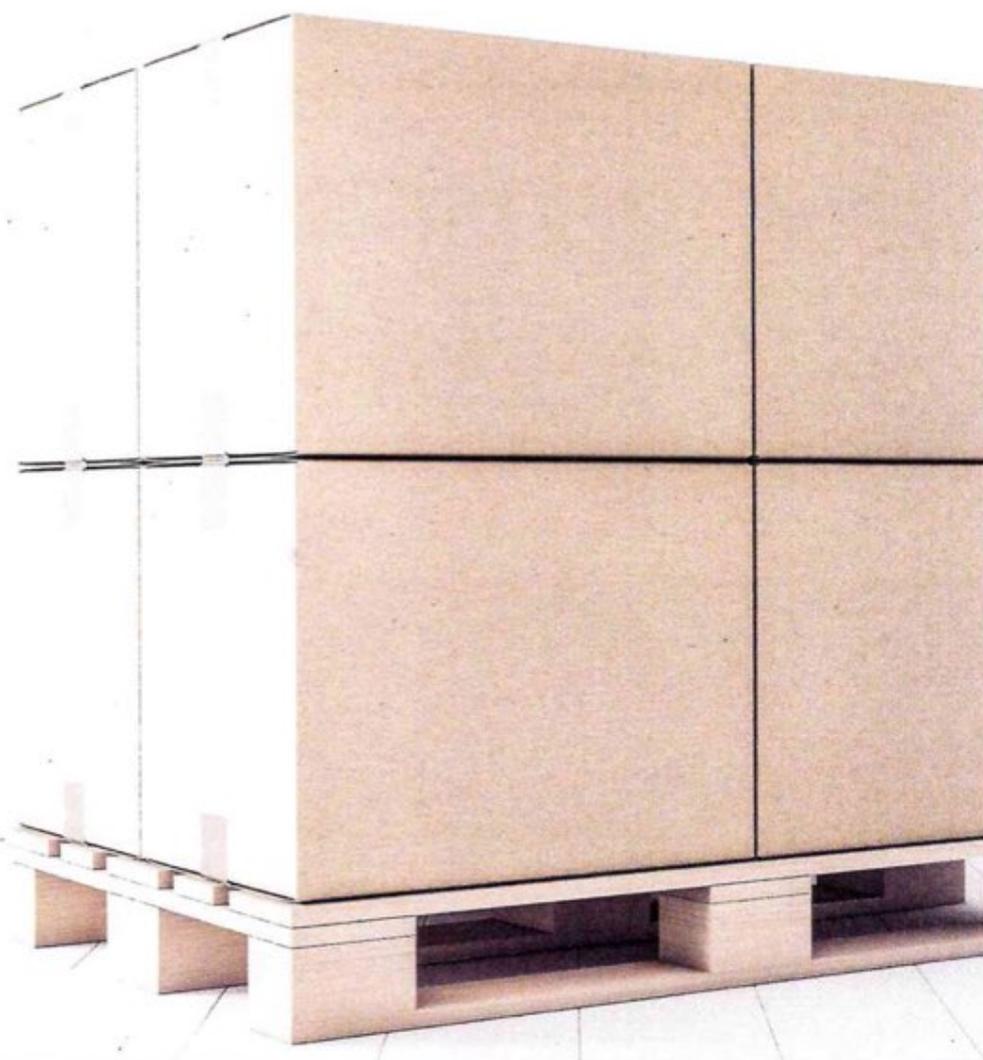


BANKENPAKET VOR FINALISIERUNG ÜBERARBEITUNG VON CRR UND CRD



Euro 15,00

Outsourcing Tipps zu Auslagerungen in die Cloud

Smart Contracts Daten sind das neue Öl

FinTech-Serie CrossLend

KRYPTOWÄHRUNGEN

Gekommen, um zu bleiben

Der Bitcoin ist mittlerweile ein fester Teil des globalen Zahlungssystems geworden. Seit dem Start des Bitcoin-Netzwerks vor mehr als zehn Jahren hat nicht nur die Zahl der Transaktionen zugenommen. Auch die Menge der Diskussionsbeiträge rund um das Thema wächst stetig. Die zentrale Frage dabei lautet: Sind Kryptowährungen wirklich zukunftsfähig oder nur ein kurzweiliger technologischer Hype?



Die Reaktionen und Erwartungen bei Kryptowährungen fallen immer noch sehr unterschiedlich aus. Während einige Investoren sie nutzen, um ihr Ertrags-Risiko-Profil zu verbessern, ihre Portfolien zu diversifizieren und damit Risiken traditioneller Anlagen in Anleihen und Aktien zu reduzieren, halten sich andere Akteure zurück. Sie sehen in Kryptowährungen nur einen gefährlichen Hype und verweisen immer wieder auf die Dotcom-Ära und deren krachendes Ende. Zusätzlich führen sie Marktmanipulationen, Geldwäsche und Hackerangriffe als Gegenargumente ins Feld und prophezeien ein schnelles Ende des Hypes. Gerade die Kursrallye des Bitcoin im vergangenen Jahr dient ihnen als Indiz für das bevorstehende Ende.

Die Befürworter verweisen hingegen darauf, dass der Bitcoin widerstandsfähig sei und sich von Kursrückschlägen stets erholt habe. Die derzeitige Baisse werde er auch überstehen. Das Auf und Ab des Bitcoin sei vergleichbar mit den klassischen Lebenszyklen neuer Erfindungen und auch neuer Assetklassen. Daher ist eine professionelle und sachorientierte Analyse dringend erforderlich. Klar ist, dass nicht alle 2.000 der zurzeit existierenden Kryptowährungen langfristig bestehen werden. Vielmehr offenbaren bereits heute nur wenige die Substanz, um sich dauerhaft am Markt zu behaupten.

Bitcoin & Co - Der Faktencheck

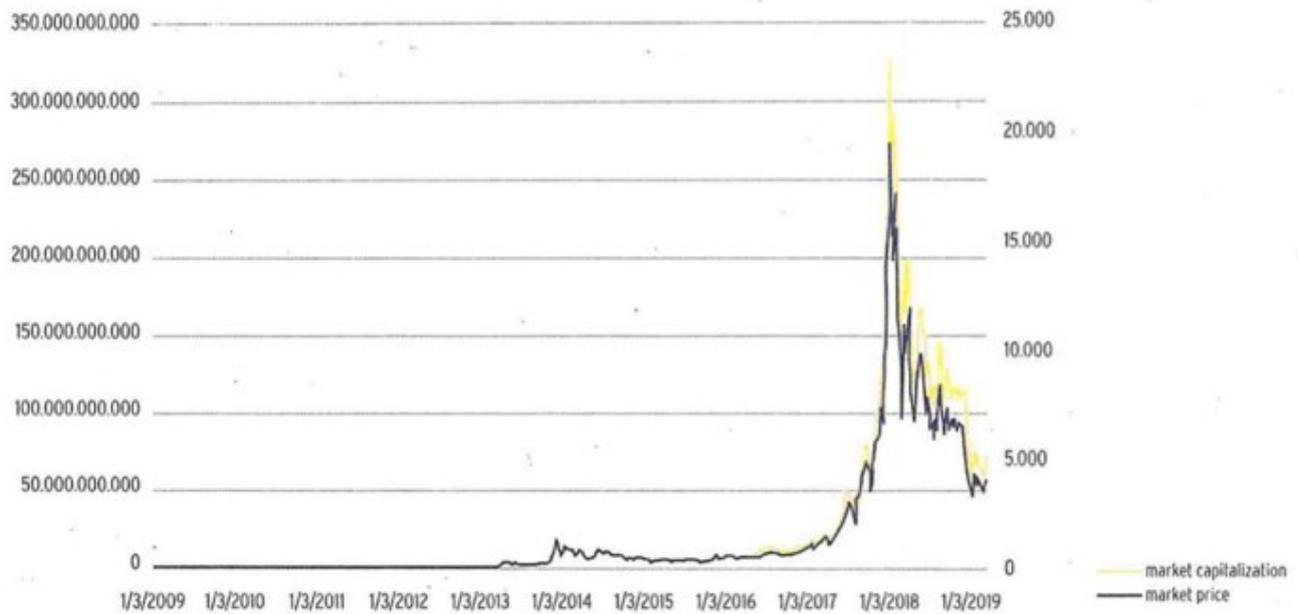
Schon heute ist klar, dass Bitcoin ab dem Jahr 2024 die härteste von Menschenhand geschaffene Währung sein wird. Denn trotz steigender Nachfrage ist die Geldmenge limitiert. Nach einer festgelegten Anzahl von Blocks wird die Schürfmenge halbiert, was etwa alle

vier Jahre zu einer Halbierung der neugeschaffenen Geldmenge führt. Der Bitcoin-Algorithmus ist so gestaltet, dass immer weniger Bitcoins erstellt werden – bis zu dem Punkt, an dem die maximale Anzahl erreicht ist. Im Gegensatz zu den traditionellen Zahlungsmitteln (Fiatwährungen) lassen sich Bitcoins nicht einfach nachdrucken. Ihre Zahl ist auf maximal knapp 21 Mio. begrenzt. Selbst die Goldmenge steigt jährlich zwischen 1,5 und zwei Prozent.

Der Kryptomarkt hat ein turbulentes Jahr 2018 hinter sich. ► 1 Lag die gesamte Marktkapitalisierung zeitweilig bei einem Allzeithoch von rund 320 Mrd. US-\$, fiel sie zwischen durch auf unter 100 Mrd. \$. Bitcoin steht dabei häufig synonym für den gesamten Kryptomarkt. Mit einer Marktkapitalisierung von mehr 50 Prozent nimmt Bitcoin sicherlich die Rolle der Leitwährung an. Gemeinsam mit Ethereum und Ripple liegt der Anteil bei rund 90 Prozent. Andere Währungen wie EOS, Litecoin, Stellar und Binance Coin führen dagegen nur ein Nischendasein. Trotz der medialen Präsenz, des rasanten Wachstums und der entsprechenden Perspektiven sind Marktanteil und Bedeutung der Kryptos im Vergleich zum gesamten Finanzmarkt zu relativieren. ► 2

Der Kryptowährungsmarkt ist nur ein Bruchteil des Goldmarkts und erst recht des Aktien- und Derivatemarkts wert. Grob gerundet lässt sich die Aussage treffen, dass der Goldmarkt rund das 25-Fache, der Aktienmarkt das 600-Fache und der Derivatemarkt das 4.000-Fache wert ist. Während das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen aktuell nur einem Bruchteil des Volumens etablierter Wertpapierbörsen entspricht, sind deren

1 | Bitcoin Price and Market Capitalization



Wachstumsraten enorm. Bemerkenswerterweise liegt das außerbörslich gehandelte Volumen von Fiatwährungen weltweit um ein Vielfaches über dem börslichen Wertpapierhandel, zum Beispiel das Zwölfwache im Vergleich zu den drei größten Börsen: New York Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange und London Stock Exchange.

Handel im Wandel

Trotz der Turbulenzen ist insbesondere Bitcoin mittlerweile ein Teil des globalen Handels- und Zahlungssystems geworden. Auf mehr als 2,2 Bio. US-\$ in Bitcoin summiert sich der Handel auf verschiedenen Börsen in unterschiedlichen Währungspaaren (zum Beispiel Bitcoin/€, Bitcoin/US-\$, Bitcoin/ETH). Beim Transaktionsvolumen befindet sich die Kryptowährung inzwischen auf Augenhöhe mit Anbietern wie Mastercard sowie Paypal und hat Western Union überholt.

Ein spürbarer Fortschritt ist beim Bitcoin-Netzwerk hinsichtlich Skalierung und Geschwindigkeit zu erkennen. Ein Beispiel ist das sogenannte Lightning-Network, das auf der Bitcoin-Blockchain aufbaut und nahezu kostenfrei Soforttransaktionen für echte Zahlungen ermöglicht. Es handelt sich hierbei um

eine optionale Zahlungsmethode, falls weder Kreditkarten noch Paypal verfügbar sind. Frühzeitige Anwender wie etwa Online-Händler können damit kostengünstig neue Märkte erschließen.

Trotz aller Unsicherheiten ist zurzeit eine Aufbruchstimmung zu erkennen. Denn immer mehr Marktteilnehmer treten in den Markt ein: Über 100 Kryptowährungsbörsen, Security-Token-Plattformen, institutionelle Anleger (etwa Hedgefonds und Vermögensverwalter) und auch eine wachsende Zahl von Privatanlegern und Online-Händlern investieren in Kryptowährungen. Auch Internetkonzerne wie Amazon, Google und Alibaba prüfen, tiefer in das Kryptogeschäft einzusteigen. Etablierte Fondsanbieter und Banken passen ihre Produktstrategien nach und nach an.

Ein weiterer Beleg: Bedeutende institutionelle Anleger wie Black Rock, Wellington Asset Management und Soros Fund Management haben für die Zukunft weitere signifikante Investments in Kryptowährungen angekündigt.

Während manche Projekte reüssieren, müssen andere ihre Dienste einstellen. Zu letzteren zählt auch die Nischenbörse liqui.io.

Obwohl sie viele Tokens (fiktive Gegenstände, deren Technologie auf der Blockchain beruhen) angeboten hatte, insbesondere den offiziellen Ethereum-Standard-ERC20-Token, hat sie sich kürzlich vom Markt zurückgezogen. Ein vielbeachtetes Projekt plant der große Börsenbetreiber Intercontinental Exchange (ICE) gemeinsam mit Starbucks, Microsoft und dem Beratungsunternehmen Boston Consulting Group. Unter dem Namen Bakkt ist ein Dienst für den Handel und die Verwahrung von digitalen Vermögenswerten geplant. Vorgesehen ist ein globales Netzwerk, in dem Privatanleger und institutionelle Investoren digitale Assets kaufen, verkaufen und lagern können.

In Deutschland nimmt die Stuttgarter Börse eine Vorreiterrolle ein. Die Tokenisierung (Aufteilung) von Rechten und Vermögenswerten in digitale Assets soll es der Börse erlauben, neue Geschäftsfelder zu erschließen und zentrale Services entlang der Wertschöpfungskette künftig selbst anzubieten. Ein erster Erfolg ist die bereits verfügbare App Bison, die einen einfachen Zugang zum Handel mit Kryptowährungen schafft. Zeitnah folgen sollen eine Plattform für sogenannte Initial Coin Offerings (ICO), über die Unternehmen mit

standardisierten Abläufen Token ausgeben, sowie ein multilateraler Handelsplatz für Token und Kryptowährungen. Abschließend stellt die Börse Lösungen für die sichere Verwahrung von digitalen Assets bereit.

Das Ziel der Börse Stuttgart besteht darin, als etablierter Marktakteur auch Standards zu setzen, die zur Akzeptanz der neuen Assetklasse beitragen. Zudem wollen die Deutsche Börse und der Telekomkonzern Swisscom in Zusammenarbeit mit dem FinTech Sygnum eine digitale Asset-Plattform aufbauen. Die ersten Produkte der Kryptobörse sollen noch im Laufe dieses Jahres eingeführt werden.

Zur Zukunft der Kryptowährungen

Die aktuellen Entwicklungen lassen erkennen, dass nur ein Bruchteil der heute gehandelten Währungen neben traditionellen Währungen existieren können. Ein entscheidender Erfolgsfaktor ist dabei, dass sie bestehende Friktionen und Ineffizienzen auf den globalen Finanzmärkten aushalten. Insbesondere das vergangene Jahr hat gezeigt, dass Vertrauen, Angebot und Nachfrage sowie die Liquidität wesentlich die Akzeptanz und Nachhaltigkeit einer Kryptowährung beeinflussen. Darüber hinaus kommt es auch auf die Wert- und Nachhaltigkeit der Technologie an, um den langfristigen Erfolg einer Kryptowährung einschätzen zu können. Der Bitcoin-Algorithmus ist etwa so gestaltet, dass die Inflation ab 2020 mit der von Gold gleichzieht und ab 2024 sogar unter die Inflation von Gold sinkt und konstant weiter fallen wird – bis die Inflation schlussendlich bei null Prozent ankommt. Das bietet keine Fiatwährung.

Neben den Kryptowährungen selbst ist auch der Handel mit Derivaten auf diese aktiv angelaufen. Für Optionen auf Bitcoin werden aktiv Preise quotiert wie etwa auf der Handelsplattform Deribit, meist in der Form von



impliziten Volatilitäten für mehrere Ausübungspreise über verschiedene Laufzeiten bis zu einem Jahr. Diese Volatilitäten liegen mit circa 80 Prozent relativ hoch – im Vergleich zu acht Prozent bei €/US-\$-Kurs oder 30 Prozent bei gängigen Aktienindizes.

Wer Kryptogeld als strategisches Thema angeht, sollte die folgenden drei Faktoren eingehend betrachten:

1. Vertrauenswürdige Preisbildung

Für Kryptoprodukte, die von einer breiten Masse akzeptiert werden sollen, ist eine vertrauenswürdige, nicht manipulierbare Preisbildung essenziell. Noch besteht hier aber Handlungsbedarf. Erforderlich sind Transpa-

renz über Handelspreise und -volumen, hinreichende Liquidität, um vorliegende Kauf- und Verkaufsaufträge umgehend auszuführen, sowie Bewertungs- und Risikomessungspräzision und Regulierung. Es existiert aktuell noch kein belastbares finanzmathematisches Verfahren für eine umfänglich vertrauenswürdige Preisbildung für Kryptowährungen. Auch wenn die Bewertungs- und Preisbildungsmodelle aus anderen Assetklassen generell verwendet werden können, ist die hohe Volatilität der Kryptos eine Herausforderung.

Immerhin sind erste Fortschritte erkennbar: Der Versuch, regulierte Kryptobörsen zu etablieren, Kryptoderivate zu bewerten und korrespondierende Sicherheiten zu mana-

2 | Kryptowährungen



gen, weist in die richtige Richtung. Einhergehend mit einer größeren Marktreife löst sich dann auch die Problematik der großen Volatilitäten auf. Regulierte Kryptowährungsbörsen und die Zulassung der Kryptoprodukte zum Börsenhandel erfüllen diese Kriterien per Definition.

2. Die technologisch-ökologische Dimension

Ein zentraler Kritikpunkt bleibt das Energiethema. Denn das Schürfen (Mining), also der Abbau und die Aufbereitung von Kryptoassets unter Ausführung einer kryptographischen Hashfunktion, erfordert eine hohe Rechenleistung und damit Energie – jedenfalls auf öffentlichen Blockchains. Beim Bitcoin sinkt diese Energie aber dank des spezifischen Algorithmus, weil immer weniger Bitcoins geschürft werden. Für Banken besser geeignet sind etablierte Private Blockchains – nicht nur aus energetischen Gründen, sondern auch aus Datenschutzgründen.

Während die Debatte über Energieverbrauch und Emissionen weitergeht, nutzen viele Akteure die Blockchain-Technologie, um den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Weltwirtschaft zu beschleunigen. In Norwegen zum Beispiel nutzen Mining-Unternehmen nachhaltige Energiequellen wie Wasserkraft.

3. Regulatorische Dimension

Auch Kryptowährungen unterliegen aufsichtsrechtlichen Vorgaben. Allerdings erschwert die dezentrale Natur der Kryptoökonomie

die Definition rechtlicher Rahmenbedingungen. Zu klären ist vor allem, unter welchen Aufsichtsrahmen die diversen Kryptowährungen und Tokens fallen. Kryptowährungen sind Zahlungsmittel, die allein auf einer Software basieren, auf einer globalen, praktisch fälschungssicheren Datenbank (Blockchain). Aktienähnliche Security (Investment) Tokens (Wertpapertokens), die im Rahmen von Security Token Offerings (STO, bei diesem Kryptobörsengang steht ein Wertpapier als Sicherheit hinter den ausgegebenen Tokens) begeben werden, sind strenger zu regulieren als Utility Tokens (Verwendungstokens), die durch Initial Coin Offerings, ähnlich einem Gutschein oder Bonuspunkten, lediglich einen Zugang zu einem geplanten Service gewähren.

Security (Investment) Token müssen analog zum Wertpapierrecht am Vorbild klassischer Börsengänge geregelt werden. Prospekte (Whitepaper) müssen verpflichtend durch die Aufsicht geprüft und genehmigt werden. Die Anbieter haften dann entsprechend. Hybride Tokens bedürfen ebenfalls klarer Regelungen. Die Klärung schreitet langsam voran, und es herrscht noch nicht einmal Einigkeit unter den Aufsichtsbehörden. Dass in den USA die Aufsichtsbehörden sogar untereinander uneins sind über die wahre Natur der virtuellen Kryptoassets, ist kein Einzelfall. Dies ist in anderen Ländern ebenso zu beobachten wie die unterschiedlichen Sichtweisen von Politik, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden.

Noch ist auch keine einheitliche Linie in der EU erkennbar. Zurzeit existieren lediglich

ationale Initiativen parallel zum Ansatz der Europäischen Bankaufsichtsbehörde (EBA). Damit sind Probleme vorprogrammiert, etwa bei Themen wie Anleger-/Verbraucherschutz, operative Belastbarkeit der Marktteilnehmer sowie gleicher Wettbewerb.

Dabei sind sehr unterschiedliche Aspekte zu regeln. Neben dem Verbraucher- und Anlegerschutz gilt es, Geldwäsche, Terrorismusfinanzierung und Steuerhinterziehung zu verhindern sowie die Marktintegrität und die IT-Sicherheit zu gewährleisten. Die aktuelle Unsicherheit und Unklarheit müssen schnellstens beendet werden.

Dabei hängt viel von einer deckungsgleichen Vorgehensweise ab. Der Wunsch nach einheitlichen europäischen Regeln ist mehr als verständlich. Die Sonderregulierungen in Kleinststaaten wie Gibraltar, Malta, Liechtenstein und Monaco sind dagegen kontraproduktiv. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die europäische Regulierung durchaus Vorbildcharakter besitzt. Insbesondere Asien übernahm zuletzt Vorgaben.

Allen Beteiligten sollte klar sein, dass bestehende Regeln nicht umgestoßen werden beziehungsweise substanziell erweitert werden. Die International Token Standardization Association (ITSA) leistet aktuell einen wichtigen Beitrag zur Standardisierung und klassifiziert Tokens und Kryptowährungen trennscharf mit der Vergabe einer Token Identification Number (ITIN) analog zur Wertpapierkennnummer (WKN) und zur International Security Identification Number (ISIN) aus dem Wertpapierbereich.



Während das Blockchain-Start-up Bitbond als erstes deutsches Unternehmen eine Genehmigung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erhalten hat, um ein digitalisiertes Wertpapier auf den Markt zu bringen (Deutschlands erstes Security Token Offering hat am 11. März 2019 begonnen), setzte die BaFin der Kryptobranche ein Warnsignal mit dem Stopp des Initial Coin Offerings des Münchner Start-ups Rise. Dieses setzt Handelsstrategien auf Basis Künstlicher Intelligenz um. Die Entwicklungen werden mit großer Aufmerksamkeit beobachtet, da die BaFin bislang eher als passiver Beobachter wahrgenommen wurde.

FAZIT

Im Zuge der Digitalisierung setzt sich insbesondere die jüngere Generation intensiver mit Kryptowährungen und der Blockchain-Technologie auseinander. Sie entwickelt ein gänzlich anderes Verhältnis zu Konten, Zahlungen, Geldanlagen, Banken und virtuellen Finanzdienstleistern als die ältere Generation. Einzelne Kryptowährungen kommen und gehen, aber die Blockchain-Technologie bleibt. Selbst die Bundesregierung hat nun den ersten Entwurf einer Blockchain-Strategie vorgelegt. Daher ist es vonnöten, ein Eco-System zu etablieren, das einen regulierten Markt zulässt. Dabei wird es Investments (Kryptowährungen, Tokens) geben, die die definierten individuellen Kriterien der Anleger und Investoren mal besser und mal schlechter erfüllen.

Autor



Frank Thole ist Partner bei der WSP&X Unternehmensberatung. Der Diplom-Kaufmann verfügt über 30 Jahre Berufserfahrung in der Bank- und Finanzindustrie.