

# Winter in Cryptoworld

**Bitcoin** Der Hype um Kryptowährungen hat sich durch die FTX-Pleite empfindlich abgekühlt. Nichtsdestotrotz bereiten sich die Anleger auf den nächsten Kryptofrühling vor. Es gibt Argumente, die dafür sprechen.

von ERICH GERBL





**V**or zehn Jahren investierte Daniel Gutenberg erstmals in Bitcoin. Seinen Freunden riet der Einhornjäger damals, einen Teil ihres Vermögens in diese damals noch weitgehend unbekannt Technologie zu stecken. Einige folgten seinem Rat, die meisten davon haben jedoch längst verkauft. Gutenberg hat seinen digitalen Schatz in all den Jahren nicht angerührt. Dabei wurde sein Glaube an eine Zukunft von Bitcoin und Co. immer wieder auf die Probe gestellt – vergangenes Jahr ganz besonders. Skandale und Betrügereien erschütterten die Industrie, die Kurse brachen dramatisch ein. Umgerechnet 1,4 Billionen Dollar lösten sich an den Kryptomärkten 2022 in Luft auf. Gerade noch im ausgelassenen Frühling brach ein besonders eisiger Kryptowinter über die Branche herein.

#### QUER- UND VORDENKER

Daniel Gutenberg holte die Vordenker der Kryptobranche ins Land. Gemeinsam mit Freunden wie Marc Bernegger oder Nicolo Stöhr rief der gebürtige Zürcher die Crypto Finance Conference (CfC) ins Leben. Seit 2018 pilgern Investoren und Kryptoenthusiasten nach St. Moritz, um den Visionen internationaler Experten zu lauschen. Aus 40 Ländern flogen dieses Jahr Gäste und Spezialisten ein (siehe auch Seite 113). Während Kritiker wieder einmal das nahende Ende von Digitalwährungen ausrufen, war dort im Engadin in der Kryptogemeinde von Verzweigung keine Spur. Changpeng Zhao, der als CZ bekannte Chef der grössten Kryptobörse Binance, war der Stargast an der CfC – und verbreitete jede Menge Optimismus. Während viele in der Kryptobranche abbauen, stellt CZ im grossen Stil ein. Aus 3000 Mitarbeitenden wurden im Vorjahr fast 8000. «Wir bauen 2023 weiter aus, hoffentlich rechtzeitig vor dem nächsten Bullenmarkt», sagt CZ.

Doch auch bei CZ ist nicht alles eitel Wonne. Der gebürtige Chinese spielte in der FTX-Pleite, dem wohl bisher grössten Skandal der jungen Industrie, eine zentrale Rolle. So bat ihn Erzrivale Sam Bankman-Fried kurz vor der Pleite noch um Hilfe. Nachdem CZ die FTX-Bücher geprüft hatte, blies er die Übernahme ab, gab ▶



## „Wir bauen die Zahl der Mitarbeiter 2023 weiter aus, hoffentlich rechtzeitig vor dem nächsten Bullenmarkt.“ Changpeng Zhao, Binance

► bekannt, sich von Beständen der FTX-Kryptowährung FTT im Wert von mehr als 500 Millionen Dollar zu trennen und versetzte Bank-Friedmans Kartenhaus wohl den entscheidenden Stoss.

Bankman-Fried hat das Vertrauen in Kryptoanlagen nachhaltig erschüttert. Dem FTX-Desaster gingen aber ein von den steigenden Zinsen ausgelöster Abverkauf und eine Reihe von Pleiten voraus. Das vom Südkoreaner Do Kwon kreierte Terra-Luna-System brach im Mai 2022 in sich zusammen. Pikanterweise wurde Terra als eng an den Dollarkurs gebundener und damit risikoarmer Stablecoin vermarktet. «Terra Luna war ein riesiger

Schock», sagt Yves Longchamp, Research-Chef bei der auf Kryptoanlagen spezialisierten SEBA Bank. Im allgemeinen Verfall der Kryptokurse ging das Geschäftsmodell des Hedgefonds Three Arrows Capital, der wie sehr viele andere Spekulanten auch mit hohen Hebeln auf Kryptowährungen wettete, nicht mehr auf. Die Dominosteine fielen. Die Pleite des Fonds trieb die Kryptobank Voyager Digital in die Insolvenz. Als Folge der Kursturbulenzen bei Bitcoin und Co. fror die Kryptobank Celsius Mitte Juni die Konten der Kunden ein. Die Megapleite von FTX lieferte der Branche dann ihren Madoff-Moment. «Es waren Sequenzen von schlimmen Ereignissen», sagt Longchamp.

Dabei hatte sich aus der Sicht der Kryptoenthusiasten gerade alles so schön entwickelt. Nach jahrelangem Zögern stiegen die grossen institutionellen Anleger scharenweise in die umstrittene Anlageform ein. Blackrock brachte im April 2022 ihren eigenen Blockchain- und Tech-ETF auf den Markt. Fidelity lancierte in den USA zur selben Zeit auf Bitcoin basierende Produkte für die private Pensionsvorsorge. «Die Branche befand sich am Tipping Point», sagt Christine Moy, Head of Digital Asset Strategy bei Apollo Global Management, einem der grössten Private-Equity-Häuser der Welt. Dann kam Bankman-Fried. Die Vorsichtigen verschreckte der Betrugsfall, den Kritikern lieferte er Munition. Seit Monaten ist die New Yorkerin Moy damit beschäftigt, Kunden zu erklären, dass die FTX-Pleite eigentlich nichts mit der Kryptotechnologie an und für sich zu tun habe, sondern es sich einfach um Betrug handle, wie er in der Finanzindustrie immer wieder vorkomme. Doch die Verunsicherung kann Moy gut nach-

# „Wir müssen noch härter arbeiten, um reale Anwendungen zu entwickeln, damit Krypto wieder als interessant empfunden wird.“ Christine Moy, Apollo

vollziehen: «Sam Bankman-Fried hatte im Krypto-Universum Ansehen.» Sie selbst wusste plötzlich nicht mehr, wem sie in der Industrie vertrauen kann.

Einer, der erst Anfang 2021 Kryptoanlagen in einen Fonds packte und damit relativ spät auf den Zug aufsprang, ist Anthony Scaramucci. Der US-Amerikaner ist weniger für seine Hedgefonds als für sein alltägliches Intermezzo als Donald Trumps Sprecher im Weissen Haus bekannt. Auch er ist auf Bankman-Fried hereingefallen, hat ihm nicht nur vertraut, sondern zu ihm sogar eine persönliche Beziehung aufgebaut. Selbst dessen Vater Joseph Bankman, einen renommierten Universitätsprofessor, traf er. Für 45 Millionen Dollar verkaufte Scaramucci 30 Prozent seines Investmenthauses SkyBridge an FTX Ventures. In dem Deal verpflichtete sich SkyBridge, 40 Millionen Dollar in Kryptowährungen zu investieren. 10 Millionen sollen in die von FTX ausgegebene und nun wertlose Kryptowährung FTT geflossen sein. Auch wenn schwer enttäuscht und um Millionen erleichtert, lässt sich Scaramucci nicht vergaulen. «Schwindel und Betrug gab es schon beim Bau der Eisenbahn. Das Umfeld ist schrecklich. Aber wer nach dem Crash im Jahr 2000 Technologieaktien den Rücken kehrte, hat 22 Jahre mit den besten

Investmentchancen verpasst», sagt er. Die Analogie zur Verbreitung des Internets ist unter Kryptofans häufig zu hören. Sie hoffen, dass sich die Technologie ähnlich stark verbreitet. Geht es nach dem Experten David Johnston, ist die Kryptoindustrie im selben Stadium, in dem sich das Internet im Jahr 1997 befand. Nutzten zu dieser Zeit 150 Millionen Menschen das noch recht träge Internet, sei die Zahl der Menschen, die heute Kryptowährungen besitzen, ähnlich gross.

Kritiker und Zweifler gab es auch damals. Wie heute Krypto wurde das frühe Internet als Sammelbecken für schräge Gestalten und Kriminelle abgetan. Selbst Microsoft-Gründer Bill Gates traute der neuen Technologie keine Zukunft zu.

## DER KRYPTOGLAUBE

Die Verbreitung einer Technologie erfolgt anhand der Adaptionkurve und im Idealfall exponentiell. Läuft aus Sicht der Kryptoindustrie alles nach Plan, wird die Blockchain in ganz viele Anwendungen integriert und wirkt als Standard weitgehend unbemerkt im Hintergrund. «Am Ende gibt es so viele Kryptonutzer wie Smartphones auf der Welt», ist Johnston überzeugt.

Für Aussenstehende stellt sich die Frage, wofür es Krypto braucht, da die Welt ja bereits weitgehend digitalisiert ist und mit den bestehenden Lösungen schon alles reibungslos läuft. Hier kommt eine Art Kryptoglaube, dem Maximalisten anhängen, ins Spiel. Um diesen zu verstehen, muss man in die Anfänge des Internets zurückblenden. In der ersten Phase, dem sogenannten Web1, wurde von allseits verfügbarer, freier Information geträumt. Daten waren in offenen Protokollen dezentral auf Computern rund um den Globus gespeichert. Im Web2 platzte der Traum. Firmen wie Google, Amazon, Facebook und Apple wussten um den Wert der Daten und begannen diese zu kontrollieren. Dass diese Giganten den Zugang beschränkten und dabei mächtiger wurden als Regierungen, stösst gerade Menschen, die viel von

Technologie verstehen, sauer auf. «Wie wichtig Daten sind, ist besonders Tekkies bewusst. Weder der Nutzer noch Regierungen, sondern Menschen wie Jeff Bezos, Mark Zuckerberg oder die Google-Gründer kontrollieren die Daten und damit die Welt. Die Technologiefans fühlen sich betrogen», sagt Dirk Klee. Der Deutsche ist seit dem 1. April 2022 Chef von Bitcoin Suisse, kommt aus der traditionellen Finanzindustrie und musste sich auch erst in dieser Welt zurechtfinden.

Ein erklärtes Ziel des dezentralen Finanzwesens (DeFi) ist es, mit Hilfe der Blockchain-Technologie und der Kryptowährungen, die es zu deren Betrieb braucht, das Internet neu zu erfinden und den Nutzern die Kontrolle über ihre Daten zurückzugeben. Web3 ist das dazugehörige Schlagwort. «Eine neue Dezentralisierung kann die Datenmonopole der US-Technologieriesen brechen. Was Kryptofans erreichen wollen, hat nicht nur hohe technische, sondern auch hohe moralische Standards», sagt Klee.

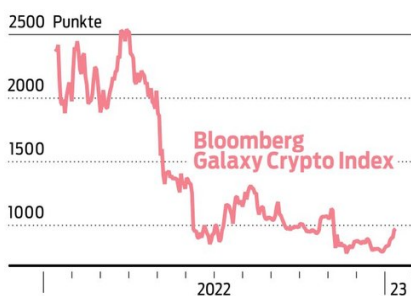
In der Kryptogemeinde gilt Bitcoin als die reine Lehre, das wenige Seiten umfassende Whitepaper des anonymen Verfassers Satoshi Nakamoto als die Offenbarung. Die später von Vitalik Buterin gegründete Blockchain Ethereum stellte zuletzt auf das kaum Energie verbrauchende, aber etwas weniger sichere Konsensverfahren Proof of Stake um und wich daher etwas vom Whitepaper des Bitcoin-Erfinders ab. Bitcoin wird zunehmend auf die Rolle von einer Art digitalem Gold beschränkt. Bei der programmierbaren Kryptowährung Ethereum ist die Palette der Anwendungsfälle ungleich grösser.

Nach dem erfolgreichen Wechsel auf den schnelleren und günstigeren Proof of Stake sind viele Experten für Ethereum besonders optimistisch. Reto Stiffler ist einer davon: «Längerfristig, denken wir, ist Ethereum interessanter als Bitcoin.» Der Fondsmanager hält den Energieverbrauch von Bitcoin für ein Problem. Zudem liefere die älteste Kryptowährung, anders als Ethereum, für ihre Besitzer keine Rendite ab. Bei Ethereum liege die Belohnung für das Staking, bereinigt um die Ausgabe neuer Währungseinheiten, bei rund vier Prozent im Jahr. Und die erwirtschafteten Gebühren von durchschnittlich drei Millionen Dollar dürften laut Stiffler über die nächsten Jahre «kräftig steigen».

Eine neue Technologie ersetzt in der Regel eine alte, wenn sie wesentlich ►

## Abgestürzt

Kryptowährungen haben in den letzten eineinhalb Jahren massiv an Wert verloren.



Per 17. Januar 2023. Quelle: Bloomberg



## „Betrug gab es schon beim Bau der Eisenbahn. Wer 2000 Tech-Aktien den Rücken kehrte, hat 22 der besten Jahre verpasst.“ Anthony Scaramucci, SkyBridge

► besser ist. Kryptofans sind davon natürlich überzeugt, der Allgemeinheit muss dies aber erst einmal bewiesen werden. «Wir müssen uns noch mehr anstrengen, um reale Anwendungsfälle zu entwickeln, damit die Menschen die Assetklasse wieder interessant finden», sagt Expertin Christine Moy.

Die Möglichkeiten sind gross. Der Kern von Kryptoanwendungen basiert darauf, dass zwei Parteien via Blockchain Werte austauschen können, ohne dass sie sich vertrauen oder kennen. Bitcoin entstand zu diesem Zweck, als globale, digitale Währung, die über das Internet getauscht wer-

den kann. Mittlerweile ist die älteste und bekannteste Kryptowährung jedoch als Wertspeicher und weniger als Transaktionsmedium in Gebrauch.

In anderen Blockchains wie Ethereum gehen die Anwendungen weit über den Tausch von Werten hinaus. So lassen sich moderne Kryptowährungen programmieren und mit Verträgen (Smart Contracts) versehen. Zahlungen werden selbstständig ausgelöst, sobald die Bedingung erfüllt ist. Solche Anwendungen fallen unter den Begriff Decentralised Finance. Zu den einfachsten und verbreitetsten zählt das Crypto Lending. So verleihen oder leihen

bereits jetzt viele Anleger über dezentrale Lending-Plattformen wie Aave digitales Geld. Nicht nur Kryptowährungen, sondern auch über Stablecoins auf die Blockchain gebrachte Fiat-Währungen sind dort vertreten.

Wirklich dezentrale Plattformen wie Aave und ihre dazugehörigen Kryptowährungen werden als grosse Gewinner der FTX-Pleite gesehen. Denn durch den FTX-Betrug wurden vielen die Nachteile von zentralen Plattformen schlagartig bewusst. Sie sind von Menschen geführt und daher anfälliger für Betrug. Zentralisierte Dienste wie etwa Kryptobörsen werden häufig benutzt, weil der Zugang gewohnter ist. Nach der FTX-Pleite werden sich wohl viele Kryptoanleger intensiver mit dezentralen Plattformen auseinandersetzen und zumindest ihre eigenen Wallets erstellen. «Die Menschen trauen Menschen immer noch mehr als Technologie, das wird sich in den nächsten 10 bis 15 Jahren ändern», sagt Maerki-Baumann-Chef Stephan Zwahlen.

# „Eine neue Dezentralisierung kann die Datenmonopole der US-Technologie-riesen brechen.“ Dirk Klee, Bitcoin Suisse

Ein Problem von DeFi-Anwendungen und der Kryptoindustrie ganz allgemein ist die Komplexität. Referiert ein Chief Technology Officer einer neuen Kryptowährung über deren Aufbau, verstehen selbst überdurchschnittlich interessierte Investoren häufig nur Bahnhof. SwissBorg-CEO Cyrus Fazel ist ein sportlicher Typ und versuchte sich das Surfen mittels YouTube-Videos beizubringen, ist daran aber gescheitert. «Bei DeFi ist es dasselbe», sagt er. Bis man selbst DeFi-Experte sei, dauere es eben seine Zeit. Zudem werde die Technologie ständig weiterentwickelt. «99 Prozent der Menschheit haben nicht die Zeit dafür», sagt Fazel. Deshalb brauche es noch längere Zeit hybride Modelle.

Lending ist wohl nur eine von sehr vielen Anwendungen, die mit Hilfe der Blockchain-Technologie möglich werden. Auch im Jahr 1998 war erst ein Bruchteil der Anwendungsfälle des Internets bekannt. Das erste YouTube-Video wurde 2005 hochgeladen. Google Maps startete im selben Jahr. WhatsApp wurde erst 2009 gegründet.

In all den Stürmen und drei Kryptowintern hat die Blockchain-Technologie reibungslos funktioniert. «Alle 600 Sekunden kommt ein neuer Bitcoin-Block dazu, unabhängig von den Zinsen und der Volatilität, das ist eine sehr gute Nachricht. Die Blockchain ist verlässlich wie eine Schweizer Uhr», sagt SEBA-Experte Yves Longchamp. Die Bitcoin-Blockchain macht genau das, was man von ihr erwartet. Geht es nach Longchamp, verwechseln viele die Technologie mit der Währung.

**SUCHE NACH DEM FAIREN WERT**  
Kryptofondsmanager Reto Stiffler von SwissRex Crypto Consulting versucht beides unter einen Hut zu bekommen. In seinem Bitcoin-Modell verarbeitet er Variablen wie Realzinsen, Geldmengenwachstum von Fiat und Bitcoin sowie die Bitcoin-Volatilität. Danach wird eine S-Adaptionskurve, wie sie typisch ist für neue Technologien, geschätzt. So führen steigende Zinsen zu einer Verschiebung der gesamten Kurve, und zwar nach unten. Weil die Realzinsen 2022 von minus 1 auf plus 1,5

Prozent stiegen, fiel der von Stiffler berechnete faire Bitcoin-Wert recht deutlich von 55 000 auf 30 000 Dollar. Im laufenden Jahr rechnet der Fondsmanager mit einer leichten Korrektur der Realzinsen: «Der faire Wert von Bitcoin würde dabei auf 40 000 Dollar nach oben wandern.»

Fraglich ist, ob Investoren wieder so hohe Preise für Bitcoin zahlen. Das Umfeld hat in der Zinswende gedreht. Zukunftsträume werden abdiskontiert und sind in der Gegenwart weniger wert. Auch Tech-Aktien bekamen das zu spüren. Zudem verknappte sich die zuvor im Überfluss vorhandene Liquidität. «Bitcoin ist eine Anlage ohne Dividendenrendite und stark von Liquidität getrieben», weiss Yves Longchamp. Die Euphorie, die Kryptoanlagen im November 2021 noch auf Rekordhöhen führte, hat sich in Luft aufgelöst. Jetzt, da viele Investoren ihre Wunden lecken, ist es schwer vorstellbar, wie die Begeisterung wieder aufkommen soll. «Es braucht das nächste grosse Ding. Derzeit ist noch schwer zu sagen, was es sein wird», so Longchamp. 2021 waren es der Einstieg der institutionellen Anleger und der Hype um die Non-Fungible Tokens (NFTs). Eine Verbreitung von DeFi-Anwendungen, die etwa digitale Identitäten nutzen, oder eine Kryptoregulierung in den USA, die Investoren zwar besser schützt, aber die Branche am Leben lässt, wären potenzielle Treiber. Die Regulierung in den USA ist für die gesamte Branche von zentraler Bedeutung und dürfte durch die FTX-Pleite nun schneller kommen als erwartet.

Binance-Chef CZ hält seinen Optimismus nicht verborgen. «Ich bin immer bullish», sagt er. Optimisten wie er sind davon überzeugt, dass Kryptoanlagen nach dem Crash wieder auf die Beine finden werden. Häufig wird dabei auf den bisher recht zuverlässigen Kryptozyklus verwiesen. So folgte auf eine schnelle, ungefähr einjährige Phase der Korrektur bisher jeweils ein rund dreijähriger Anstieg.

Die Theorie ist, dass dieser Zyklus mit dem alle vier Jahre stattfindendem Halving in einem Zusammenhang steht. Bei diesen Halvings werden die Belohnungen für die

Miner für ihre Dienste halbiert. Im kommenden Jahr erhalten die Miner statt 6,25 nur noch 3,125 Bitcoin je Block. Zufällig oder nicht folgte auf ein solches Halving mit einer einjährigen Verzögerung eine kräftige Hausse, gefolgt von einem bereinigenden Crash, der üblicherweise über dem vorhergehenden Hoch zu stehen kommt. Ein Jahr nach dem Halving von 2012 stieg der Bitcoin von 127 erstmals auf mehr als 1000 Dollar. Auf das Halving von 2016 folgte 2017 eine Hausse, die den Bitcoin auf mehr als 19 000 Dollar trieb. Auch der 2021er Boom verlief nach diesem Muster. Bloss ist die Vergangenheit ein schlechter Ratgeber. Zudem führt zu grosser Konsens an den Finanzmärkten häufig dazu, dass es anders kommt.

## NACHBEBEN ERWARTET

Viele Experten, wie etwa Sygnum-Chef Mathias Imbach, gehen davon aus, dass die Nachbeben der FTX-Pleite im ersten Halbjahr noch für wackelige Kryptokurse sorgen werden. Imbach rechnet dann für das dritte Quartal mit einer Besserung. Auch Anthony Scaramucci setzt auf den späteren Jahresverlauf. Zu gross sollte die Experimentierfreude innerhalb des Universums jedoch nicht werden. «Ich würde vorerst bei Ethereum und Bitcoin bleiben», sagt Ambre Soubiran, CEO des Infodienstleisters Kaiko. ■

ANZEIGE

## AUF EIN WUNDERBARES JAHR 2023.

