gehört zwar zu den wichtigsten Nato-Mitgliedern, sitzt aber bei den EU-Verhandlungen nicht mehr am Tisch, was die britische Stellung als Brücke zwischen den USA und Europa schwächt. Die direkten Kontakte zwischen Washington, Paris und Berlin gewinnen an Bedeutung. London mag bei den Wirtschaftssanktionen vorangehen, schlägt aber bei den Massnahmen gegen Oligarchen ein weniger forsches Tempo an als Brüssel. Und während die EU-Staaten Ukrainer vorläufig aufnehmen, unterminiert der Formalismus der migrationskritischen Innenministerin Priti Patel bei der Visavergabe für Kriegsflüchtlinge Johnsons solidarische Rhetorik.

Früher als andere hat Johnson erkannt, dass sich im 21. Jahrhundert der Konflikt zwischen Demokratien und Autokratien zuspitzen wird. In seiner aussenpolitischen Strategie hat er sein Land als «Global Britain» positioniert, das sich dem indopazifischen Raum zuwendet und auf der ganzen Welt für offene Handelswege und Demokratie einsteht. Grosse Hoffnungen setzte London auf die Partnerschaft mit der weltweit grössten Demokratie, Indien. Umso bitterer ist, dass sich Indien in der Uno nicht gegen die russische Aggression stellen mochte. Dafür führt Putins Krieg den Briten vor Augen, dass sie mit den demokratischen Kon-

Putins Krieg führt den Briten vor Augen, dass sie mit den demokratischen Kontinentaleuropäern viel mehr verbindet, als sie von ihnen trennt.

tinentalen Europäern doch viel mehr verbindet, als sie von ihnen trennt. In den letzten Jahren waren sich Grossbritannien und die EU-Staaten wegen der Fischerei, EU-Richtern, Impfdosen oder des Nordirland-Protokolls permanent in den Haaren gelegen. Nun verblassen diese Streitigkeiten angesichts der Bedrohung der europäischen Sicherheitsarchitektur. Dass die von den britischen Boulevardmedien als Freiheitshelden porträtierten Ukrainer der EU beitreten wollen, relativiert das Feindbild Brüssels als undemokratischer Moloch. Und da Putins Aggression die Gefahr eines Dominoeffekts von EU-Austritten auf Jahre hinaus reduziert haben dürfte, muss man in Brüssel auch nicht mehr zwanghaft zu beweisen versuchen, dass der Brexit ein Misserfolg wird.

Doch auch die Briten, die jüngst mit einer radikalen Reduktion von Panzern und Soldaten für Aufsehen sorgten, müssen über die Bücher gehen. Putins Aggression zeigt, dass klassische Territorialkonflikte keineswegs der Vergangenheit angehören. Sie führt London aber auch vor Augen, wie eng die Verteidigung von Demokratie und elementaren nationalen Sicherheitsinteressen mit Europa verknüpft bleibt. Das wird die Notwendigkeit zur Kooperation über die Nato hinaus erhöhen. Das «globale Britannien» wird unvermittelt von der geografischen Realität Europa eingeholt.

Kryptowährungen

# Der Bitcoin steht nicht auf der Seite von Putin

WERNER GRUNDLEHNER

Der Ukraine-Krieg rückt den Charakter des Bitcoins in den Fokus. Sein Vorteil: Kryptowährungen sind unabhängig von Notenbanken und Behörden. Sein Nachteil: Kryptowährungen sind unabhängig von Notenbanken und Behörden. Die internationale Gemeinschaft sorgt sich nach der Ukraine-Invasion, dass die Finanzsanktionen gegen Russland – etwa der Ausschluss aus dem Swift-System – mithilfe von Kryptowährungen wie dem Bitcoin unterwandert werden könnten. Verschieben die Oligarchen ihre Milliardenvermögen aus London, Monaco und der Schweiz über die Blockchain unbemerkt an einen geheimen Ort? Lässt sich Russland für seine Erdölexporte in Token auf einem Krypto-Wallet bezahlen?

Die Antwort lautet nein – oder höchstens zu einem kleinen Teil. Denn für eine grossangelegte Sanktionsumgehung wie die Verschiebung von Oligarchen-Vermögen oder Erdölverkäufe durch Regierungskonzerne ist der Krypto-Markt noch nicht ausgelegt. Technisch ist das Verfahren zu kompliziert und die Bitcoin-Blockchain nicht leistungsfähig genug. Zudem ist im Krypto-Markt zu wenig Liquidität vorhanden. Wenn jeweils Krypto-Wale (die wenigen Investoren, die einen Grossteil

der Bestände halten) grosse Transaktionen tätigen, schlagen die Notierungen wild aus. Bei allen anderen Kryptowährungen neben – oder besser hinter – dem Bitcoin, ist die Liquidität noch viel tiefer. Zudem werden die Token der zweiten und dritten Blockchain-Generation zwar Kryptowährungen genannt, sind aber nicht für Zahlungen ausgelegt, sondern für das Ausführen von Software-Anwendungen (Smart Contracts) und deren Abgeltung.

Zudem ist der Tausch von Bitcoins in traditionelle Währungen ein heikler Punkt. So werden die Spenden an die Ukraine bei einer zentralisierten Tauschbörse gewechselt. Hier hätte man die Möglichkeit, regulatorisch einzugreifen, bzw. einen Wechsel zu verunmöglichen – das will aber niemand. Der Aufruf für Krypto-Spenden durch die ukrainische Regierung war einer der Gründe, der Phantasien über eine gigantische Token-Trickserie im Schatten des Ukraine-Krieges aufkommen liess. Bei westlichen Krypto-Börsen, welche zumindest ansatzweise die Kapazitäten hätten, derartige Volumen umzusetzen, sind die Massnahmen gegen Geldwäscherei aber ähnlich wie bei traditionellen Banken und Finanzdienstleistern.

Damit eine Umgehung der Sanktionen erfolgreich wäre, müsste man eine Gegenpartei finden, die bereit wäre, Krypto-Vermögenswerte fraglicher

Die Blockchain ist eine öffentliche Datenbank, auf der alle Transaktionen öffentlich und auf ewig einsehbar sind.

Herkunft anzunehmen. Das stellt gleich aus zwei Gründen ein enormes Risiko dar. Erstens wird die Gegenpartei diese Assets nicht ohne Probleme ins eigene Finanzsystem einspeisen können und läuft Gefahr, dass sie darauf sitzen bleibt. Zweitens ist die Blockchain eine öffentliche Datenbank, auf der alle Transaktionen öffentlich und auf ewig einsehbar sind. Die Gegenpartei würde somit ein enormes strafrechtliches und reputationstechnisches Risiko auf sich nehmen. Der Chef der US-Bundespolizei wurde jüngst nach der Lösung einer Krypto-Erpressung zitiert: Er sei dankbar, dass die Erpresser Bitcoins genutzt hätten.

Für die Bürger der Kriegsnationen könnte der Bitcoin dagegen ein Rettungsanker sein. Die Landeswährungen, vor allem in Russland, stehen unter hohem Abgabedruck und das nationale Bezahlsystem vor dem Zusammenbruch. Viele Bürger versuchen mithilfe von Kryptowährungen ihr Erspartes in Sicherheit zu bringen. Das ist nichts Neues: Das war in anderen Ländern, in denen die Landeswährung kollabierte – etwa in Venezuela – ebenfalls zu beobachten. In diesem Fall ist es ein Segen, dass die Regierung keinen Zugriff auf das Bürgergeld hat. Auch wenn sich darunter einzelne Personen befinden könnten, die sich auf den westlichen Sanktionslisten befinden.

Scheinheilige linke Sicherheitspolitik

# Armeeabwracker zur realpolitischen Raison bringen

DANIEL FRITZSCHE

Während in der Ukraine der Krieg tobt, schlägt in der kleinen Schweiz die Stunde der Grossmäuler. An Solidaritätskundgebungen im ganzen Land profilieren sich dieser Tage auffallend viele linke Wortführer mit markigen Tönen gegenüber dem russischen Aggressor. Am letzten Wochenende etwa wandte sich der SP-Chef Cédric Wermuth in Bern vor 20 000 Leuten wild gestikulierend an den russischen Kriegsführer persönlich: «Herr Putin, verschwinden Sie aus diesem Land!», bellte er ins Mikrofon. Wut auf Putin und seine Schergen sei in der gegenwärtigen Lage die einzig richtige Antwort. Man werde die Taten und die Verantwortlichen dahinter nicht vergessen.

Natürlich sind die Aussagen gerechtfertigt. Auch in ihrer Intensität. Nur der Absender wirkt komplett unglaubwürdig. Die Linke hat in den letzten Jahrzehnten nichts unversucht gelassen, um die Schweizer Armee zu schwächen. Sie beantragt regelmässig Kürzungen im Militärbudget und bekämpft wichtige Rüstungsausgaben. Wermuths SP führt die Abschaffung der Armee bis heute prominent im Parteiprogramm. Ein Machthaber mit Kalter-Krieg-Eichung wie Putin lächelt doch müde, wenn Politiker, denen die Verteidigung des eigenen Landes offensichtlich

keinen Deut wert ist, nun eine «harte Linie» gegenüber Russland fordern. Das Militär totsparen und auf dem aussenpolitischen Parkett grosse Töne spucken, das geht nicht zusammen.

Besonders scheinheilig agiert die Linke zurzeit in der Diskussion um die Kampfjetbeschaffung. Am Donnerstag bekräftigten SP, Grüne und die Gruppe Schweiz ohne Armee, dass sie die Unterschriften-sammlung für ihre Stopp-F-35-Initiative trotz der Eskalation in der Ukraine fortführen wollen. Das allein ist kein Skandal. Ein klarer Volksentscheid gegen die Initiative könnte dem Militär, das in der Schweiz nach Jahren der Redimensionierung an Bedeutung, Anerkennung und Schlagkraft verloren hat, sogar Auftrieb verleihen. Und die Armeeabwracker etwas zur realpolitischen Raison bringen. Damit wäre durch einen möglichen Urnengang viel gewonnen – auch wenn bei der Beschaffung Zeit verloren ginge.

Stossend ist, wie die linken Parteien ihren Kampf gegen den F-35 begründen. «Ein Angriff auf die Schweiz durch russische Bodentruppen ist ausgeschlossen», erklärt das Initiativkomitee per Medienmitteilung. Bevor der erste russische Soldat einen Fuss auf Schweizer Boden gesetzt hätte, «wäre ein Atomkrieg ausgebrochen, denn diverse Nato-Staaten wären zuvor angegriffen worden». Das zeigt, wie naiv, aber letztlich auch unsolidarisch die linke Ver-

Die Linke verlässt sich darauf, im Ernstfall durch die starken Nachbarn geschützt zu werden. Solche Gewissheiten sind nun in sich zusammengefallen.

teidigungspolitik in der Schweiz ist: Man verlässt sich darauf, im Ernstfall durch die starken Nachbarn geschützt zu werden. Doch genau solche Gewissheiten sind mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine in sich zusammengefallen. Das sollte seit dem 24. Februar 2022 dem Hintersten und Letzten klargeworden sein. Darum ist es richtig, dass die von SVP und FDP angestossene Diskussion um eine Erhöhung des Wehretats nun an Fahrt gewinnt.

Die SP-Sicherheitspolitikerin Priska Seiler Graf findet die Forderungen der Bürgerlichen «übereilt und populistisch», wie sie kürzlich in der NZZ sagte. Parteipräsidentin Mattea Meyer hält sie sogar für «beschämend» und «widerlich». Die grüne Nationalrätin Marionna Schlatter trat bis vor kurzem mit der Aussage auf, dass es absurd sei, angesichts von Virus- und Klimakrise Geld für Kampfjets zur Verfügung zu stellen. Diese Politikerinnen haben die Zeichen der Zeit nicht erkannt. Was wohl ukrainische Soldaten von ihrer Argumentation halten würden?

In Deutschland stellt der SPD-Bundeskanzler mit Blick auf die Ukraine-Invasion 100 Milliarden Euro für die Bundeswehr in Aussicht und erhöht die Wehrausgaben ab 2024 auf zwei Prozent des Bruttoinlandsprodukts. In der Schweiz sind es derzeit weniger als ein Prozent. Wann bewegen sich endlich auch die Schweizer (Un-)Sicherheitspolitiker?

# Ein profitables Feld mit vielen Fallgruben

Vor rund zehn Jahren begann der Bitcoin seinen Siegeszug – mittlerweile gibt es Tausende von Möglichkeiten, in Krypto zu investieren

WERNER GRUNDEHNER

Ob das Satoshi Nakamoto so gewollt und vorausgesehen hat, als er 2008 ein Arbeitspapier verfasste, das die Funktionsweise einer Kryptowährung definierte? Im Jahr 2022 ist «Krypto» eines der Anlagethemen, die am kontroversesten diskutiert werden. Die Meinung reicht von «Digitale Assets werden den Finanzbereich revolutionieren» bis zu «Betrügerisches Schneeballsystem, das bald zusammenbricht». Fast wöchentlich rückt ein neues Thema in den Fokus, nach NFT machten jüngst «private» Kryptowährungen Schlagzeilen.

Kryptowährungen sind verschlüsselt abgesicherte digitale Zahlungsmittel mit Token auf der Blockchain. Dabei handelt es sich um ein transparentes, elektronisches Register für die Speicherung von Transaktionsdaten, das durch die Teilnehmer eines verteilten Rechnernetzes verwaltet wird. Dieses Nutzer-zu-Nutzer-System (Peer-to-Peer) erlaubt eine gemeinsame, synchronisierte Datenhaltung – so werden sichere Transaktionen ohne Intermediäre zu tiefen Kosten möglich. Die Website coinmarketcap.com listet zurzeit über 18 000 Kryptowährungen auf mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt über 1800 Milliarden Dollar.

## Grossvater ist der Taktgeber

«Überleben im Sinn von aktiven und mindestens einigermaßen erfolgreichen Projekten werden 5 bis 10 Prozent aller Krypto-Token», sagt Philipp Cottier vom Investment-Advisor L1 Digital. Taktgeber bleibt der Grossvater der Branche – der Bitcoin. Er bestimmt auch die Werteentwicklung des gesamten Sektors. Nach einem Höchst von fast 70 000 Dollar im vergangenen November hat der Bitcoin – und mit ihm weite Teile des Krypto-Segments – über 40 Prozent an Wert eingebüsst. Viele Beobachter sprechen bereits von einem «Krypto-Winter».

Neben der Bitcoin-Blockchain haben sich weitere Plattform-Generationen mit entsprechenden Token entwickelt. Token können in drei Kategorien eingeteilt werden. Erstens in Zahlungsmünzen für Transaktionen, ohne dass Finanzintermediäre erforderlich sind. Ursprünglich war der Bitcoin für diese Kategorie vorgesehen, doch das Netzwerk erwies sich als zu wenig leistungsfähig, und Zahlungen werden zu aufwendig. Als Zahlungsmittel taugen nur die sogenannten Stablecoins, die eine traditionelle Währung eins zu eins abbilden. Zweitens: Nutzungsmünzen. Die Token dienen dazu, Software-Funktionen auf den entsprechenden Plattformen auszuführen. Drittens: Asset-Token. Hier ist der Token lediglich eine digitale Darstellung des zugrunde liegenden Vermögenswerts.

Wie kann der Privatinvestor in diese Vermögensklasse investieren? Das neue «Anlage-Segment» entwickelt sich rasant, innert kürzester Zeit ist ein riesiges Ökosystem entstanden, das teilweise Anlagen in traditionelle Vermögenswerte spiegelt, aber auch ganz neue Spielarten von Investitionen eröffnet hat. Als ob die horrende Volatilität – die für junge Vermögenswerte typisch ist – nicht genug wäre, kommt im Krypto-Bereich eine technische Komplexität hinzu, die nur von wenigen in der Tiefe verstanden wird. Zudem hat man die Auswahl zwischen Tausenden unterschiedlichen Kryptowährungen, Staking, Lending und NFT. Der Einstiegspunkt bleibt für die meisten der Bitcoin.

«Der Hauptnutzen des Bitcoins ist, dass er an jemand anderen verkauft wird», spöttelte die Investoren-Legende Warren Buffett, kein Freund von Kryptowährungen. Was als Abwertung gedacht ist, trifft auf alle Vermögenswerte zu: Der Halter hat die Hoffnung, diese später zu einem höheren Preis veräussern zu können. «Bitcoin ist die einzige Kryptowährung, die wahrhaftig dezentral ist und keine zentrale Entität, Führungsperson oder Einflussgruppe hat», sagt Julian Liniger, Gründer und Geschäftsführer von Relai. Somit sei der Bitcoin anders als die meisten anderen Kryptowährungen wirklich unabhängig und resistent gegen Zensur.



Im Geld schwimmen dank Bitcoin und Co.? Es besteht die Gefahr, dass sich das investierte Geld verflüchtigt. ILLUSTRATION CHARLOTTE ECKSTEIN

Liniger ist überzeugt, dass der Bitcoin der beste Weg ist, Geld zu sparen. Mit der Relai-App kann die Anlegerin mit einem Sparplan ab 10 Franken in Bitcoin investieren. «Der Bitcoin hat auch die längste Historie beziehungsweise den besten Track Record und die grösste Hashpower, also Netzwerksicherheit, sowie den grössten Netzwerkeffekt, weil es die am meisten verbreitete Kryptowährung ist», fügt Liniger an. Bitcoin sei als Spartechnologie konzipiert und als «digitales Gold» darauf ausgelegt, langfristig die Kaufkraft zu bewahren bzw. zu steigern, was er durch die einprogrammierte Geldpolitik sowie fixierte Knappheit und Unabhängigkeit von Staaten und Banken auch erreiche.

## Erste Praxistests bestanden

Spendenaufrufe in Bitcoin der ukrainischen Regierung, die Verwendung als gesetzliches Zahlungsmittel in El Salvador oder als Schutz gegen die Hyperinflation in Venezuela zeigen, dass der Bitcoin sich als «Krisenwährung» bewährt. «Bitcoin ist ein Wertaufbewahrungsmittel und wird insbesondere in Emerging-Markets dafür verwendet», so Cottier, im Gegensatz zu Gold sind Bitcoin einfacher transportierbar. Der Preis ist vorwiegend durch die Nachfrage getrieben, da das Angebot an Bitcoin fixiert ist.

In den jüngsten geopolitischen Turbulenzen konnten Bitcoin und Co. dem Ruf als «digitales Gold» nicht gerecht werden. Die Nachfrage orientiert sich gemäss Cottier kurzfristig nicht einzig an der weltweiten Inflation oder an geopolitischen Risiken, sondern auch an vielen anderen Faktoren. Dazu gehörten Regulierungsbestrebungen im Krypto-Bereich, Hashpower, die Risikofähigkeit der Anleger in den traditionellen Märkten, technologische Innovationen auf Layer-2-Stufe wie zum Beispiel Lightning-Networks und anderes. «Der Bitcoin kann nur längerfristig als Goldersatz und Inflationsschutz angesehen werden», so Cottier.

Ausser Stablecoins, die als Währung dienen und keinen Wertzuwachs aufweisen, eignen sich alle anderen Token (rund 98 Prozent des Token-Universums) für Investitionen. Obwohl umgangssprachlich Kryptowährungen genannt, haben sie nichts mit Währungen zu tun, sondern sind Smart-Contract-Plattformen und Layer-2-, DeFi-, Web3-Projekte oder NFT-Plattformen. Diese sind gemäss Cottier alle für Investitionen geeignet, da sie Elemente der nächsten digitalen Revolution sind und meistens dezentrale, profitorientierte Geschäftsmodelle abbilden.

«Coins, die jünger und vermeintlich innovativer sind als der Bitcoin, haben sicher ein grosses kurzfristiges Upside-Potenzial, dafür aber auch ein weitaus grösseres Risiko bezüglich Kursverlusten oder sogar Totalverlust», sagt Liniger. Diese seien mit Startup-Investments zu vergleichen, wobei der Bitcoin eine

langfristige Wertanlage im Krypto-Sektor darstelle. Viele wissen gemäss dem Relai-CEO zudem nicht, dass neuartige Anwendungen wie Smart Contracts, Tokenization, Decentralised Finance, NFT oder Web 3.0 über Projekte wie Lightning, Liquid usw. auch auf der Bitcoin-Blockchain umsetzbar sind.

## «Zinsen» auf Krypto-Anlagen

Wenn man Kryptowährungen besitzt, kann man mit den meisten Token noch zusätzliches Einkommen generieren – ähnlich dem Zins von Obligationen oder Dividenden bei Aktien. Dabei handelt es sich um Crypto-Lending und Staking. Beim Crypto-Lending stellt man dem Markt Liquidität zur Verfügung, ähnlich wie beim klassischen Securities-Lending. Dazu geben die Nutzer ihre Kryptowährungen in den Kapital-Pool eines Anbieters und erhalten für die Überlassung dieses Kapitals Zinsen.

Der Lending-Anbieter verwendet das Kapital, um damit eine Rendite zu erwirtschaften. Zum Beispiel geschieht das durch die Vergabe von Krediten an institutionelle Investoren wie Market-Maker oder Krypto-Börsen. Im Gegensatz dazu basiert das Staking auf dem Proof-of-Stake-Konsens-Mechanismus und sichert dadurch die Funktionalität und Sicherheit eines Netzwerks. Die Validierung einer Transaktion auf der Blockchain erzeugt eine Belohnung, das ist der sogenannte Staking-Reward.

«Staking kann sinnvoll sein, wenn man an die Crypto-Economics, die Governance, und die langfristige Daseinsberechtigung der entsprechenden Blockchain glaubt», sagt Liniger. Viele Blockchains machen aber Staking einfach nur um der kurzfristigen Rendite willen, hätten kein durchdachtes Konzept und sollten mit grosser Vorsicht genossen werden.

«Lending eignet sich vor allem für zwei Arten von Anlegern: Erstens für Langzeitinvestoren, die ihre Kryptowährungen für eine längere Zeit nicht verkaufen wollen», sagt Lukas Hofer von Cryptostudio in Berlin. Diese könnten durch das Lending Zinsen und Zinseszinsen verdienen. Zweitens für klassische Sparer, die am Krypto-Ökosystem partizipieren wollten, aber sich nicht den Volatilitätsrisiken einzelner Kryptowährungen aussetzen wollten. Diese Anleger können sparen und Zinsen erwirtschaften, so wie früher mit Sparkonto oder Festgeld.

Die Zinsen variieren sehr stark je nach Anbieter und Währung. Grundsätzlich sind auf den meisten Plattformen die Zinsen für Stablecoins höher als für volatile Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum. Gemäss Hofer bekommt man für Bitcoin und Ethereum zwischen 4 und 9 Prozent, für Stablecoin wie Tether und USD Coin zwischen 7 und 12 Prozent.

Solche Renditen gibt es aber nicht ohne Risiken: Zum einen tragen Anleger

das Insolvenzrisiko der Plattform: Es gibt keine staatliche Einlagensicherung. Dazu kommen technische Risiken: Hier kommt es vor allem auf die IT-Sicherheit der Anbieter und ihre Custody-Lösung an, und bei dezentralisierten Protokollen ist der Smart Contract entscheidend. Gemäss Hofer gab es bei den führenden Lending-Plattformen noch keine nennenswerten Verluste durch Cyberangriffe. Zudem geht man Anlagerisiken ein. «Wenn man volatile Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum anlegt, trägt man auch deren Volatilitätsrisiko», sagt Hofer. Das könne man durch die Verwendung von Stablecoins umgehen.

Jüngst sorgten auch NFT für Furore. Diese nichtfungiblen Token sind einzigartig und mit einem Werk verknüpft. Sie bestätigen beispielsweise den Kauf sowie das Eigentum an einem Bild und sind durch die Blockchain abgesichert. Doch gemäss Cottier «sind NFT zurzeit vor allem interessant für Kunstliebhaber, Künstler, Sammler, Metaversum-Teilnehmer, Gamer, Social Influencer, Musiker, Journalisten und andere Content Producers». Viele Anwendungen seien derzeit noch unbekannt oder erst am Entstehen. NFT als Grundidee von knappen Assets in der digitalen Welt, die plattformunabhängig gehandelt und transferiert werden könnten, haben gemäss Liniger sicherlich grosses Potenzial, allerdings «kommt es wiederum stark darauf an, welches Blockchain-Netzwerk den spezifischen NFT zugrunde liegt» und wie stabil dieses sei.

## Eine Frage des IT-Know-hows

Wie man in Krypto investiert, ist gemäss Cottier eine Frage des Finanz- und IT-Know-hows des Anlegers. «Am billigsten wird es sein, direkt in Token zu investieren». Dies ist aber zeitaufwendig, bringt gewisse Storage-Risiken mit sich und wird zudem nicht zu einem diversifizierten Portfolio führen. Mittlerweile bieten zahlreiche Banken und Finanzdienstleister Krypto-Produkte an. Doch für Bankprodukte und Zertifikate zahlt man einen höheren Preis, weil Drittparteien wie Emittenten und Banken daran mitverdienen. Doch als Gegenleistung erhält man eine gewisse Convenience, und man kann das Krypto-Vermögen direkt im traditionellen Anlageportfolio einbuchten und behält die Vermögensübersicht.

Passive Zertifikate können gemäss Cottier eine Lösung sein, allerdings ist die Krypto-Industrie noch sehr ineffizient, und passive Produkte werden auch wenig vielversprechende Projekte beinhalten. Ob die Preise dafür zu hoch sind, muss jeder Anleger selbst entscheiden. Cottier geht davon aus, dass in den nächsten fünf bis zehn Jahren aktive Strategien, etwa Fonds von spezialisierten Asset-Managern, am erfolgreichsten sein werden.

«Krypto-Anlagen werden am besten entweder als IT-Investments und damit Teil der Tech-Allokation angesehen oder aber als neue Vermögensklasse», fügt Cottier an. Anleger sollten graduell in den Bereich investieren, anfänglich nur mit geringen Anteilen von zum Beispiel 1 Prozent an ihrem Portfolio. Dies könne dann mit der Zeit ausgebaut werden auf zum Beispiel 5 Prozent – sobald die Anleger das relevante Know-how erworben hätten und geeignete Produkte zur Verfügung stehen würden.

## EINFACH ANLEGEN

Rekordtiefe Zinsen und weniger Freizeitvergnügen aufgrund der Pandemie haben in den vergangenen zwei Jahren weltweit Millionen Menschen an die Börse gebracht. Viele haben das erste Mal in Aktien, Indexfonds oder Kryptowährungen investiert. Wer kluge Anlageentscheidungen fällen will, sollte dabei auch Erkenntnisse aus der Praxis und der Wissenschaft berücksichtigen. Welche das sind, erfahren Sie immer montags in unserer zehnteiligen Serie «Einfach anlegen». In Teil 7 geht es um die Welt der Krypto-Anlagen.

NZZ nzz.ch/wirtschaft

## Die zehn grössten Kryptowährungen

Gemessen an der Marktkapitalisierung in Milliarden Dollar

Token	Marktwert
Bitcoin	796
Ethereum (Ether)	355
Tether	80
Binance Coin	66
USD Coin	53
Ripple	39
Terra	33
Cardano	30
Avalanche	24
Polkadot	19

QUELLE: COINMARKETCAP.COM

NZZ / gru.

# Ein Stück Picasso ins Portfolio legen

Eine Schweizer Bank digitalisiert ein Meisterwerk

WERNER GRUNDELEHNER

Ab einem Betrag von 5000 Fr. kann ein Kunstliebhaber Picassos «Fillette au béret» von 1964 erwerben. Das Werk hat einen Wert von 4 Mio. Fr. Für die Minimalinvestition erhält man deshalb nur einen Bruchteil des Meisterwerks. Möglich wird das, weil die Schweizer Sygnum Bank 4000 Token auf das Bild emittiert. Dies ist die erste Tokenisierung eines Kunstgegenstandes und der ganzen davon abhängigen Wertschöpfungskette durch eine voll lizenzierte Bank.

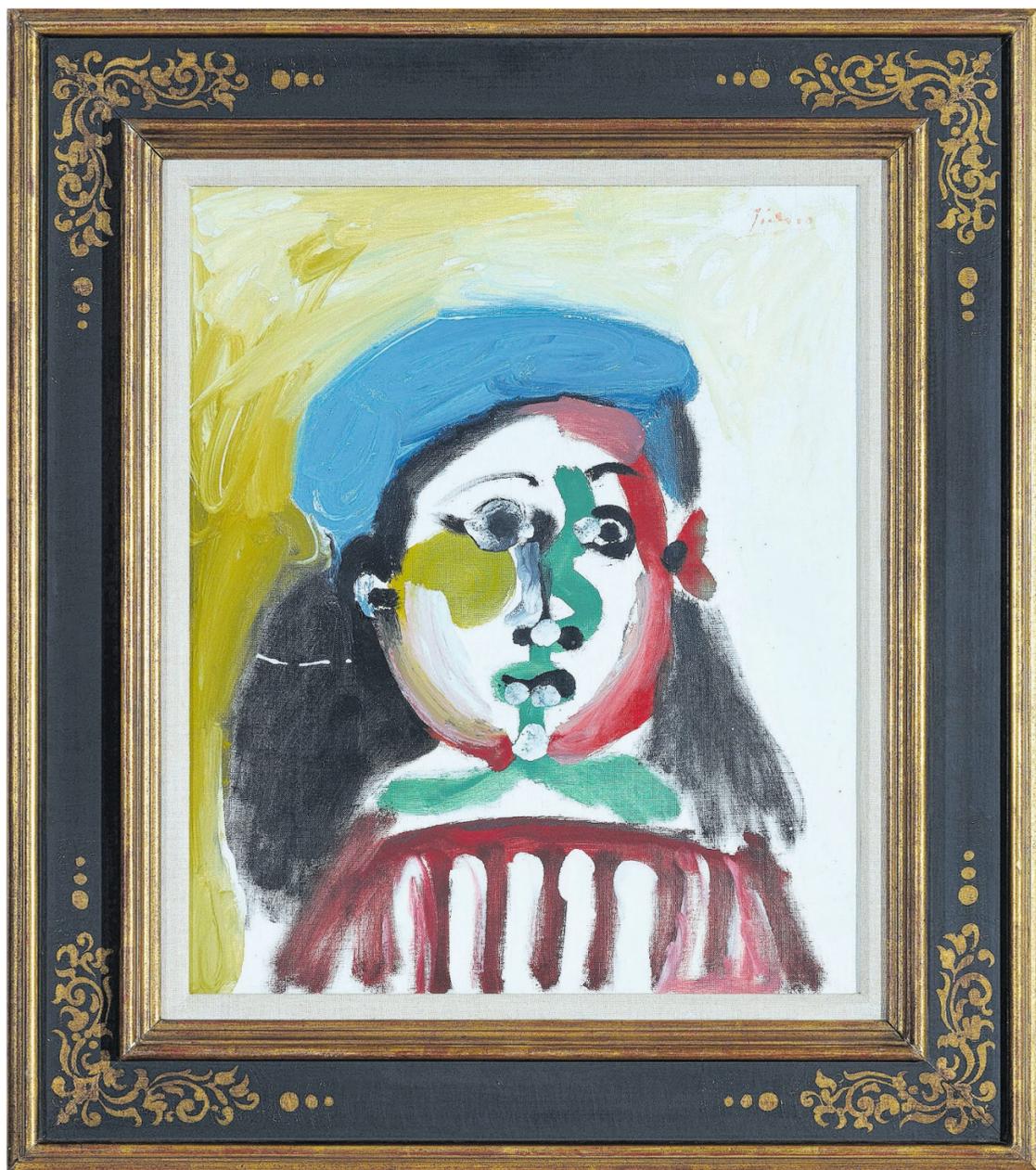
Sygnum hatte am 1. Februar zusammen mit Fine Wine Capital bereits eine Auswahl an Premiumweinen tokenisiert und damit zu einer Investitionsmöglichkeit gemacht. Auf die Frage, ob die Tokenisierung von Kunstwerken und Weinen die Haupttätigkeit einer Krypto-Bank sei, antwortet CEO Mathias Imbach: «Eines der Kerngeschäfte von Sygnum ist es, einzigartige Möglichkeiten zur Tokenisierung von Vermögenswerten zu nutzen.» Es sei Sygnums Mission, Investoren einen direkteren Zugang zu Eigentum und Wert zu verschaffen. Kunst sei eine der Säulen im Tokenisierungsmarkt. Mit Picasso habe man einen Künstler gewählt, der jedem ein Begriff sei, um eine grosse Beachtung zu erhalten. Die Bank plant gemäss Imbach, weitere Gemälde und andere Kunstgegenstände zu tokenisieren.

## In Museen ausstellen

Sygnum bedient institutionelle und professionelle Anleger. Dieses «Kunst-Angebot» richte sich aber vor allem an qualifizierte Privatanleger und Family-Offices. Für dieses Projekt arbeitet die Bank mit Artemundi zusammen. Das US-Unternehmen ist spezialisiert auf Investitionen in den Kunstmarkt. Seit 1989 ermöglicht die Firma Anlegern, sich über Fonds, strukturierte Produkte oder andere Instrumente im Kunstmarkt zu engagieren. Der Picasso befindet sich bis zum fraktionierten Verkauf im Besitz des Artemundi-CEO Javier Lumberras. Der Verkaufspreis wurde durch unabhängige, anerkannte Fachinstitute festgelegt.

Artemundi organisiert auch die «Kunstverwaltung». Es ist vertraglich festgelegt, wo das Bild verwahrt wird und wer Zugang hat. Dieser Picasso wird also nicht in der Wohnung eines Sammlers an der Wand hängen. Es besteht jedoch die Möglichkeit, das Bild in Museen, die von der Unesco anerkannt sind, auszustellen. Das hilft auch, den Wert des Bildes zu steigern.

Die Tokenisierung basiert auf dem DLT-Gesetz (Distributed-Ledger-Technologie), das seit 1. Februar in der Schweiz gilt und auf der Anpassung mehrerer Gesetze beruht. Dieser Rechtsrahmen macht



Mit Picassos «Fillette au béret» diversifiziert eine Schweizer Bank die Kundenvermögen.

SERAINA WIRZ / © SUCCESSION PICASSO / 2021, PROLITTERIS, ZÜRICH

den Weg frei für die nächste Generation von Wertrechten, indem mit dem Registerwertrecht eine neue Kategorie geschaffen wird. Dadurch werden die in einem verteilten elektronischen Register eingetragenen rechtlichen Verhältnisse rechtsverbindlich und können nur über dieses Register an Dritte weitergegeben werden.

Sygnum bietet für den Handel mit diesen Wertrechten eine Blockchain-

basierte Lösung von der Emission über Settlement und Verwahrung bis hin zum Sekundärhandel.

## Einheitliche Wertsteigerung

Derzeit sind gerade NFT (non-fungible tokens) für Kunstobjekte angesagt. Während ein NFT wie sein Name nicht ersetzbar ist – und beispielsweise einen

bestimmten Ausschnitt eines Bildes, also etwa die Nase oder das Kinn der Mona Lisa, umfassen könnte –, wird im Projekt von Sygnum das ganze Bild in Fraktionen aufgeteilt. Jeder Teil ist ein Bruchteil des ganzen Bildes und hat den gleichen Wert, wohingegen sich der Wert jedes NFT individuell entwickelt. Damit hat jeder Token von Sygnum den gleichen Anteil an einer Wertsteigerung.

# Hypotheken sind wieder günstiger

Mit dem Abflauen der Inflationsängste sind die Sätze am Schweizer Markt wieder gesunken

MICHAEL FERBER

Die Hypothekenzinsen am Schweizer Markt sind wieder zurückgegangen. Am Mittwoch lagen die Richtsätze der Anbieter im Durchschnitt bei 0,95% für fünfjährige, 1,17% für zehnjährige und 1,46% für fünfzehnjährige Festhypotheken, wie das Finanzportal Moneyland mitteilt. Damit seien die Sätze nun wieder niedriger als der Durchschnitt in diesem Jahr.

Mit der Angst vor höherer Inflation waren die Zinssätze dieses Jahr vorübergehend gestiegen. Anfang März hatten sie ihren Höhepunkt Jahr erreicht. Fünfjährige Festhypotheken notierten damals bei 1%, zehnjährige bei 1,28%. Anfang des Jahres hatte der Zins für zehnjährige Hypotheken laut Moneyland noch bei 1,1% gelegen, für fünfjährige bei 0,95%.

## Konkurrenz unter Anbietern

«Die Entwicklung der Hypothekenzinsen befindet sich im normalen Schwankungsbereich», sagt Florian Schubiger von der

Hypotheken-Vergleichsplattform Hypothek.ch. Wie es weitergehe, sei nicht zuletzt davon abhängig, was sich bei der Teuerung und den Zinsen tun werde. Hypotheknehmer sollten die Inflationsentwicklung im Auge behalten, rät er.

Abgesehen vom Umfeld an den Finanzmärkten spricht die starke Konkurrenz am Hypothekarmarkt dafür, dass der Druck auf die Hypothekenzinsen anhält. Banken dominieren den Markt für Immobilienfinanzierung zwar immer noch. In den letzten Jahren haben aber Versicherer, Pensionskassen und Anlagestiftungen ihre Präsenz verstärkt oder sind neu als Wettbewerber dazugekommen.

«Neue Anbieter positionieren sich oftmals über besonders günstige Konditionen», sagt Schubiger. Bei einigen der neueren Akteure komme hinzu, dass für sie die Alternative zur Vergabe von Hypotheken bei der Refinanzierung eine Anlage der Gelder in Schweizer Staatsobligationen sei – hier drohten Negativzinsen. Der Finanzberater rechnet damit, dass sich der Wettbewerb am Hypothekarmarkt noch

verschärft – für Kundinnen und Kunden wäre dies von Vorteil.

Die Vertreter des Vergleichsdiensts Comparis beobachten ebenfalls einen stärkeren Konkurrenzdruck unter den Hypothekenanbietern. Dies zeige auch ein Vergleich der Kapitalmarktzinsen mit den Richtzinsen für zehnjährige Hypotheken, heisst es in einer Mitteilung. Ende November 2015 habe der zehnjährige Swap-Satz an den Kapitalmärkten ähnlich wie heute bei 0% gelegen. Damals habe der Richtzins für eine zehnjährige Hypothek aber mehr als 1,7% betragen, heute seien es nur noch 1,15%. Dies zeige, dass Hypothekenanbieter auf Marge verzichteten, um Kunden zu gewinnen. Laut Comparis-Vertreter Frédéric Papp liegen die im konkreten Fall offerierten Zinssätze derzeit deutlich unter den Richtzinsen.

## Bessere Vergleichsmöglichkeit

Der Konkurrenzdruck ist auch durch die Digitalisierung gewachsen. Hypothekensätze lassen sich heute viel einfacher ver-

# DKSH-Aktie hat Schub nötig

GERALD HOSP

Das Schweizer Handelshaus DKSH meldet sich eindrücklich zurück. Für alle vier Geschäftseinheiten meldet das Unternehmen, das sich auf Markterschliessungen in Asien spezialisiert hat, für das erste Halbjahr ein mehr oder weniger grosses Umsatzwachstum und eine Zunahme des Betriebsergebnisses. Im Verlauf des Morgens stieg der Aktienkurs von DKSH gar um über 7%, wobei der Anstieg nicht gehalten werden konnte. Die Aktie hat einen solchen Schub bitter nötig.

Seit längerem hinkt der DKSH-Kurs demjenigen des Börsenindex SPI hinterher. Auch der Vergleich mit Kühne + Nagel ist wenig schmeichelhaft. Ähnlich wie DKSH ist der Logistikkonzern konjunktursensitiv und über den Einfluss auf den Welthandel von Asien abhängig. Die soliden Geschäftszahlen in der ersten Jahreshälfte zeigen aber, dass DKSH einiges richtig macht und von gesamtwirtschaftlichen Trends profitiert. Die Neustrukturierung der Sparte Konsumgüter trägt Früchte, was sich in einer erhöhten Profitabilität zeigt. In den letzten Monaten legte auch die Division Spezialrohstoffe zu; getragen von erhöhten Rohstoffpreisen und durcheinandergeschüttelten internationalen Lieferketten.

Der Ausblick ist jedoch weiter durch die Unsicherheit wegen der Pandemie getrübt. In den Schlüsselmärkten von DKSH in Südostasien schenken die Einschränkungen wegen Covid-19 immer noch ein. Zudem sind die Impfquoten in Thailand, Vietnam oder Kambodscha deutlich niedriger als in Europa. Auch die Reisebeschränkungen belasten das Geschäft. In manchen Sparten wie bei den Spezialrohstoffen können die Turbulenzen aber durchaus geschäftsförderlich wirken. Weil DKSH breit aufgestellt ist, sind die Ausichten für das zweite Halbjahr positiv.

# Empfohlen zur Nachahmung

PETER A. FISCHER

Kommt alles anders und doch endlich gut? Bereits vor einiger Zeit hatte die Schweizerische Bankiervereinigung mehr oder weniger offen kundgetan, dass ihr die Risiken durch die zunehmende Cyberkriminalität immer weniger geheuer sind. Sie liess durchblicken, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) für sie der ideale Partner wäre, um systemischen Attacken etwas entgegenzusetzen. Doch die SNB-Spitze winkte ab: Die Nationalbank habe ein klares Mandat und sei keine Cybersicherheits-Firma. Sie wolle das auch nicht werden.

Am Donnerstag hat die SNB nun aber zusammen mit dem Finanzinfrastrukturanbieter SIX eine Initiative öffentlich gemacht, die viel mit Cybersicherheit zu tun hat. Es geht um die Lancierung eines resilienten Kommunikationsnetzwerks für den Schweizer Finanzplatz (Secure Swiss Finance Network, SSFN). Dieses setzt nicht bei der Bekämpfung von DDoS-Attacken (Überlastung des Datennetzes) oder kompromittierten Inhalten an, sondern schafft eine vom herkömmlichen Internet mit seinem IP-Protokoll unabhängige, geschlossene Kommunikationsplattform.

Interessant und innovativ ist am SSFN nicht nur die neue, von der ETH entwickelte Technologie, sondern auch die Rolle, die die Telekomfirmen gemeinsam übernehmen (und so dafür sorgen, dass der Zugang über mehrere Provider erfolgen kann). Und bemerkenswert scheint auch, wie die Schweizer Hochschule, Finanzinstitute, die SIX und die SNB zu einem Verbund gefunden und eine Lösung entwickelt haben, die dem Schweizer Finanzplatz einen Wettbewerbsvorteil sichern dürfte. Wahrscheinlich macht eben auch das die Innovationskraft des Wirtschaftsstandorts Schweiz aus: dass man, wo nötig, einermassen unkompliziert zusammenfindet. Es wäre sicher nicht schlecht, wenn eine solche Kooperation auch in anderen Branchen Nachahmer fände.

# Eine Anleitung zum Bitcoin-Kauf

Die Krypto-Märkte sind ein Eldorado für Spekulanten – doch wo und wie kommt man zu seinen Coins?

WERNER GRUNDELEHNER

Momentan gibt es auf den Finanzmärkten kaum ein Produkt, das volatiler als der Bitcoin ist. Vor wenigen Wochen notierte die Kryptowährung auf über 65 000 \$, ab Mitte Juni oszillierte der Wert knapp über 30 000 \$, in der vergangenen Woche wurde dieser wichtige «Widerstandswert» für wenige Stunden unterschritten. Solche Kurssprünge strapazieren das Nervenkostüm, machen den Bitcoin und andere Kryptowährungen – deren Wertentwicklung grösstenteils vom Bitcoin inspiriert ist – interessant für Spekulanten, denen traditionelle Anlagestrategien zu langweilig und die auf das «schnelle» Geld aus sind.

Mittlerweile haben auch einzelne grosse Unternehmen einen Teil ihrer Cash-Reserven in Bitcoin investiert, und manche etablierten Banken und Hedge-Fund-Manager empfehlen, einen (kleinen) Teil des Vermögens in die neue Anlageklasse zu diversifizieren. Auch die inbrünstige Ablehnung durch einen Teil der professionellen Anleger zeigt: Kryptos lassen niemanden kalt und sind als Thema bei den Anlegern angekommen.

## Teure Automaten

Doch wie kommt Otto Normalanleger, der in Kryptos investieren will, auf günstigem und sicherem Weg zu Bitcoins und anderen digitalen Währungen? Der ursprünglichen Idee des anonymisierten Zahlungsmittels kommt wohl der Erwerb am Bitcoin-Automaten am nächsten. Der Automat muss lediglich mit Bargeld gefüttert und der QR-Code des mobilen Wallet eingescannt werden. Das ist aber erstens teuer – die Apparate behalten 3% bis gegen 10% als Gebühren ein –, und zweitens muss man den Code sicher verwahren. Schätzungen gehen davon aus, dass bis zu 20% des bisherigen Bitcoin-Bestandes auf Nimmerwiedersehen verschwunden sind, weil die Private Keys beziehungsweise die Wallets, in denen die Codes gespeichert waren, verloren gingen.

Einen direkten Weg der Bitcoin-Investition bietet das Schweizer Startup Relai mit seinem Smartphone-Wallet an, das Mitte 2020 den Betrieb aufnahm. Mit einer App kann man täglich bis zu 1000 Fr. in Bitcoin investieren, man zahlt dafür 3% Gebühr. Wegen der Risikolimiten von 1000 Fr. braucht es keine Kontoeröffnung oder Kundenidentifizierung. Die Verantwortung für den Private Key liegt aber auch hier vollumfänglich beim Kunden.

## Neue Banken entstehen

Doch die Bitcoins können auch verloren gehen, wenn man die digitalen Währungen auf einer der zahlreichen Krypto-Börsen kauft und die Verwaltung der Coins selbst in die Hand nimmt. Wer seinen Private Key für den Zugang zum Wallet auf einem Zettel, dem Handy oder einer Harddisk lagert, kann sein Guthaben verlieren, wenn diese verloren gehen oder irrtümlich gelöscht werden. Unter den Krypto-Börsen tummeln sich zudem viele faule Eier – regelmässig gibt es Meldungen zu Betrügereien, Konkursen oder Hackerangriffen auf diese Handelsplätze. Einen Schweizer Krypto-Markt gibt es nicht. Eine hierzulande viel genutzte Börse ist Coinbase, die durch die US-Behörde FinCen lizenziert ist. Für eine Transaktion (Kauf/Verkauf) mit der Kreditkarte wird eine Gebühr von 3,84% fällig. Dafür kann man die Bitcoins auch bei Coinbase «deponieren» und muss sich um keine Keys kümmern.

Gerne wendet sich der Schweizer Anleger bei Geldangelegenheiten jedoch an eine Bank. Im August 2019 erhielten die beiden Institute Sygnum und Seba als erste Krypto-Institute eine Banklizenz. Sygnum bietet aber Dienstleistungen um den Direktbesitz digitaler Assets nur für institutionelle und qualifizierte Investoren an. Das Gleiche gilt für Crypto Finance, einen der führenden Krypto-Anbieter in der Schweiz, der über eine Lizenz als Wertpapierhaus verfügt und



Bitcoins sind nicht nur zum Zahlen da, sondern auch zum Spielen und zum Riskieren.

TOYA SARNO / REUTERS

vor wenigen Wochen von der Deutschen Börse übernommen wurde.

## ETP, weil es keine Fonds gibt

Auch die Seba Bank verkauft Kryptowährungen direkt nur an qualifizierte Anleger. Privatkunden können via ETP (Exchange-Traded Products) in Bitcoin und Ether sowie den Crypto-Asset-Select-Index investieren. ETP werden dort angewendet, wo ETF (Exchange-Traded Funds) nicht möglich sind, weisen aber vergleichbare Vorteile auf. ETP sind zu 100% physisch hinterlegt und weisen dadurch ein deutlich reduziertes Emittentenrisiko auf, zudem gibt es keine Laufzeitbeschränkungen. Seba verrechnet für ETP eine jährliche Gebühr (TER) von 0,75%. Hinzu kommen die Courtage der jeweiligen Hausbank, da Seba nicht direkt mit Privatanlegern handelt.

Ähnlich sieht es beim ETP-Pionier 21Shares aus. Das Institut verlangt bei der Emission der Produkte 10 bis 40 Basispunkte, dazu kommt eine jährliche Managementgebühr von 1,49% bei Bitcoin und Ether. Bei Produkten auf acht andere Kryptowährungen wie Ripple, Tezos und Cardano sowie auf Indizes und einem Short-Bitcoin-ETP beträgt diese Gebühr 2,5%. Hinzu kommen bei allen Produkten die Kosten der Hausbank des Kunden.

Das junge Unternehmen 21Shares steht stellvertretend für den jüngsten Boom der Kryptowährungen. Im März 2020 verwaltete 21Shares 30 Mio. \$ an Vermögenswerten, bis Dezember legte dieser Wert auf 200 Mio. \$ zu. Zwei Monate später wurde die Milliarden-grenze geknackt, und am 10. Mai 2021 fiel die 2-Milliarden-Marke. Mittlerweile dürften die verwalteten Vermögen mit dem Kurszerfall des Bitcoins wieder geschrumpft sein.

## Nicht nur Gebühren beachten

Schon fast missionarisch tönt die Strategie des Pioniers Bitcoin Suisse, dessen Antrag auf eine Banklizenz vor kurzem abgelehnt wurde. Das im Jahr 2013 gegründete Unternehmen hat nach eigenen Angaben das Ziel, ein Tor zur Welt der Kryptowährungen und digitalen Vermögenswerte zu sein. Die Firma möchte Blockchain- und Krypto-Technologien so vielen Nutzern wie möglich zugänglich machen. Neben Firmenkunden, Banken, externen Vermögensverwaltern, Stiftungen und Family-Offices bietet das Institut seine Krypto-Anlagemöglichkeiten auch Privatkunden an.

Bitcoin Suisse erhebt eine Handelsgebühr beim Kauf und Verkauf von Bitcoin und Co. von je 1,25%. Für Währungs-

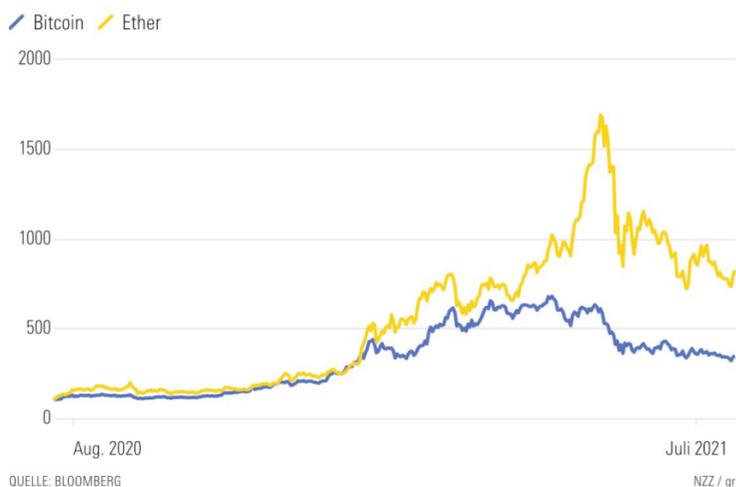
Wer seinen Private Key für den Zugang zum Wallet vergisst oder irrtümlich löscht, kann sein Guthaben verlieren.

paare, die nicht von grossen Krypto-Börsen unterstützt werden, wird eine zusätzliche Gebühr von 0,5% verrechnet. Die Mindestgrösse je Auftrag beträgt 200 Fr. Das Halten von Krypto-Vermögenswerten bei Bitcoin Suisse ist kostenlos.

«Der Endpreis für einen Auftrag ist immer eine Kombination aus der Handelsgebühr und dem Handelspreis», schreibt Bitcoin Suisse. Dies sei besonders wichtig bei Instituten, welche eine niedrige Handelsgebühr oder gar keine Handelsgebühr verlangen. Bitcoin Suisse nimmt dagegen in Anspruch, seinen Kunden den besten Kurs an den weltweit be-

## Entwicklung der beiden Branchengrössen

Kursentwicklung Bitcoin und Ether in \$, indiziert, 22.07.2020 = 100



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / gru

## Die Achillesferse des Bitcoins

Der Aufstieg des Stablecoins Tether verunsichert viele Bitcoin-Anhänger. Mittlerweile ist der Coin, der den Wert des Dollars eins zu eins abbildet, zur drittgrössten Kryptowährung aufgestiegen. Die Marktkapitalisierung des Tethers beträgt derzeit rund 60 Mrd. \$, etwa einen Zehntel des Bitcoins. Je nach Informationsquelle sollen mittlerweile rund drei Viertel der Bitcoin-Transaktionen mit Tether abgerechnet werden – weil sich einfacher von Krypto in Krypto statt in traditionelle Währungen wechseln lässt. Stablecoins haben den Anspruch, dass sie zu 100% mit der Währung hinterlegt sind, die sie abbilden. Bei Tether wird dies oft angezweifelt, zudem sollen nur wenige Prozent des Wertes mit Dollar-Bargeld gedeckt sein.

Vor kurzem erlebten kleinere Stablecoins einen «Bankrun». Der An-

sturm der Coin-Besitzer, die ihren realen Wert einforderten, konnte nicht gemeistert werden, und der Wert implodierte. Vertreter von Notenbanken und aus der Politik bezeichneten private Stablecoins schon oft als Risiko für die Finanzstabilität. «Die Tether-Story taucht jedes Jahr auf – oder ging nie weg», sagt Alain Kunz, Director Business Development Europe bei der US-Krypto-Handelsfirma GSR. In der Praxis habe sich Tether bewährt. Der Markt scheint laut Kunz kein Risiko einzukalkulieren, da ein Tether zu einem Wert von einem Dollar gehandelt werde.

Ein Absturz des Tethers würde auch den Bitcoin beschädigen. Viele Marktbeobachter sehen in dieser Abhängigkeit auch den Grund für die jüngste Bitcoin-Schwäche. Tether gehört wie die Kryptobörse Bitfinex dem Unterneh-

kanntesten Börsen anzuhaben. Um bei Bitcoin Suisse Kryptowährungen kaufen oder handeln zu können, muss ein Konto eröffnet werden. Der Kontoeröffnungsprozess kann je nach Komplexität der Kundenidentifizierung variieren. Nach der Prüfung aller zugesandten Informationen und Dokumente können zur Nutzung des Kontos Franken, Euro, Dollar oder Kryptowährungen an das Institut überwiesen werden, die Keys werden beim Krypto-Dienstleister verwahrt.

## Swissquote mehrfach am Limit

Unter den «traditionellen» Banken hat die Swissquote die Nase vorn. Das Institut bietet Direktanlagen in 21 Kryptowährungen sowie Krypto-Anlageprodukte wie Zertifikate und ETP an. Für die Direktanlage in Kryptos verlangt die Bank eine Handelsgebühr von 1%, aber keine Depotgebühren. Die Verwahrung in privaten Wallets wird nur institutionellen Kunden angeboten. Die übrigen Bitcoin-Bestände werden nach Angaben des Unternehmens bei den «weltbesten Depotstellen mit höchsten Sicherheitsstandards verwahrt». Doch der Boom hat für Swissquote auch Schattenseiten – während Krypto-Boom-Zeiten kommt das Institut mit Kontoeröffnungen nicht nach, statt der üblichen zwei bis drei Tage mussten sich Neukunden schon mehrmals Wochen gedulden, bis sie mit dem Handel beginnen konnten. Mit derartigen Problemen hatte auch der Konkurrent Bitcoin Suisse zu kämpfen. Im März verwaltete Swissquote 1,8 Mrd. Fr. in Kryptowährungen, ein Update zu diesem Bestand wird am 6. August mit den Halbjahreszahlen erfolgen.

Früh auf den Krypto-Zug aufgesprungen ist auch die Bank Vontobel. Das Institut bietet aber nur Investitionen in kotierte Wertpapiere in Form von Partizipationszertifikaten und Hebelprodukten an. Vontobel nimmt in Anspruch, «die Einzigen im Markt zu sein, die Hebelprodukte auf den Bitcoin-Future» anbieten. Vontobel-Kunden bezahlen für ihr Krypto-Engagement die gleichen Transaktions- und Depotgebühren wie für traditionelle Anlageprodukte.

Zusammenfassend kann gesagt werden: Je direkter der Investor in Bitcoin investiert, desto näher ist er an der Idee des günstigen, dezentralisierten Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittels. Hier sollten die Kosten tiefer sein – was sie allerdings nicht immer sind –, aber dafür die Emittentenrisiken grösser, ebenso wie die Gefahr, den Key zu verlieren. Mit Investments in Anlageprodukte bei regulierten Instituten reduzieren sich die Risiken, dafür steigen die Kosten – etwa für die Aufbewahrung. Zudem wird es für den Käufer kaum abschätzbar, welche «versteckten» Kosten wie etwa Kurs-Spreads und Managementgebühren von Dritten erträgt. Etwas bleibt aber für alle Anleger gleich: Der Bitcoin und seine Brüder werden sie mit wilden Kursschlägen weiterhin überraschen.

Gegen beide Gesellschaften wurde in den USA wegen des Verdachts, einen Verlust von 850 Mio. \$ verschleiert zu haben, ermittelt. Die Klage wurde mit einem Vergleich und einer Busse von 18,5 Mio. \$ abgeschlossen. Beide Unternehmen dürfen im US-Gliedstaat New York jedoch nicht mehr aktiv sein.

Stablecoins wie Tether sind gemäss Kunz eher ein Risiko für traditionelle Währungen und deren Emittenten die Notenbanken, weil es effektiv privat editiertes Geld sei – «ausserhalb der Sphäre der Zentralbanken», was die Transparenz senke. «Verliert der Markt sein Vertrauen in einen spezifischen Stablecoin, ist mit einer Flucht in andere Stablecoins oder Bitcoins sowie weitere Kryptos zu rechnen – was für den Bitcoin positiv wäre», sagt der GSR-Manager.

# Investieren in die Technologie der Zukunft

Die Blockchain gilt als das «nächste grosse Ding» – wie kann man davon profitieren, wenn einem Kryptowährungen zu volatil sind?

WERNER GRUNDELEHNER

Kommt die Sprache auf Kryptowährungen, verhärten sich die Fronten unter Anlegern. «Ein gigantisches Schneeballsystem» ist es für die einen, «das Transaktionssystem der Zukunft mit gewaltigem Wertsteigerungspotenzial» für die anderen. Zwischentöne gibt es kaum. Ganz anders sieht es beim Thema Blockchain aus. Hier lautet die Meinung fast einhellig, dass dies «etwas ganz Grosses» wird.

Auf der Blockchain-Technologie basieren Bitcoin, Ether, Solana, Cardano und Tausende andere digitale Währungen und Tokens. Bei der Blockchain handelt es sich um ein transparentes, elektronisches Register für die Speicherung von Transaktionsdaten, das durch die Teilnehmer eines verteilten Rechnernetzes verwaltet wird. Dieses Nutzer-zu-Nutzer-System (Peer-to-Peer) erlaubt eine gemeinsame, synchronisierte Datenhaltung – so werden sichere Transaktionen ohne Intermediäre zu tiefen Kosten möglich.

«Dass wir Kryptowährungen als Anlagevehikel haben, ist Zufall, wenn wir die Entwicklung der zugrunde liegenden Technologie betrachten», sagt Jeroen van Oerle, Portfolio Manager Global Fintech bei Lombard Odier. Die Blockchain sei aus einem Zahlungsanwendungsfall entstanden, der sich hinter seiner ersten Anwendung verstecke, die wir heute als Bitcoin kennen.

## Bis hin zur Krankenakte

Der Einsatz der Blockchain geht aber weit über die Zahlungsfunktionen hinaus und wird sich in Zukunft noch weiter ausdehnen. Ausser bei Finanztransaktionen kommt das «verteilte Register» in zahlreichen anderen Branchen zum Einsatz. So wird etwa die Lieferkette eines Nahrungsmittels auf der Blockchain vom Anbau bis zum Supermarkt komplett dokumentiert. In der Mobilität wird das Sharing von Fahrzeugen vereinfacht: Ein Fahrzeug wird je nach Bedarf genutzt und unmittelbar verrechnet. Im Energiemarkt optimiert die Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Blockchain die Abrechnung von privaten Solaranlagen am öffentlichen Netz. Die Blockchain wird zudem helfen, persönliche Gesundheitsdaten überall verfügbar, aber doch sicher und vertraulich zu machen.

Auch im öffentlichen Bereich führt die neue Technologie zu vielen neuen Möglichkeiten. So könnten Wahlen effizient und sicher durchgeführt werden – und alle Arten von Ausweisen und Dokumenten fälschungssicher ausgestellt werden. Dies ist nur ein kleiner Ausschnitt der Blockchain-Anwendungsgebiete. Da überrascht es nicht, dass vom «nächsten grossen Ding» die Rede ist. Es ist naheliegend, dass Investoren von diesen Umwälzungen profitieren wollen und nach Möglichkeiten suchen, in das Wachstum der Blockchain-Technologie zu investieren.

Die Trennung zwischen Kryptowährungen und übrigen Anwendungen ist für Anleger flussend. Mittlerweile sind über 16 000 Tokens entstanden, wobei die wenigsten laut Philipp Cottier vom Asset-Manager L1 Digital wirklich Währungen sind. Mit Bitcoin oder Ether könne man in der Migros nicht einkaufen. Am nächsten an Währungen heran kommen Stablecoins wie Tether (USDT), USD Coin (USDC) und Terra (UST).

Das Wachstum des gesamten Kryptowährungssektors von 500 Milliarden Dollar im Jahr 2020 auf derzeit 2,1 Billionen Dollar ist neben Spekulation mit und Investition in die verschiedenen Coins auch Ausdruck davon, dass die Tokens der Kryptowährungen in anderen Anwendungen zum Einsatz kommen und Möglichkeiten bieten, die über Zahlungen und Wertaufbewahrung weit hinausgehen. Die meisten Tokens begründen eigene Ökosysteme, etwa Smart-Contract-Plattformen wie Ethereum und Polkadot, oder aber dezentra-



Blockchain ist weit mehr als Bitcoin. Dieser bestimmt mit seinem Kursverlauf aber weiterhin den «Wert» des Sektors.

YONHAP/EPA

lisierte Applikationen in den Bereichen DeFi (Decentralized Finance) und Web3 sowie NFT (Non-Fungible Tokens).

Doch lohnt es sich, in das neue Web3 zu investieren? In den Neuzugern kauften Investoren schliesslich keine «HTML-Aktien». Mit der Open-Source-Software Linux wurde den Anwendern um die Jahrtausendwende ein unabhängiges, dezentrales Web versprochen. Viele Anleger wollten damals auf den Zug aufspringen, um vom Linux-Trend zu profitieren. Das hat sich grösstenteils nicht gelohnt. «Damals waren die Kryptografie und dezentralisierte Incentivierungsmodelle noch nicht so weit wie heute», gibt Cottier zu bedenken. Programme wie TCP/IP, Linux und Java würden im Netz kostenlos zur Verfügung gestellt, während die Blockchain-Protokolle auf Tokens basierten und Einnahmen generierten.

Der Token ist das wichtigste Element der Blockchain. Er ermöglicht erst den Betrieb des dezentralen Netzwerks. Cottier beschreibt die Funktionen des Tokens folgendermassen: Erstens bilde er den Wert und die Einnahmen der Blockchain ab, dies sei mit einer Aktie zu vergleichen, die etwa einen Teil des Nestlé-Unternehmens verkörpere und zur Gewinnbeteiligung berechtige. Zweitens sei der Token ein Governance-Instrument. Die Besitzer der Tokens könnten über alle Veränderungen mitbestimmen – aber viel direkter und öfter als Aktionäre. Drittens diene der Token als Incentive für die Validatoren und Betreiber der Blockchain. Zusammen mit den Haltern der Tokens wird ihnen dank Staking ein «Zins» auf ihren Token-Guthaben vergütet.

## Transaktionen im Zentrum

Tokens können in drei Kategorien eingeteilt werden. Die erste Kategorie sind Zahlungsmünzen für Transaktionen, ohne dass Finanzintermediäre erforderlich sind. «Der Träger der Zahlungsfunktion hat per se aber keinen Wert», sagt van Oerle. Die zweite Kategorie sind Nutzungsmünzen. Die Tokens dienen dazu, Software-Funktionen auf den entsprechenden Plattformen auszuführen. Die dritte Kategorie sind Asset-Tokens. Hier ist der Token lediglich eine digitale Darstellung des zugrunde liegenden Vermögenswerts, der auf einer Blockchain-Infrastruktur verwaltet wird.

«Wie bei der Einführung des Internets gibt es für die Blockchain mehrere Anwendungsfälle, die wir uns heute noch nicht einmal vorstellen können, da wir uns noch in den Anfängen dieser Revolution befinden», sagt Rolando Grandi von LFDE (La Financière de

L'Echiquier). Der Portfoliomanager sieht viel Wert in Anwendungen, die mit Transaktionen verbunden sind.

## Ohne Monopole, ohne Vorgaben

Cottier bezeichnet die Blockchain als «nächste digitale Revolution». Das sogenannte Web 3 sei «open-source» und dezentralisiert, es gebe keine Monopole mehr, und jeder könne daran teilnehmen und Applikationen entwickeln, ohne dass es eine Erlaubnis brauche. Bisher hätten Apps zum Beispiel den Vorgaben von Apple oder Android entsprechen müssen, und über ein Drittel der Einnahmen sei an diese zwei Unternehmen geflossen. Bei dezentralisierten Apps fliesse nur ein geringer Teil der Einnahmen in die Blockchain. Tokens können an Kryptobörsen gehandelt werden. Mittlerweile gibt es auch Handelsplätze, die als Smart Contracts als autonome Organisation (DAO) Tokens handeln, ohne dass eine legale Person involviert ist. Ein Beispiel hierfür ist etwa Uniswap.

Nur wenige Blockchains dürften sich nach Ansicht von Cottier durchsetzen. Der Code der Blockchain sei einfach zu kopieren, das Ökosystem nicht. Die Ethereum-Blockchain habe dank der Grösse und dem langen Bestehen eine wichtige Position eingenommen. Solano überzeuge dagegen durch die Verarbeitungsgeschwindigkeit. «Die Korrelation zwischen der Preisentwicklung der Kryptowährungen und dem Wachstum des Blockchain-Sektors nimmt jedoch ab», sagt van Oerle.

«Das Ökosystem wird eine erhebliche Konsolidierung durchmachen», sagt Justin Sumner, Portfoliomanager des BNY Mellon Blockchain Innovation Fund. Es sei wichtig zu beurteilen, ob ein Krypto-

Asset einen Anwendungsfall habe, der über die Wertaufbewahrung hinausgehe, und wenn nicht, ob der Wertaufbewahrungsgrad ein Niveau der institutionellen Akzeptanz erreiche, das die langfristige Existenz sichere. Momentan dürfte einzig der Bitcoin dank Marktkapitalisierung, Transaktionsvolumen und dem globalen Netzwerk von Knotenpunkten als Wertaufbewahrungsmittel anerkannt sein. Oft wird die Ur-Kryptowährung deshalb als «digitales Gold» bezeichnet.

## In die Ausrüster investieren

Ausser in Tokens könnte man auch in Unternehmen wie die Halbleiterhersteller Nvidia und AMD, die Software-Firma Microstrategy oder das Beratungsunternehmen Accenture investieren. Diese Konzerne erbringen wichtige Dienstleistungen für die Blockchain oder stellen Produkte wie Halbleiter her, die für den Betrieb einer Blockchain eingesetzt werden. Meist ist der Anteil, der «Blockchain-abhängig» ist, schwer zu quantifizieren, doch meist ist es nur ein Bruchteil des Gesamtumsatzes.

Es gibt aber Zehntausende private Firmen, die am globalen, dezentralen Netzwerk arbeiten. Viele davon sind Startups. An der Börse gibt es spezialisierte Unternehmen wie Hive Blockchain Technologies oder Riot Blockchain. Sie sind relativ klein, wenig bekannt und volatil. Der grösste börsengehandelte reine Blockchain-Wert dürfte die Kryptobörse Coinbase sein. Die grössten Chancen liegen gemäss Grandi jedoch nicht in Investitionen in Unternehmen, sondern in Tokens von Applikationen, die auf der nächsten Generation von Ethereum basieren.

«Ich sehe zahlreiche und unterschiedlichste Anwendungsfälle für die Blockchain in fast allen Wirtschaftssektoren», sagt Sumner. Einige Bereiche seien aber in der Adoption weiter fortgeschritten als andere. Der Fondsmanager sagt, dass sich die Marktakzeptanz in drei unterschiedlichen Segmenten bereits etabliert habe: in Finanzsystemen (DeFi), in Unternehmens-Blockchains und in tokenisierten Vermögenswerten.

## Zahlreiche Anlageprodukte

Wem die Zeit und das Know-how fehlen, ein diversifiziertes Blockchain-Investment aufzubauen, der kann auf unterschiedliche Anlageprodukte mit dem Schwerpunkt «Blockchain» zurückgreifen. Verschiedene Anbieter, etablierte Vermögensverwalter und Fondsverwalter neben neu gegründeten Investmenthäusern, bieten Fonds und Zertifikate für die Investition in die Blockchain an. Die Zusammensetzung dieser Produkte aus Kryptowährungen, anderen Tokens, reinen Blockchain-Firmen und Technologiekonzernen mit Blockchain-Engagements variiert aber stark.

«Führende Unternehmen möchten die Blockchain-Technologie einführen, um bestehende Geschäftsabläufe zu optimieren und sich einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen», fügt Sumner an. Deshalb kämen zahlreiche Unternehmen auf den Markt, die für die Entwicklung der Blockchain von entscheidender Bedeutung seien, weil sie entweder Ökosysteme aufbauten oder aber Enabler der Blockchain-Technologie seien. Das Universum an investierbaren Blockchain Unternehmen habe sich für seinen Fonds von 50 Aktien im Jahr 2018 auf über 300 erhöht – und kontinuierlich kämen neue hinzu.

Das Wachstum in diesem Bereich ist laut van Oerle beträchtlich. «Doch der Sektor muss zuerst noch eine Bereinigungsphase durchlaufen.» Es gebe zu viele Unternehmen, die diese Technologie entwickelten, und die meisten von ihnen machten hohe Verluste. «Da die Finanzierung in Zukunft teurer wird, wird es sehr wahrscheinlich eine Marktberreinigung geben. Nur diejenigen Gesellschaften mit starker Technologie in Kombination mit umsichtigem Management werden überleben», sagt der Portfoliomanager.

Die Tokens der Kryptowährungen bieten Möglichkeiten, die über Zahlungen und Wertaufbewahrung weit hinausgehen.

## Die wichtigsten Kryptowährungen

Bitcoin und Ether dominieren

Name	Kürzel	Kapitalisierung in Mrd. \$
Bitcoin	BTC	813
Ethereum	ETH	391
Binance Coin	BNB	81
Tether	USDT	78
Solana	SOL	46
USD Coin	USDC	45
Cardano	ADA	42
Ripple	XRP	37
Terra	LUNA	29
Polkadot	DOT	27

Quelle: Coinmarketcap

## Der Ether setzt sich ab

Wert von Bitcoin und Ether in Dollar



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / gru.

# Messi dribbelt durch die Krypto-Welt

Sowohl PSG als auch Barcelona emittieren Klub-Token – der Wechsel des Stars hinterlässt darin Spuren

WERNER GRUNDELEHNER

Der überraschende Wechsel des mehrfachen Weltfussballers Lionel Messi vom FC Barcelona zum französischen Erstligisten Paris Saint-Germain (PSG) bewegte nicht nur die Fussballwelt, er führte auch bei den Kryptowährungen zu Turbulenzen. Innerhalb weniger Tage kletterte der Wert des Fan-Tokens PSG von rund 23 \$ auf über 49 \$. Nur um kurz darauf auf rund 35 \$ zu korrigieren, wo der Token auch heute notiert.

Auch der Fan-Token des FC Barcelona bringt die Stimmung der Anhängerschaft des katalanischen Klubs in diesem Sommer der «hektischen Transfers» zum Ausdruck. Wurde dieser Token im Frühling für rund 45 \$ gehandelt, mit einzelnen Ausreisern nach oben – wenn sich attraktive Spielereinkäufe abzeichnen schienen –, fiel die Kryptowährung mit dem Kürzel BAR ab Mitte Sommer auf ein Niveau von 20 \$ zurück.

## Teil der Gesamtvergütung

Der Höhenflug der PSG-Token dürfte auch Messi selbst erfreuen. Der Argentinier, der ablösefrei nach Frankreich wechselte, kassiert nicht nur ein Jahresgehalt zwischen 35 Mio. und 40 Mio. €, in seinem «Willkommenspaket» befanden sich auch Kryptowährungen seines neuen Arbeitgebers.

Unter den mittlerweile über 11 600 Kryptowährungen, die auf Coinmarketcap.com aufgeführt sind, finden sich neben den Token der beiden Klubs weitere Coins von Fussballvereinen – aus Italien von Juventus Turin, der AC Milan, Inter Mailand und der AS Roma, von Manchester City und Arsenal aus England, von einigen der türkischen Hauptstadtvereine sowie Atlético Madrid und Valencia aus Spanien. Doch nicht nur die Schwergewichte im Fussball haben Token emittiert, sondern auch die niederländische Fortuna Sittard, Atlético Mineiro aus Brasilien und der BSC Young Boys aus der Schweiz.

## Keine Gewinnbeteiligung

Mit Fan-Token erhält man etwa Zugang zu Events und Fan-Artikeln, die sonst schwer erhältlich sind. Zudem können Token-Inhaber auch an Umfragen teilnehmen und über gewisse Vorlagen entscheiden: Bei den Young Boys konnte man zum Beispiel mitbestimmen, wel-



Die Erfolge des Spitzenfussballers Lionel Messi lassen sich neustens auch per Cyberwährung messen.

JOSE BRETON / IMAGO

ches Design die Meister-Shirts hatten. In erster Linie ist es aber ein Finanzierungsmittel für die Klubs, da sie den Emissionspreis der Token einnehmen. Die Fans müssen dagegen auf Kurssteigerungen hoffen.

Bei der Tokenisierung geht es um die digitale Verbriefung von Vermögenswerten. Man könnte also auf die Idee kommen, dass diese Fan-Token eine digitale Form von Aktien sind. Mit Manchester United, Borussia Dortmund, Juventus Turin – um nur die prominentesten zu nennen – sind auch einige Klubs an der Börse kotiert. Doch ein Fan-Token ist keinesfalls mit Aktien gleichzusetzen, der Inhaber ist dabei nicht Mitbesitzer des Klubs und hat keine Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg. Bei der hohen Verschuldung der meisten Vereine erscheint das auch nicht unbedingt erstrebenswert. Die Aktienkurse der kotierten Fussball-

klubs erinnern an die Herzfrequenz auf einem Pulsmesser – sie laufen oszillierend seitwärts und zeigen kurzfristig hohe Ausschläge, wenn sich sportliche Erfolge wie Meisterschaftsgewinn, Qualifikation für die Champions League oder auch Misserfolge wie Absturz in der Tabelle oder Ligaabstieg einstellen. Auf lange Sicht ist aber Stagnation – und öfters Verlust – die Regel. Viele Fussballklubs haben sich wieder von der Börse zurückgezogen. Die Einschätzung von professionellen Anlegern lautet deshalb: Aktien von Fussballklubs eignen sich nur für Fans, die neben dem Fussballplatz auch noch an der Börse mit ihrem Herzverein verbunden sein und gemeinsam Höhen und Tiefen erleben wollen.

«Sieht man etwa die PSG-Anhängerschaft als ein Volk, so hat dieses nun eine eigene Währung erhalten», sagt Alain Kunz, Director Business Development

Europe bei der US-Krypto-Handelsfirma GSR.

## Mehr Fans – mehr Wert

Jeder Zuzüger bringe der Plattform einen Mehrwert bezüglich Marketing oder Distribution. Bei PSG stelle sich die Frage, wie viele neue Fans aufgrund von Messi zu PSG stossen und damit das «BIP» des PSG-Volkes vergrössern. Spiegle der Token dieses Fan-Wachstum, steige er im Wert.

Die Geschichte der Fussballklub-Token ist noch zu jung, als dass man sich ein Urteil bilden könnte. Doch wahrscheinlich wird man bald zum gleichen Schluss kommen wie bei den Fussballaktien: nur für Fans geeignet. Im Gegensatz zu Aktien ist man mit Token vielleicht näher am Herzen des Klubs, aber nicht an finanziellen (Miss-)Erfolgen des Vereins beteiligt.

## Vincenz kassierte heimlich ab

Der Raiffeisen-Chef bezog 2008 fast 14 Millionen Franken netto

WERNER GRUNDELEHNER

Er trat gerne als Kritiker der «Lohnexzesse» bei anderen Banken auf. Dabei hat der frühere Raiffeisen-Chef Pierin Vincenz selbst einen viel höheren Lohn bezogen, als bisher bekannt war. Wie diese Salärbuchhaltung funktionierte, mit welcher die Entlohnung der Geschäftsleitung in diskreter Weise erfolgte, machte die «NZZ am Sonntag» publik. Die Zeitung stützt sich auf Informationen aus dem 13-seitigen Dokument «Edition Lohn PV» der Legal & Compliance Special Tasks vom 26. Juli 2019, welches die Raiffeisen Schweiz auf Anweisung der Zürcher Staatsanwaltschaft verfasst hat.

Als Vincenz 1999 CEO der Raiffeisen Schweiz wurde, soll er ein Gutachten in Auftrag gegeben haben, das zu dem Schluss kam, dass er im Vergleich zur Konkurrenz zu wenig verdiene. Das nahm Vincenz zum Anlass, das Vergütungssystem der Bank neu zu organisieren. In der Folge stiegen die Vergütungen an ihn rasch an. Von knapp 2 Mio. Fr. im Jahr 2005 auf über 6 Mio. Fr. im Jahr 2007. Wie die Lohnverhandlungen mit dem Verwaltungsrat in dieser Zeit geführt wurden, zeigt ein unveröffentlichtes Papier vom 30. Mai 2008. Im «Rekordjahr» 2014 kam Vincenz so auf einen Nettolohn von annähernd 14 Mio. Fr.

Informiert über die tatsächliche Lohnsumme war nur ein kleiner Kreis. Der Raiffeisen-Chef bezog seinen Lohn aus zwei Quellen. Rund 400 000 Fr. wurden durch die Personalabteilung der Bank vergütet, der Rest wurde über den Anwalt Eugen Mätzler und sein Treuhandkonto bei der UBS abgewickelt.

Die Lohneskapaden hatten 2009 ein Ende. Die Finma machte Druck, damit die Banken minimale Anforderungen bei der Dokumentation der Vergütungen an das Topkader einhalten. Der Verwaltungsrat der Raiffeisen setzte darauf ein Kostendach fest. Maximal 2 Mio. Fr. als Salär sollte Vincenz im Jahr noch beziehen können, davon 1,2 Mio. Fr. fix. Im Jahr 2015 trat Vincenz als CEO der Raiffeisen zurück. In den Jahren 2005 bis 2015 hatte er einen Nettolohn von gesamthaft über 38 Mio. Fr. bezogen. Wegen fragwürdiger Deals mit versteckten Kassen musste er 2018 in Untersuchungshaft. Ob diese illegal waren, entscheidet der Gerichtsprozess im kommenden Jahr.

ANZEIGE

## Wie lautet der häufigste Vorname von Verwaltungsräten?

Die Antwort und weitere Fakten finden Sie auf [moneyhouse.ch/facts](https://www.moneyhouse.ch/facts). Mit Moneyhouse sparen Sie Zeit bei Ihren Recherchen. Setzen Sie unsere Daten für Ihren persönlichen Erfolg ein.

[www.moneyhouse.ch](https://www.moneyhouse.ch)

 moneyhouse

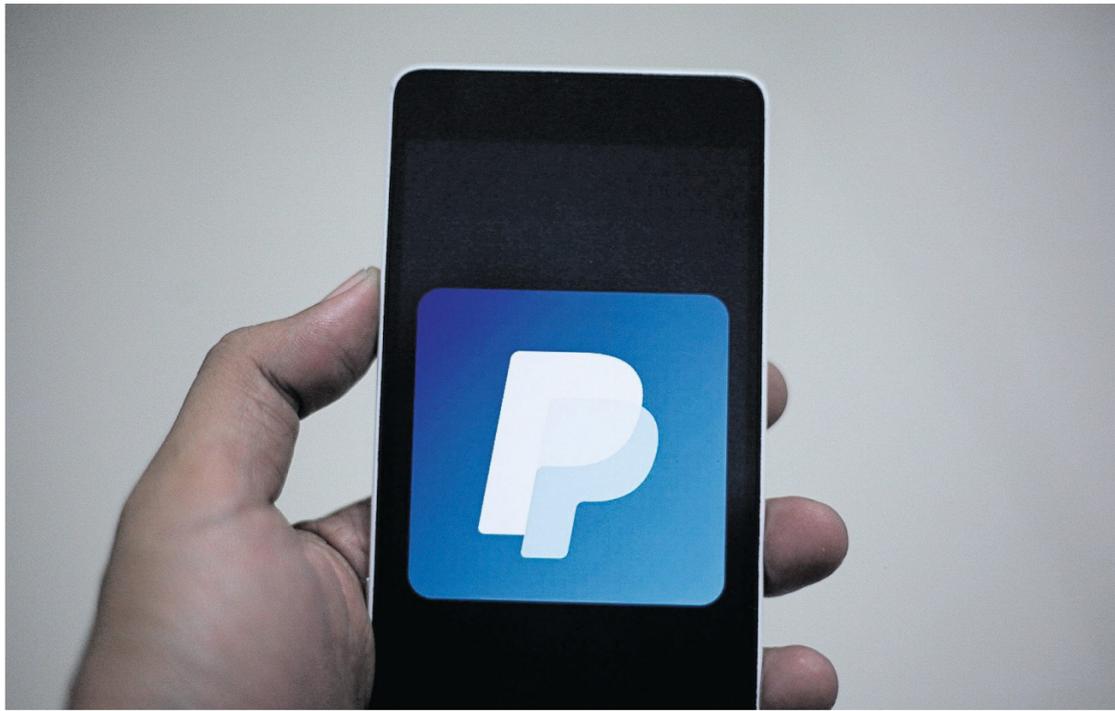
# Paypal arbeitet an eigener Kryptowährung

Der US-Zahlungsdienstleister will die Fehler des Libra-Konsortiums vermeiden

WERNER GRUNDLEHNER

Der US-Payment-Konzern Paypal lässt die Idee von globalen Krypto-Überweisungen aufleben. Diese sollen unkompliziert sowie ohne Kursschwankungen ablaufen und wären an keine nationalen Clearing-Netze oder teuren Dienste wie Western Union gebunden. Das hat die Welt schon einmal gehört: Im Juni 2019 kündigte Facebook die Währung «Libra» an. Paypal war damals eines der 28 Mitglieder des Libra-Konsortiums.

Der Paypal-Konzern, der bereits ein globales Bezahlnetzwerk betreibt, ist mit dem Stablecoin-Vorhaben diskret vorgegangen – auch weil Facebook mit dem grossspurigen Auftreten viel Kritik gemerzt hatte und schliesslich die hochtrabenden Pläne auf regulatorischen Druck aufgeben musste. Erst vor wenigen Tagen bestätigte Paypal, dass es einen eigenen Stablecoin plane. Dies erfolgte nicht ganz freiwillig: An einem internen Hackaton (Programmierwettkampf) wurde publik, dass sich im Betriebssystem von Paypal bereits Software-Code für einen Stablecoin und für ein entsprechendes Signet befindet. Bereits seit 2020 arbeitet der Zahlungsdienstleister mit Paxdollar, dem neuntgrößten Stablecoin, zusammen.



Die Kryptowährung, die Paypal vorbereitet, ist eins zu eins mit dem Dollar hinterlegt.

ADRIANA ADIE / GETTY

## Drei Einsatzmöglichkeiten

Stablecoins sind Kryptowährungen, die komplett mit «realen» Währungen hinterlegt sind. Wenn dies der Dollar ist, schwankt der Wert des Coins im Vergleich zum Greenback nicht. Einer der Gründe für das Scheitern des Libra war, dass dieser auf einem Währungskorb mit Dollar, Pfund, Franken usw. basierte. Diese «alternative Weltwährung» forderte die Notenbanken heraus. Der Paypal-Stablecoin spiegelt einzig den Wert des Dollars.

«Paypal könnte mit dem Stablecoin drei Stossrichtungen verfolgen», sagt Gregor von Bergen, Payment-Experte beim Bankenberatungsunternehmen Capco. Der US-Konzern könnte erstens das «Libra-Geschäft» ins Auge fassen, also das weltweite Überweisungsgeschäft. Dieses weist ein Volumen von mehreren hundert Milliarden Dollar auf und umfasst vor allem die Zahlungen von Expats zu Angehörigen in die Heimat, wobei oft eine oder beide Parteien über kein Bankkonto verfügen.

Das abgespeckte Libra-Projekt, das jetzt unter dem Namen «Diem» läuft, verfolgt auch diesen Plan. Mit dem Einsatz des Whatsapp-Wallet «Novi» dürfte Meta (Ex-Facebook) aber mehr Mühe haben als Paypal, die Geldwäscherei-Bestimmungen zu erfüllen. «Das Beispiel von El Salvador zeigt, dass Krypto-

währungen das grenzüberschreitende Überweisungsgeschäft übernehmen können», sagt von Bergen. Nach Einführung des Bitcoins als gesetzliches Zahlungsmittel hätten die traditionellen Überweisungen markant nachgelassen.

Zweitens könnte Paypal das sogenannte «Acquiring»-Geschäft auf Krypto umstellen. Wer einen globalen Web-Shop betreibt, komme nicht darum herum, Paypal als Dienstleister für die Zahlungsabwicklung (neben anderen) zu berücksichtigen. Der US-Konzern könnte also planen, eine globale Krypto-Zahlungsfunktion für den E-Commerce einzuführen. Drittens wäre auch möglich, dass Paypal den Stablecoin als Handlungsoption anbieten will. In Grossbritannien erlaubt Paypal bereits den Kauf von Bitcoins. Kryptowährungen-Trader parkieren ihr Geld gerne in Stablecoins, wenn sie gerade keine Kryptowette am Laufen haben. Der Wechsel zwischen Kryptowährungen ist günstiger als jener zwischen Krypto- und traditionellen Währungen.

Stablecoins haben in den USA jedoch keinen guten Ruf. Die Regulierungsbehörden sorgen sich wegen der enormen Summen, die von den Anbietern eingesammelt werden, ohne dass das Bankensystem involviert ist. Illegale Transaktionen sind so einfacher mög-

lich. Auch die Qualität der als Sicherheit hinterlegten Vermögenswerte und die in Ausnahmesituationen eventuell mangelnde Liquidität sind ein Thema. Gemäss von Bergen gehört der Paxdollar, mit dem Paypal zusammenarbeitet, nicht zu den Kritisierten. Im Gegensatz zu Tether, der Nummer eins im Segment, die den Sitz in Hongkong hat, habe Paxdollar das Domizil in den USA und sei transparent. «Mittlerweile sind genügend Fallstudien bekannt, wie man einen Dollar-Stablecoin auch regulatorisch korrekt aufbauen kann», sagt Daniel Diemers vom Beratungsunternehmen SNGLR Group.

«Paypal hat in den USA einen guten Ruf und dadurch gute Chancen, vom Regulator unterstützt zu werden, auch weil Zahlungen des Kerngeschäfts von Paypal sind, inklusive aller Lizenzen», sagt Philipp Cottier vom Asset-Manager L1 digital. Was gegen Paypal spreche, sei das Monopol im Zahlungsgeschäft, das mit dem Kryptovorstoss noch weiter ausgebaut würde. Der Stablecoin werde das traditionelle Geschäft zudem zu einem gewissen Grad kannibalisieren. «Es spricht aber für Paypal, dass sie den digitalen Wandel – der unaufhaltsam ist – proaktiv angeht», so Cottier.

«Paypal gliedert sich in eine Reihe ähnlicher Projekte ein, in Asien wird

WeChat Pay mit grosser Wahrscheinlichkeit bald den Digital Yuan integrieren», sagt Diemers. Das bisherige Paypal-Geschäft ist eng mit Kreditkarten verknüpft. Wenn man das Stablecoin-Modell durchrechne, bleibe unter dem Strich für Paypal mehr übrig, weil die Partnergebühren wegfallen würden. «In der breiteren Paypal-Kundschaft ist Krypto für viele immer noch etwas Exotisches, daran ändert auch ein Stablecoin nichts», fügt Diemers an. Mit besseren Margen könne Paypal Anreize schaffen, zum Stablecoin zu wechseln. Es sei jedoch auch viel Aufklärungsarbeit notwendig, was wiederum dem ganzen Krypto-Ökosystem zugutekomme.

## Ein Geschäftsführer wäre frei

Wenn Paypal und Kryptowährungen zusammenkommen, denkt man auch an David Marcus. Der Schweizer arbeitete einst für Paypal, später für Whatsapp, den Messenger-Dienst von Facebook, und wurde dann Geschäftsführer des Projekts Libra (später Diem). Im Dezember 2021 verliess er Diem. Der Status auf seinem LinkedIn-Account lautet: «Ich nehme eine kurze Auszeit, bevor ich etwas Neues und Aufregendes starte.»

## Zinswende verteuert Hypotheken

MICHAEL FERBER

Die Zinskosten für Hypothekarkredite haben sich in den vergangenen Wochen deutlich verteuert. So ist der Hypothek.ch-Zinsindex für Wohnimmobilien seit dem 20. Dezember vergangenen Jahres um 13 Basispunkte (0,13 Prozentpunkte) auf 1,15 Prozent am Dienstag gestiegen. Legt der Index um 1 Basispunkt zu, bedeutet dies bei einer Hypothek von 800 000 Franken einen Anstieg der Zinskosten um 80 Franken. Eine solche Hypothek hat sich also seit dem 20. Dezember um 1040 Franken verteuert.

Hauptgrund für die jüngste Entwicklung dürfte die Ankündigung der amerikanischen Notenbank vom Dezember sein, dass sie für 2022 von drei Erhöhungen der Leitzinsen ausgeht. Die US-Inflation, die sie damit bekämpfen will, war im Dezember mit 7 Prozent so hoch wie seit Anfang der 1980er Jahre nicht mehr. Dies weckt Spekulationen, dass auch in der Euro-Zone und der Schweiz die Zinsen erhöht werden – und in der Folge sind auch die Hypothekarzinsen gestiegen.

Es spricht indessen einiges gegen ein massives Zins-Rally hierzulande. Die Schwankungen bei den Hypothekarzinsen sind kein neues Phänomen, bereits im vergangenen Jahr variierten die Richtzinsen für zehnjährige Festhypotheken zwischen 1,03 und 1,32 Prozent. Erst im Oktober erreichten sie ein zweieinhalbjähriges Hoch, bis sie wegen Sorgen über die Konjunktorentwicklung und die Omikron-Virusvariante wieder zurückfielen. Im Gegensatz zu anderen Ländern ist die Inflation in der Schweiz zudem weiter tief, so dass die Schweizerische Nationalbank weniger als andere Zentralbanken unter Druck steht, die Zinsen zu erhöhen.

## So wird Biogen nicht gesund

WERNER GRUNDLEHNER

Diese Erfolgsmeldung hat einen Pferdefuss. Behandlungen mit dem Biogen-Alzheimer-Medikament Aduhelm werden durch die US-Krankenversicherung Medicare gedeckt. Medicare ist die öffentliche Krankenkasse für ältere Bürger. Das Potenzial scheint riesig: In den USA leben 1,5 Millionen Personen mit beginnender Alzheimerkrankheit. Die Kosten für die Behandlung werden aber nur übernommen, wenn der Patient an einer klinischen Studie teilnimmt. Das dürfte den Einsatz des in der Schweiz entwickelten Mittels hemmen, auf der anderen Seite erhalten die Behörden weitere Daten zur Wirksamkeit.

Die Freude über das neue «Wundermittel» währte im Juni 2021 nur kurz. Die Gesundheitsbehörde hatte sich bei der Zulassung gegen die Empfehlung ihrer externen Beratungskommission entschieden. Diese hatte sich gegen eine Zulassung ausgesprochen. Für die Kommission genügt die Studiendaten nicht für eine konklusive Beurteilung der Wirksamkeit. Die Europäische Arzneimittelbehörde EMA hat den Antrag auf die Zulassung des Medikaments in der EU abgelehnt. Obwohl die Wirkung unstritten war, legte Biogen die jährlichen Behandlungskosten auf 56 000 Dollar fest. Nach heftiger Kritik musste der US-Biotech-Konzern zurückbuchstabieren und halbierte den Preis.

Der Aduhelm-Umsatz erfüllte die Erwartungen bisher bei weitem nicht. Im dritten Quartal 2021 setzte Biogen mit dem Mittel 300 000 Dollar um. Die Biogen-Aktien gaben am Mittwoch als Reaktion auf diese Meldung fast 9 Prozent nach. Seit der Börseneuphorie um die Zulassung der Alzheimer-Anwendung im Juni 2021 hat sich der Börsenwert annähernd halbiert. Aduhelm scheint definitiv nicht das Mittel zu sein, an dem die angeschlagene Biogen gesunden kann.

# Börse Tokio will den Wert der «Japan AG» erhöhen

Japans Unternehmen sind schlechter bewertet als westliche Rivalen – ein neuer Prime-Markt soll dies ändern

MARTIN KÖLLING

Lange glich das Investieren an Tokios Börse Dschungel-Shopping. Über 2000 Firmen notierten an der ersten Sektion des grössten Finanzmarkts Asiens. Darüber hinaus gab es vier weitere Segmente. Nun versucht die Börse, durch eine Reform Transparenz in das Dickicht zu bringen, um Japans Aktien für ausländische Investoren interessanter zu machen.

## Aus fünf Sektionen werden drei

Wie die Börse am Dienstag erklärte, sollen im April die fünf Sektionen auf drei reduziert werden, damit den Aktionären die Orientierung erleichtert wird. Dabei wird die erste Sektion der Börse durch den Prime-Markt ersetzt, der durch schärfere Vorschriften die Zahl der Unternehmen von 2185 auf 1841 senkt. Darüber hinaus werden die zwei neuen Märkte zu einem Growth-Markt mit 459 notierten Firmen zusammengeschlossen, während eine Standard-Sektion die restlichen 1477 Unternehmen auffängt.

Der Vorstoss der Börse ist Teil der Bemühungen von Regierung und Wirtschaft, die Bewertungen von Japans Unternehmen näher an das Niveau europäischer oder amerikanischer Werte heranzuführen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des japanischen Leitindex Topix liegt mit 13,8 rund 12 Prozent niedriger als das seines europäischen Pendant Stoxx 600.

«Unter anderem stehen altmodische Managementpraktiken sowie intransparente Unternehmensstrukturen höheren Bewertungen im Wege», sagt Ulrich Stephan, globaler Anlagechef der Deutschen Bank. Die Regierung hat daher schon vor Jahren einen neuen Corporate-Governance-Code verabschiedet – mit positiven Folgen. Viele Unternehmen haben die Zahl firmenfremder Verwaltungsratsmitglieder erhöht und die klassischen Überkreuzbeteiligungen mit Hausbanken, Tochtergesellschaften, Lieferanten oder Kunden deutlich gesenkt. Die Reform der Börse soll nun den Druck auf die Vorstände der «Japan AG» erhöhen, sich Aktionären weiter zu öffnen.

Unternehmen, die im Prime-Segment bleiben wollen, müssen nicht nur einen Drittel ihrer Verwaltungsratsmitglieder ausserhalb der eigenen Reihen rekrutieren. Firmen mit einem Streubesitz von weniger als 35 Prozent der Aktien sollen von Oktober 2022 bis Januar 2025 schrittweise aus dem Index entfernt werden. Zusätzlich soll der Druck auf die Unternehmensführungen steigen, umweltpolitische und soziale Ziele (kurz ESG) stärker zu berücksichtigen, die bei immer mehr westlichen institutionellen Investoren die Entscheidungen über Aktienanlagen beeinflussen.

## Folgen im Markt umstritten

Die Auswirkungen der Reformen sind allerdings am Markt umstritten. Stephan meint, die Reformen versprechen eine Verbesserung der Bewertungen. Die neuen Regeln könnten sich langfristig positiv auf die Bewertung des Topix auswirken. Auch Naoki Kamiyama, Chefstrategie des japanischen Vermögensverwalters Nikko Asset Management, meint,

dass sich damit Investoren die Gelegenheit bietet, den japanischen Markt neu zu bewerten. «Zudem sollte die Verbesserung der Corporate Governance und der Transparenz in den Führungsetagen internationale Investoren anlocken.»

Kritikern stösst allerdings die weiterhin hohe Zahl von kleinen und mittleren Unternehmen im kommenden Prime-Markt auf, von denen viele kaum von Analytikern abgedeckt werden. Es sei auf den ersten Blick schwer, sich dafür zu begeistern, dass der Prime-Index, der die höchsten Standards für die Börsennotierung hat, über 1800 Unternehmen umfasse, sagt Takeo Kamai, Leiter des Bereichs Execution Services bei CLSA Securities Japan, gegenüber Bloomberg. «Es sieht nicht so aus, als ob das Anleger begeistern würde.» Auch der Chef der Tokioter Börse Hiromi Yamaji erwartet keine Wunderheilung. «Die heutige Ankündigung ist der Beginn eines langen Weges hin zu nachhaltigem Wachstum und mittel- bis langfristiger Steigerung des Unternehmenswertes», sagte er bei der Vorstellung der Reformen.

# Mit vielen Kryptowährungen lässt sich mittlerweile ein «Zins» verdienen

Das sogenannte Staking verspricht einen laufenden Ertrag – wie kommt man zu diesem passiven Einkommen?

WERNER GRUNDELEHNER

Die Kryptoanleger werden aktiver – der Handel nimmt über die Marktzyklen hinweg zu. Davon profitiert etwa der Finanzdienstleister Bitcoin Suisse. Im Aktionärs-Update steht unter anderem, dass sich der Gesamtertrag im ersten Halbjahr auf 70,3 Mio. Fr. verfünffacht habe. Mittlerweile werden 15% der Einnahmen mit dem sogenannten Staking erzielt.

Beim Staking setzen – vereinfacht ausgedrückt – Kryptobesitzer ihre Coins dafür ein, neue Blöcke zur dazugehörigen Blockchain hinzuzufügen, und bekommen im Gegenzug eine Belohnung. Das funktioniert aber nur bei Kryptowährungen, die auf dem Prinzip «Proof of Stake» (POS) basieren. Die beliebteste Währung, der Bitcoin, gehört hier nicht dazu. Die Bitcoin-Blockchain wird mit dem energieintensiven Mechanismus «Proof of Work» fortgeschrieben.

## «Umweltfreundliche» Prüfung

Bitcoin Suisse zählt zu den Dienstleistern, die Staking anbieten, und hat damit etwa im August auf Kryptobestände im Wert von 1,8 Mrd. Fr. Entschädigungen von 18,3 Mio. Fr. eingenommen. Gemäss der Sprecherin Verena Schwarz belastet der Kryptodienstleister für den Service eine Gebühr von 15% auf die erzielten Einnahmen. Das erscheint auf den ersten Blick recht viel zu sein. Doch Staking ist ein aufwendiger Vorgang und kann bei jungen, wenig gebräuchlichen Kryptowährungen eine Rendite von über 100% abwerfen. Der Staking-Reward wird in Prozent angegeben, diese Sätze beziehen sich auf Jahresbasis, obwohl das Staking nicht genau über ein Jahr läuft und Pro-rata-Werte ausgeschüttet werden.

Beim POS-Prinzip dient dem Protokoll keine Rechenleistung als Sicherheit, sondern die Coins, die im Staking gebun-

den werden. Damit ein POS-Protokoll stabil funktioniert, muss eine Blockchain über genügend Vermögenswerte verfügen, die auf diese Art blockiert sind. Die Beteiligten sind so interessiert, die Blockchain stabil zu halten, weil sie sonst ihren Einsatz (Stake) verlieren. Besitzer von kleinen Coin-Mengen können diese für das Staking an Validatoren übertragen – oder einen Dienstleister beauftragen, dies zu tun. Ein Validator benötigt ein gewisses Mass an Fachwissen, Engagement und Hardware. Doch er wird nicht zum Verwahrer der Coins – es gibt also kein Gegenparteirisiko.

Für die Aufgabe, die Blockchain zu unterstützen und neue Blöcke zu prüfen, erhält der Validator eine Staking-Prämie. Dies ist auch ein Entgelt für das gebundene Vermögen, die Liquidität wird dem Markt entzogen – die Coins können nicht für Transaktionen, Handelsgeschäfte, Kredite oder Smart Contracts verwendet werden. Die Staking-Prämien werden durch die Ausgabe neuer Coins finanziert. Je höher diese «Rendite» einer Blockchain, desto höher auch die Inflation in diesem Coin.

## Reduzierte Belohnung

Validatoren, die sich falsch verhalten, werden durch eine Reduzierung ihrer Stakes («Slashing») bestraft, was sich auch auf den Einsatz der beteiligten «Kleinanleger» auswirkt. Die Kunden erhalten Belohnungen, die sich an den Wahrscheinlichkeiten orientieren, ob der Validator zur Prüfung ausgewählt wird. Der Kunde erhält gemäss Schwarz immer eine Entschädigung, aber bevor Bitcoin Suisse sie nicht verdient habe, könne das Unternehmen nicht wissen, wie hoch diese genau ausfallen würde.

Die zu erzielenden Staking-Renditen variieren je nach Blockchain. Entscheidend ist vor allem das Alter des Pro-

tokolls, bei jungen Blockchain-Projekten mit höheren Risiken sind teilweise Belohnungen von über 100% möglich. Bei etablierten Blockchains beträgt die «Verzinsung» zwischen 3% und 15%. Innerhalb einer Blockchain können die Renditen zwischen den einzelnen Validatoren unterschiedlich ausfallen.

## Auch Ethereum wird «Staker»

Dies ist abhängig von der Grösse des Einsatzes, der Anzahl der Beteiligten sowie dem Umfang und der Qualität der für das Netzwerk bereitgestellten Dienstleistungen. «Einen Free Lunch gibt es natürlich auch hier nicht», sagt Lewin Boehnke, Leiter Research bei Cryptofinance. Wenn der Staking-Prozess tech-

## Die zu erzielenden Staking-Renditen variieren je nach Blockchain.

nisch einfach zu bewerkstelligen und mit wenigen Risiken verbunden ist, werden viele Coins zur Verfügung gestellt, und der Ertrag fällt eher tief aus (da er durch mehr Coins geteilt werden muss).

Kryptowährungen mit dem POS-Verfahren werden bei Krypto-Investoren immer beliebter. Rund 150 Mrd. \$ an Kryptowährungen sind momentan im Staking gebunden. Den grössten Stake-Anteil weist Cardano auf. Auch Solana und Polkadot sind wichtig im Universum. Mit dem Ethereum-Blockchain-Update gehört nun auch die Nummer zwei im Krypto-Universum zu den «POS-Währungen». Die

Website stakingrewards.com weist derzeit 232 Kryptowährungen auf, die auf POS basieren. Die vier grössten dieser Währungen weisen einen «Zins» zwischen 5,4% und 13,2% auf.

«Proof of Stake» als alternative Konsensmethode zu «Proof of Work» ist gemäss Boehnke vielversprechend, aber weitgehend noch experimentell. Wer an einen solchen Coin glaube und ihn als Investment oder zur Nutzung halten möchte, der tue gut daran, sich damit auseinanderzusetzen, was ihm entginge, wenn er nicht «staken» würde.

Wegen der breiten Vielfalt von verschiedenen Mechanismen sei es sinnvoll, dass spezialisierte Unternehmen dies als professionellen Service anbieten. «Der Kunde sollte aber genau nachfragen, welchem Risiko er sich aussetzt – er muss prüfen, ob seine Coins delegiert sind oder als Sicherheit eines Pools dienen», sagt Boehnke. Zudem müsse man klären, ob die eigenen Coins von einem allfälligen Slashing betroffen wären.

## Zusätzliche Rendite

Ein grosser Teil der von Crypto Finance verwalteten Coins ist delegiert. «Dieses Angebot spielt für die Kunden bei der Auswahl des Krypto-Dienstleisters eine wichtige Rolle», so Boehnke. Das passive Einkommen sei für die Kunden eine angenehme Beimischung zum Portfolio. «Produkte im Bereich Staking werden weiterhin stark nachgefragt werden, da die Kunden nach Optionen suchen, mit denen sie eine Rendite auf ihr Vermögen erhalten können», meint die Bitcoin-Suisse-Sprecherin mit Blick in die Zukunft. Diese Möglichkeit würden neben dem Staking auch DeFi-Anwendungen bieten. Bei dieser sogenannten Decentralized Finance werden klassische Bankdienstleistungen mit Smart Contracts abgebildet.

## Wie fit ist die SNB?

PETER A. FISCHER

Die aufsehenerregendsten Medienmitteilungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) betreffen in letzter Zeit den Gesundheitszustand von Thomas Jordan und Fritz Zurbrugg, die gemeinsam mit Andréa Maechler das SNB-Direktorium stellen und je ein Departement führen. Ende August musste die Notenbank mitteilen, dass sich SNB-Präsident Jordan nach einer Vorsorgeuntersuchung überraschend einem kardiologischen Eingriff unterziehen müssen. Die Genesung verlief zum Glück komplikationslos, und Jordan konnte an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom September bereits wieder seines Amtes walten. Gleich wird es hoffentlich Vizepräsident Fritz Zurbrugg ergehen, der sich Ende dieser Woche einem seit längerem geplanten kardiologischen Eingriff unterziehen wird und sich danach für einige Wochen erholen muss.

Die Beanspruchung und Verantwortung eines SNB-Direktoriumsmitglieds und der damit verbundene Stress sind hoch, aber das ist auch andernorts so. Das Direktorium war in jüngerer Vergangenheit nur sehr selten länger nicht komplett; zum letzten Mal war das beim Rücktritt von Philipp Hildebrand der Fall. Alles deutet darauf hin, dass die Häufung medizinischer Vorfälle ein unglücklicher Zufall ist. Sie zeigt allerdings, dass es zumindest theoretisch sein könnte, dass einmal zwei der drei Direktoriumsmitglieder gemeinsam ausfallen.

Die technokratische Institution SNB funktioniert im Regelfall bestens. Situationen wie die Hilfsaktion für die UBS oder die Bereitstellung der Covid-19-Kredite zeigen allerdings, dass die Nationalbank stets eine auch politisch kompetente Führung braucht. Wichtig ist deshalb, dass das Dreiergremium und seine Stellvertreter in jeder Hinsicht fähig besetzt sind.

## Wichtig ist, dass das Dreiergremium und seine Stellvertreter in jeder Hinsicht fähig besetzt sind.

Die beiden Vorfälle werfen zudem (erneut) die Frage auf, wie sinnvoll es ist, dass das SNB-Direktorium nur drei Mitglieder umfasst. Andere Zentralbanken kennen wesentlich grössere Gremien. Das hat allerdings gewichtige Nachteile. Typischerweise verschwindet in grossen Räten die Verantwortung eher, als dass sie wirklich gemeinsam getragen wird. Nicht von ungefähr wird kolportiert, dass der ehemalige EZB-Präsident Mario Draghi Entscheide von grosser Tragweite wie seine «Whatever-it-takes»-Rede alleine getroffen hat.

Grosse Zentralbankführungen sind zudem viel eher anfällig für eine Polarisierung; unterschiedliche Parteien, Gruppierungen und Landesteile wollen sich im Gremium vertreten sehen. Die kleine Lösung der SNB hingegen favorisiert Kompetenz und funktioniert gut. Geldpolitische Lagebeurteilungen werden von den Fachabteilungen vorbereitet und inzwischen in relativ breitem Kreis der Bank diskutiert. Für den Entscheid trägt das Dreiergremium die gemeinsame Verantwortung, wobei es auch seine Stellvertreter einbezieht (die auch einspringen, sollte einer oder eine ausfallen). Das garantiert technokratisch solide, unabhängige Entscheide.

Bedingung ist allerdings, dass sich die Notenbank strikt an ihr Mandat hält und nicht beginnt, sich als mächtiger politischer Akteur zu begreifen. Anders als grosse Zentralbanken hat sich die SNB an diese Vorgabe bisher leidlich gehalten. Vielleicht hängt das auch mit ihrer Corporate Governance zusammen. Trotz den jüngsten Vorfällen zeigt sie sich jedenfalls gesund und leistungsfähig. Es ist nicht ersichtlich, wieso sie daran etwas ändern sollte.

# Verletzlichkeit der «Wachstumswunder»

Der Systemstillstand bei Facebook hat den Trend zu Verlusten beim technologieelastigen Nasdaq-100-Index verstärkt

WERNER GRUNDELEHNER

Fast standen Social Media weltweit still. Die Apps von Facebook, neben dem namengebenden Dienst auch WhatsApp und Instagram, waren am Montag für Stunden nicht zugänglich. Das belastete auch den Börsenkurs. Wenn der Grosse leidet, freuen sich die Kleinen: So wurde hämisch hochgerechnet, wie viele Milliarden der Facebook-Gründer Mark Zuckerberg verloren hat. Der Börsenwert «seines» Unternehmens gab am Montag 4,9% oder 47,3 Mrd. \$ nach – Zuckerberg, der rund 15% der Aktien hält, litt anteilmässig mit. Am Dienstag konnten die Titel einen Teil des Verlustes wettmachen.»

## Gewinne sind weniger wert

Wahrscheinlich wäre der Absturz der Facebook-Aktien vor einigen Wochen aufgrund eines Systemstillstandes weniger dramatisch ausgefallen. Doch mittlerweile hat sich das Umfeld für die hoch bewerteten «Wachstumswunder» markant verändert. Neben Befürchtungen über ein nachlassendes Wirtschaftswachstum macht den Marktteilnehmern besonders das Inflationsgespenst Angst. Die Teuerung hat jüngst stark angezogen.

Notenbankvertreter und viele Ökonomen erachten die Inflation als ein kurzfristiges Phänomen, das vor allem auf dem Basiseffekt beruht (die Vergleichszahlen im Vorjahr waren wegen der Pandemie sehr tief) und durch kurzfristige Effekte wie Lieferengpässe und hohe Energiepreise verstärkt wird. Doch mittlerweile häufen sich die Stim-

## Weit hinter Erdölkaktien zurück

S&P-Oil-Index und Nasdaq-100-Index, indexiert, 100 = 31. 12. 2020



men, die vor einer Teuerung warnen, die nachhaltig höher ausfallen werde. Die hohen Einnahmen, die Unternehmen wie Amazon, Google und Facebook in der Zukunft zu generieren beabsichtigen, haben wegen der steigenden Zinsen einen tieferen Gegenwartswert.

Das belastet vor allem hoch bewertete Aktien, die wegen ihres starken Wachstums geschätzt werden. Diese finden sich vor allem im Technologiebereich. Der Nasdaq-100-Index weist ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (Price/Earnings, PE) von 34 auf. Im Schnitt müssen 34 aktuelle Jahresgewinne ver-

dient werden, um den Börsenwert aufzuwiegen. Normalerweise werden die Gewinnerwartungen der kommenden Jahre herangezogen. Da die Aussichten durchgezogen sind und der Sektor gerade «die beste aller Welten» erlebt hat, werden hier die aktuellen Werte herangezogen.

## Technologie bestimmt den Kurs

Einzelne Nasdaq-Protagonisten weisen aber noch deutlich höhere P/E-Verhältnisse auf. Der Videodienst Zoom weist eine P/E-Ratio von 75 auf (Basis ist der Gewinn der vergangenen 12 Monate),

der Grafikchip-Hersteller Nvidia eine von 68. Auch Amazon und Netflix erscheinen mit einem Wert von 61 bzw. 58 sehr hoch bewertet. Die Bewertungen von Microsoft (36), Alphabet (34), Apple (27) und Facebook (23) muten für IT-Werte dagegen bereits moderat an, denn die lange beliebten Leader im Tech-Segment sind bereits in den vergangenen Wochen an der Börse unter die Räder gekommen.

Im Nasdaq-100-Index weisen nur 15 Aktien für die vergangenen dreissig Tage eine positive Performance auf, darunter mit Netflix und Texas Instruments nur zwei Technologieaktien. Titel wie Facebook, Adobe, Zoom, Nvidia und Apple verzeichneten dabei Einbussen im zweistelligen Prozentbereich. Hohe Einbussen mussten auch die an der Nasdaq kotierten Tech-Unternehmen aus China hinnehmen, nachdem die kommunistische Führung die Regulierungsschraube für Social-Media-, Gaming- und E-Learning-Unternehmen drastisch angezogen hatte. Der unberechenbare Kurs der chinesischen Führung ist auch mit ein Grund, weshalb die Wachstumsprognosen innert Wochen deutlich weniger optimistisch aussahen – und das weltweit.

Die Technologietitel sind aber kein Nebenschauplatz, sondern das bestimmende Element des US- und damit des globalen Aktienmarktes. Gemäss Berechnungen von Goldman Sachs hatte noch nie eine Gruppe von Aktien so viel Gewicht wie Facebook, Amazon, Apple, Microsoft und Alphabet, die 22% des US-Marktes ausmachen – und am Montag für 50% des Einbruchs des Leitindex S&P 500 verantwortlich zeichneten.