

Welt ohne Banken

Decentralized Finance eröffnet die Perspektive einer Welt der Kryptofinanzen, in der Banken keine Rolle spielen. Das hat seine Tücken; es stellen sich grundlegende Vertrauensfragen. **TEODORO D. COCCA**

Zu Bitcoin gibt es bisweilen sehr gegensätzliche Meinungen. Das Allerwichtigste ist aber inzwischen fast gänzlich vergessen gegangen: Bitcoin funktioniert. Klingt zunächst nach wenig, ist es aber nicht. Als der Erfinder von Bitcoin unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto im Oktober 2008 das erste Bitcoin-White-Paper veröffentlichte, war es alles andere als klar, dass die darin skizzierten Überlegungen tatsächlich jemals eine reale Umsetzung finden würden. Das, was sich in dem Dokument auf lediglich neun Seiten findet, liest sich zunächst mal als pure anarchistische Utopie. Ein Geldsystem zu entwerfen, das komplett dezentral ohne Banken oder sonstige Finanzinstitutionen funktionieren soll, ist schon mal eine ziemlich verrückte Idee.

Inzwischen wissen wir, dass es Bitcoin tatsächlich gelungen ist, ein technologisches Substitut zum Konstrukt einer Trusted Third Party zu schaffen. Die Funktion der «vertrauensstiftenden» (Noten-)Bank wurde in diesem dezentralen Zahlungssystem substituiert. Man kann nicht genug unterstreichen, wie revolutionär das ist.

Die Welle an Initial Coin Offerings (ICU) und in weiterer Folge von Security Token Offerings (STO) war der erste Versuch, die dezentralisierte «bankenfremde» Welt der Finanzen und damit die Vorzüge der Blockchain-Technologie einem breiteren Anlegerkreis zugänglich zu machen. Inzwischen ist es stiller geworden um diese Neuemissionen von Währungen und Aktien. Kein Wunder, haben Anleger doch viel Geld verloren oder sind gar Betrügnern zum Opfer gefallen.

Das Vertrauensproblem ist also doch nicht ganz gelöst. Eine Aktie lässt sich z.B. inzwischen ohne weiteres in einem digitalen Wertrecht (Token) abbilden, aber damit ist im finanzwirtschaftlichen Sinne noch wenig erreicht. Auch eine tokenisierte Aktie braucht eine Umgebung, die einerseits den Handel erleichtert und andererseits für Investoren eine effiziente Möglichkeit liefert, die Qualität des Vermögenswerts abzuschätzen.

Schutz und Sicherheit gewährleisten

In der klassischen Finanzwelt helfen häufig Banken bei letzterer Funktion. In den Lehrbüchern wird dies als qualitative Gütertransformation bezeichnet. Klingt zunächst mal wenig spektakulär, ist aber sehr zentral. Wenn das Start-up ZBionical (fiktives Beispiel) eine Erstemission von Aktien wagt, ist für einen potenziellen Investor die Bewertung des Unternehmens eine ziemlich unsichere Angelegenheit. Angenommen, der Investor erfährt nun, dass Goldman Sachs die Federführung der

Emission übernimmt. Die Reputation der Bank erhöht in diesem Moment den Wert der Emission, da man davon ausgehen kann, dass Goldman Sachs ein strenges Screening der Börsenkandidaten durchführt, um die eigene Reputation zu schützen. Voilà, die Qualität der Aktie wurde durch die Bank «transformiert».

Zweifellos kann der Emissionsprozess technisch in Form eines STO sehr effizient abgebildet werden. Aber eine Emission mit einem solchen Gütestempel zu versehen, gelingt in einem dezentralen System so einfach nicht. Dazu braucht es alternative Mechanismen oder Institutionen, die ihr Reputationskapital einsetzen und dadurch die Qualität der Emission signalisieren. Vertrauen ist und bleibt also doch eine Frage der Trusted Third Party, ohne sie funktioniert es auch in der schönen neuen Kryptowelt nicht. Nach klassischer ökonomischer Anreizwirkung kann die Qualität der Emissionen rapide abnehmen, wenn die guten Emittenten den Kryptomarkt zu meiden beginnen.

Es gilt also zu unterscheiden zwischen dem Vertrauen in die Grundfunktionalität der Trägertechnologie (Blockchain) und Vertrauen in das übergeordnete Ökosystem mit all seinen Checks and Balances. Ohne Zweifel ist das moderne Bankensystem nicht zu 100% sicher, auch darin gibt es Verluste und Mängel. Ein dichtes Netzwerk an institutionellen Mechanismen versucht aber, Sicherheit, Stabilität und Reputation der Banken zu sichern: Aufsichtsbehörden, Einlagensicherung, Eigenmittelvorschriften etc. bis hin zur staatlichen Rettung während einer systemischen Krise. Genau dieses eng geknüpfte und erprobte Sicherheitsnetz ist ein grosser Wettbewerbsunterschied zur dezentralen Welt der Kryptofinanzen.

Die Kryptowelt war bisher sehr darauf bedacht, die technologische Entwicklung voranzutreiben. Sie wird aber nicht darum herumkommen, sich den weniger spektakulären, aber gewissermassen viel wichtigeren Schutz- und Sicherheitsinstrumenten zur Wahrung der Marktintegrität zu widmen. Zu diesem Zweck könnte der Anschluss an die etablierten Aufsichtsinstitutionen aktiv gesucht werden, oder aber es werden auch hier neue Institutionen oder technologische Alternativen entwickelt. Im Markt lässt sich beobachten, dass z.B. Kryptobanken oder Kryptobörsen genau dieses Reputationskapital aufzubauen versuchen, um in weiterer Folge als Trusted Third Party fungieren zu können.

Finanzplätze versuchen, gesetzgeberisch den Rechtsrahmen an das neue Ökosystem anzupassen. Natürlich wäre die damit verbundene Symbiose der beiden Welten

die naheliegende Lösung. Doch andere Pfade sind auch denkbar. Folgt auf die Idee einer dezentralen Finanzwelt eine dezentrale Aufsicht? Lassen sich Eigenmittelvorschriften durch ausgeklügelte Smart Contracts substituieren? Könnten Bots, die als selbständige Programme den digitalen Raum überwachen und auffällige Trades, Unternehmensdaten oder Chatverläufe aufstöbern, die neue dezentrale Waffe gegen Marktmanipulation sein?

Krypto-Crash als Bewährungsprobe

Die neue Kryptowelt hat noch keine wirkliche grosse Bewährungsprobe bestehen müssen, weshalb das Fehlen eines Sicherheitsnetzes noch nicht in der Breite sichtbar geworden ist. Ganz im Gegenteil, die vergangenen Jahre waren eher getrieben von boomenden Märkten und hoher Risikobereitschaft. Kurskorrekturen der Kryptowährungen gab es immer wieder auf dem steilen Weg nach oben, aber zu Zeiten, in denen die Investorenbeteiligung vergleichsweise gering war. Inzwischen investieren immer mehr Private und auch Institutionelle in Krypto-Assets. Die letzten Wochen haben Zweifel über den weiteren Preisverlauf der Kryptowährungen aufkommen lassen, und viele der erst kürzlich hinzugekommenen Investoren dürften inzwischen auf beachtlichen Verlusten sitzen. Das Abwärtspotenzial gerät nun vermehrt in den Mittelpunkt.

Eine echte Vertrauenskrise, in der die Anleger die Integrität des Marktes in Frage stellen, wäre der ultimative Lackmestest. Wird ein dezentrales System genügend innere Widerstandskraft generieren können? Im Falle eines Krypto-Run (ähnlich einem Bank-Run) könnte sich das Fehlen stabilisierender Institutionen oder Mechanismen als ein gewichtiger Nachteil entpuppen.

Solche Bewährungsproben für neue Technologien und ihre Ökosysteme gehören zu einem Innovationsprozess und stellen auch eine Chance dar. So könnte sich für die Branche die Einsicht in die Notwendigkeit eines Sicherungssystems, von Mindeststandards oder von Überwachungsinstitutionen durchsetzen. Das kann von innen heraus oder aber durch Intervention etablierter Regulatoren und eine strenge Direktunterstellung unter das bestehende Aufsichtsregime geschehen.

Satoshi Nakamotos White Paper hat die wohl grösste Innovationskraft im Banking in Bewegung gesetzt, die diese Bankergeneration je erlebt hat. Doch auch spektakuläre technische Zukunftsvisionen scheinen zutiefst mit den subtilen – bisweilen mysteriösen – psychologischen Aspekten des Vertrauens verknüpft zu sein. Hier haben klassische Banken allen Unkenrufen zum Trotz weiterhin einen oft unterschätzten Vorteil. Eine Welt ohne Banken ist deshalb (noch) keine bessere Welt für Anleger oder Sparer.

Teodoro D. Cocca ist Professor für Wealth und Asset Management an der Johannes-Kepler-Universität in Linz und Adjunct Professor am Swiss Finance Institute.



«Kryptobanken oder -börsen sind daran, Reputationskapital aufzubauen.»

Gute Stimmung

Von Zeit zu Zeit blicke ich an dieser Stelle auf den US-Volatilitätsindex Vix.

Der Angstbarometer genannte Gradmesser ist ein Indikator dafür, wie die Stimmung im Markt ist. Ein hoher Vix bedeutet Angst vor Kursverlusten, ein niedriger Gelassenheit. Mitte Februar fiel der Vix zum ersten Mal seit langer Zeit unter 20. In den schlimmsten Zeiten der Pandemie stand er auf 80.

20 bedeutet zwar noch immer leichte Nervosität, doch steht der Wert auch für relativ geringe Kursschwankungen. Das ist durchaus ein gutes Zeichen. Im Moment notiert das Angstbarometer auf 16 und ist damit annähernd auf dem niedrigsten Stand seit Beginn der Pandemie. Das beruhigt mich. Zwar gilt der Vix nicht per se als Kristallkugel für den Aktienmarkt, sondern bildet die Stimmung im Moment ab, doch es gibt schon einige Beobachtungen, die hilfreich sind.

Steht der Vix zwischen 15 und 20, dann dürfen sich die Anleger recht sicher fühlen. Doch bewegt er sich darunter, sollte man vorsichtiger werden. Warum? Einige Investoren fangen bei Werten um 12 an, ihr Portfolio umzuschichten, und genau das kann auf die Kurse drücken. Dann kann die Luft für zyklische Aktien dünner werden.

Beobachten Sie den Vix. Ein sprunghafter Anstieg wäre Grund zur Sorge, doch möglicherweise ist es dann bereits zu spät. Ich erwarte jedoch keinen deutlichen Anstieg in den nächsten Monaten. Am ruhigsten schlafe ich, wie im Moment, mit einem Vix, der um 15 notiert. Einen Fehler sollten Sie allerdings nicht begehen, falls das Angstbarometer mal Richtung 10 steuert: Reduzieren Sie Ihre Aktienquote nicht, sondern schichten Sie lediglich um und stellen Sie sich defensiver auf.



JAN SCHWALBE
Chefredaktor
zum Thema
Volatilitätsindex

Zentrale Personenfreizügigkeit

Enorm wichtig etwa für das Gesundheitswesen. **PETER MORF**

Die Coronakrise hat nicht nur im hiesigen Arbeitsmarkt markante Spuren hinterlassen, sondern auch in den Wanderungsbewegungen von ausländischen Arbeitskräften. Die Wirkungsrichtung ist allerdings nicht einheitlich: Wegen der aus den Coronamassnahmen resultierenden Rezession hat der Wanderungssaldo im vergangenen Jahr abgenommen. Gemäss dem jüngsten vom Staatssekretariat für Wirtschaft Seco veröffentlichten Observatoriumsbericht zum Freizügigkeitsabkommen Schweiz – EU ist der Saldo 2020 im Vorjahresvergleich etwa 10% auf 47 400 Personen gesunken. Das ist der niedrigste Wert der vergangenen fünfzehn Jahre.

Gleichzeitig zeigt der Bericht die enorme Bedeutung der Personenfreizügigkeit für gewisse Branchen wie etwa das Gesundheitswesen auf. Die Branche stand in der Coronakrise naturgemäss im Zentrum des Interesses. Von den rund 540 000 Beschäftigten stammten 22% aus den EU/Efta-Staaten. Von den Fachärzten kamen rund ein Drittel und von den Allgemeinpraktikern 31% aus dem EU/Efta-Raum. Beim Pflegefachpersonal betrug der Anteil knapp 20%.

Diese wenigen Zahlen zeigen die enorme Bedeutung der Personenfreizügigkeit für das Gesundheitswesen. Ohne ausländische Arbeitskräfte wäre es in der Krise sehr rasch völlig überlastet gewesen. Ähnlich gross ist die Bedeutung von Arbeitskräften aus dem EU/Efta-Raum etwa für die Branchen Gastronomie/Tourismus oder auch für den Bau. Für diese Branchen legt das Seco keine detaillier-

ten Zahlen vor, aber auch sie wie zudem weitere Wirtschaftszweige dürften ohne ausländische Arbeitskräfte kaum mehr funktionsfähig sein.

Das wirft die Frage nach der Zukunft des Freizügigkeitsabkommens mit der EU nach dem Scheitern des Institutionellen Rahmenabkommens (InstA) zwischen der Schweiz und der EU auf. Wie Staatssekretärin Marie-Gabrielle Ineichen-Fleisch vor den Medien festhielt, hat die EU diesbezüglich noch keine Signale ausgesendet; sie will intern in der zweiten Jahreshälfte aktiv werden.

Die Bedeutung des Abkommens wird auch hierzulande bisweilen unterschätzt. Von den rund 5,1 Mio. Erwerbstätigen in der Schweiz stammt etwa ein Viertel aus dem EU/Efta-Raum. Die Aussage ist nicht vermessend: Ohne diese Arbeitskräfte würde in der Schweizer Wirtschaft wohl nicht mehr allzu viel normal funktionieren.

Immerhin: Die Zahl der knapp 1,3 Mio. Erwerbstätigen aus dem EU/Efta-Raum ist auch für die EU von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Das gilt umso mehr, als sehr viele dieser Arbeitskräfte hoch qualifiziert sind und entsprechende Löhne verdienen. Dessen ist sich die EU sicher bewusst.

Das gibt der Schweiz durchaus ein starkes Argument in die Hand für die irgendwann anstehenden neuen Verhandlungen mit der EU. Bern muss diesen Trumpf – und andere – gezielt nutzen. Dann könnte sich der Schaden für die Schweiz aus dem Scheitern des InstA wohl in Grenzen halten.

Aktuell auf www.fuw.ch

FuW CS fürchtet Aktivisten

Die Grossbank soll gemäss Medienberichten nach den jüngsten Debakeln fürchten, zum Ziel von Aktivisten oder einem unermesslichen Konkurrenten zu werden. Nach Einschätzung von FuW ist beides aber unwahrscheinlich.

www.fuw.ch/260621-1

Coltene weiterhin schwungvoll unterwegs

Der Dentalbedarfshersteller rechnet für das erste Semester mit einem 40% höheren Umsatz. Für das Gesamtjahr wird ein Umsatz von 270 bis 280 Mio. Fr. erwartet, 5 bis 8% mehr als 2019, sowie eine operative Marge von mindestens 15%.

www.fuw.ch/260621-2

Auch Huber+Suhner erhöht die Prognosen

Das Elektronikunternehmen erwartet für 2021 neu einen zweistelligen Umsatzzuwachs und eine Betriebsmarge oberhalb des mittelfristigen Zielkorridors von 8 bis 10%. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 19 sind die Titel ein Kauf.

www.fuw.ch/260621-3

Mehr Korrelation heisst weniger Diversifikation

Die Korrelation von Aktien und Staatsanleihen hat sich deutlich erhöht. Wenn es zu einem Ausverkauf am Aktienmarkt käme, würden Bonds wohl wenig Schutz bieten – die Diversifikation durch eine Mischung der Anlageklassen fiele weg.

www.fuw.ch/260621-4

FuW-Apps



Behalten Sie täglich von morgens bis abends den Überblick über Wirtschafts- und Finanzthemen mit dieser neuen News-App von «Finanz und Wirtschaft». Lesen Sie aktuelle Artikel, Hintergründe und Beiträge, die es nur in der App gibt.



Die neue e-Paper-App von «Finanz und Wirtschaft» bringt die Zeitung im gewohnten Layout auf Ihr Smartphone oder Tablet. Die App bietet einen Lesemodus, einfache Navigation dank Zeitungsübersicht und ein ausführliches Ausgabenarchiv.

Beide Apps sind für FuW-Abonnenten gratis. Jetzt downloaden.

FINANZ und WIRTSCHAFT invest



Jetzt können Sie in das **FuW-Eco-Portfolio** investieren, und zwar ganz einfach mit einem Anlagezertifikat, das an der Börse SIX Swiss Exchange gehandelt wird. Wir sind überzeugt, dass Unternehmen, die eine CO₂-Reduktionsstrategie verfolgen, an der Börse besser abschneiden als andere.



Ebenfalls gibt es das **FuW-Risk-Portfolio** als Zertifikat. Unser Portfolio setzt seit 25 Jahren erfolgreich auf vielversprechende Schweizer Aktien mit dem gewissen Kick. Beim Investitionsentscheid gilt ein kurzer bis mittlerer Anlagehorizont, um auch von Spezial-situationen zu profitieren.



Abgerundet wird unser Angebot vom **FuW-Value-Portfolio** mit internationaler Ausrichtung. In der seit über zehn Jahren geführten Auswahl stehen reizvolle Value-Aktien mit Fokus Nordamerika und Europa.

Valorennummer: 37 270 456
Mehr Infos zu allen Portfolios finden Sie auf fuw.ch/invest