

Angriff auf die ETF

Fokus - Seite 6



Anonymität unter anderem Licht

Johannes Schweifer über die
Regulierung von Bitcoins.

Kolumne - Seite 9

Chinas Festlandaktien gehen international

Es hat endlich geklappt: MSCI
integriert chinesische Aktien.

ETF & More - Seite 10

«Wir brauchen eine radikale Kursumkehr»

Jonathan McMillan über die
Zukunft der Banken.

Gesprächsstoff - Seite 13



Stürmische Zeiten

Exchange Traded Funds haben die Fondswelt umgekrempelt. Eine Folge davon: Während aktive Fonds an Vermögen verlieren, verbuchen passiv verwaltete Vehikel massive Zuflüsse an Neugeldern. Nun könnte bereits die nächste Revolution in der Vermögensverwaltung anstehen: das sogenannte Direct Indexing. Dank Technologie und weiter fallenden Transaktionskosten kann jeder Anleger seinen eigenen Index bauen. In den USA hat der «Angriff auf ETF» (S. 6) eben gerade begonnen. Auch in der Indexwelt sind grosse Veränderungen im Gange. Der grösste Indexanbieter der Welt, MSCI, ermöglicht «Chinas Festlandaktien auf internationalem Parkett» (S. 10). Mit der Aufnahme chinesischer A-Shares in den MSCI Emerging Markets ist die Integration Chinas in die internationalen Finanzmärkte einen grossen Schritt vorangekommen. Nicht vorwärts kommen dagegen die Banken. Sie kämpfen mit zahlreichen neuen regulatorischen Vorschriften, sitzen auf museumsreifen Technologien und werden von Anbietern aus dem Nicht-Finanzsektor bedrängt. Nun sagen zwei Ökonomen: Banken in ihrer gegenwärtigen Form seien überflüssig, ihre Dienste könnten auch von Fintechs übernommen werden. Co-Autor Jürg Müller ist überzeugt: «Wir brauchen eine radikale Kursumkehr» (S. 13).

Ihr Rino Borini

Robotics-ETF

800 Millionen Dollar für die Automatisierung.

Märkte - Seite 3

Gold glänzt wieder

Spannung und Unsicherheit sorgen für ein Comeback.

News - Seite 4

Aktive Fondsindustrie

Trotz sinkender Kosten sind Abflüsse zu verzeichnen.

Monats-Chart - Seite 4

Bitcoin wirklich verstehen

Zeit, sich dem revolutionären Aspekt des Bitcoin zu widmen.

Krypto - Seite 11

IMPRESSUM

Erscheinungsweise: 10mal jährlich und kostenlos! Feb, März, April, Mai, Juni, Aug, Sept, Okt, Nov, Dez **Verlag:** financialmedia AG, Redaktion 10x10, Pfingstweidstrasse 6 / 8005 Zürich **Kontakt:** Email: info@10x10.ch, Web: www.10x10.ch, Tel.: +41 44 277 75 30 **Werbung:** Stefan Brogli **Redaktion:** Rino Borini – Leitung RB, Christian Euler CE, Pascal Hügli PH, **Layout/Grafik:** Fabian Widmer, **Coverbild:** Fabian Widmer

verlinkte Anzeige

EXCHANGE
TRADED

Ist Ihr Portfolio zukunftsfähig?

Wohin gehen die Aktienmärkte? Wie geht es mit den Kryptowährungen weiter? Und was folgt auf MiFID II? Das sind nur drei von vielen aktuellen Fragen und Herausforderungen, vor denen professionelle Anleger stehen. Gemeinsam mit Ihnen wollen wir über Antworten reden: beim nächsten Exchange Traded Product Day. **Jetzt anmelden auf www.etpd.ch!**

Donnerstag, 24. Mai 2018, 8:30 – 16:00 Uhr
SIX ConventionPoint, Pfingstweidstrasse 110, 8005 Zürich

Für professionelle Anleger.

finanzen.ch

Märkte

	M-t-D (Lokal)	YTD CHF	YTD USD
SPI Large	1.8%	-1.1%	-7.8%
SPI Mid	3.0%	3.5%	-3.5%
SPI Small	1.2%	2.3%	-4.6%
Euro Stoxx 50	0.8%	4.3%	1.9%
S&P 500	3.1%	9.5%	2.1%
Nikkei 225	1.8%	6.1%	3.2%
MSCI Emerging Markets	0.4%	8.8%	1.5%
Gold USD/oz	-2.6%	7.3%	0.1%
Bitcoin	-5.4%	-32.3%	-36.9%
ETH	9.6%	6.2%	-1.0%
Ripple	-10.8%	-59.9%	-62.6%
Litecoin	-0.6%	-30.4%	-35.1%

Stand: 15.5.2018, Quelle: Bloomberg

ETF

GRÖSSTE ETF SCHWEIZ

	ISIN	TER	AuM Mrd USD	
1	iShares Core S&P 500	IE00B5BMR087	0.07%	26.7
2	Vanguard S&P 500	IE00B3XXRP09	0.07%	23.8
3	iShares Core MSCI World	IE00B4L5Y983	0.20%	13.9
4	iShares Core MSCI Emerging Markets	IE00BKM4GZ66	0.25%	10.3
5	iShares EURO STOXX 50	DE0005933956	0.16%	9.9
6	iShares Core Euro Corporate Bond	IE00B3F81R35	0.20%	9.2
7	iShares Core DAX	DE0005933931	0.16%	9.0
8	Lyxor EURO STOXX 50	FR0007054358	0.20%	8.4
9	iShares STOXX Europe 600	DE0002635307	0.20%	8.4
10	iShares S&P 500	IE0031442068	0.07%	8.0
11	iShares Core FTSE 100	IE0005042456	0.07%	7.9
12	Xetra-Gold	DE000AOS9GB0	0.36%	6.9
13	iShares J.P. Morgan USD EmMa Bond	IE00B2NPKV68	0.45%	6.8
14	iShares J.P. Morgan EM Local Gov. Bond	IE00B5M4WH52	0.50%	6.7
15	iShares MSCI Emerging Markets	IE00B0M63177	0.75%	6.1

DIE HÖCHSTEN ZUFLÜSSE (EUROPA, YTD)

	ISIN	TER	in Mrd CHF	
1	iShares Core S&P 500 ETF	US4642872000	0.04%	2.4
2	iShares MSCI Emerging Markets	US4642872349	0.69%	2.4
3	iShares Gold Trust	US4642851053	0.25%	1.8
4	iShares Core MSCI EM IMI	IE00BKM4GZ66	0.25%	1.6
5	Vanguard S&P 500	IE00B3XXRP09	0.07%	1.5
6	PowerShares QQQ	US73935A1043	0.20%	1.3
7	Lyxor S&P 500	LU0496786657	0.15%	1.1
8	iShares \$ Treasury Bd 7-10yr	IE00B1FZS798	0.20%	1
9	VanEck Vectors JP Morgan EM	US92189F4946	0.42%	0.9
10	iShares \$ Treasury Bd 1-3y	IE00B14X4S71	0.20%	0.9
11	iShares Automation&Robotics	IE00BYZK4552	0.40%	0.8
12	Xtrackers MSCI EMU	LU0846194776	0.15%	0.8
13	Xtrackers S&P 500 Swap	LU0490618542	0.15%	0.8
14	iShares S&P 500 Info Tech Sec.	IE00B3WJG14	0.15%	0.6
15	db Physical Gold ETC	DE000A1E0HR8	0.25%	0.6

Stand: 15.5.2018, Quellen: Anbieter, etfinfo.com & Morningstar

2,1% S&P 500

In den letzten Jahren haben die US-Technologieaktien den S&P 500 auf immer neue Rekordmarken getrieben. Inzwischen sind die Tech-Stocks mit 25 Prozent im breitgefassten Index so hoch gewichtet wie selten zuvor. Das birgt Gefahren: Sollte es zu einem Kursrutsch kommen, könnte das den Gesamtmarkt mit nach unten reissen. Im Fokus stehen dabei vor allem die FAANG Titel Facebook, Apple, Alphabet, Netflix und Google.

9,6% Ethereum

Nachdem die US-Derivatbörse CME mit Bitcoin Futures auf sich aufmerksam gemacht hat, scheint sie noch einen Schritt weiter zu gehen: Sie bietet nicht nur einen Live-Preisindex auf Bitcoins an, sondern seit kurzem auch einen auf den Ethereum-Dollar-Preis. Das könnte ein Hinweis sein, dass in naher Zukunft die CME auch Futures auf die zweitgrösste Kryptowährung anbieten könnte.

800 Mio Robotics-ETF

Gemäss der International Federation of Robotics soll die Zahl der installierten Roboter zwischen 2018 und 2020 weltweit um 14 Prozent pro Jahr ansteigen. Der Nachteil dieser Entwicklung ist der Wegfall von Arbeitsplätzen. Das McKinsey Research Institut schätzt, dass rund fünf Prozent aller Arbeitsplätze automatisierbar sind. Von diesen Entwicklungen profitieren Robotics-ETF: So konnte der iShares Automation & Robotics im April europaweit 800 Millionen Franken einsammeln und seit Jahresbeginn das Fondsvermögen um 65 Prozent steigern.

Anleger setzen auf USA

Die weltweiten Zuflüsse in börsengehandelte Indexfonds haben sich im April gegenüber dem Vormonat verdoppelt, von 17,7 auf **35,4 Milliarden Dollar**. Insbesondere Bond-ETF konnten mit 17,3 Milliarden die höchsten Neugelder seit Juni 2017 einsammeln. Ganz oben in der Beliebtheitsskala standen US-Staatsanleihen. Doch nicht nur US-Festverzinsliche waren hoch in der Gunst der Anleger, sondern auch US-Aktien. Hintergrund dafür dürften starke Gewinnerwartungen und robuste Makrodaten sein. ■

Gold glänzt wieder

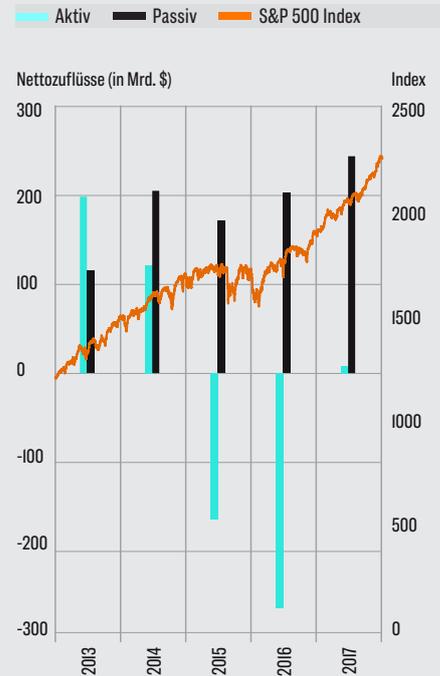
Die Spannungen im Welthandel und die unsichere Stimmung am Aktienmarkt erhöhen die Nachfrage nach Goldprodukten. Seit Anfang Jahr sind vier Milliarden frisches Kapital in die unterschiedlichen Goldprodukte geflossen. Das grösste ist nach wie vor der SPDR Gold Trust mit **36 Milliarden Dollar**. Auch der grösste ETF der Schweiz ist immer noch derselbe: der ZKB Gold ETF mit Währungsabsicherung gegenüber dem Dollar. ■

Anbieterzuwachs bei der SIX

In diesem Jahr haben zwei neue Anbieter das Schweizer Börsenparkett betreten: J.P. Morgan und Franklin Templeton. Im boomenden ETF-Markt plant nun noch ein Anbieter sein Debüt hierzulande. Die aus London kommende Tabula Investment Management steigt europaweit in das ETF-Geschäft ein. Sie konzentriert sich dabei vor allem auf Anleihen-ETF. An der Spitze des Unternehmens steht Michael John Lytle. Er war Gründungspartner des ETF-Anbieters Source, der im letzten Jahr von Invesco übernommen wurde. Die immer wieder diskutierte **Konsolidierung** scheint weiterhin auf sich warten zu lassen. ■

MONATS-CHART

ZU- & ABFLÜSSE US-AKTIEFONDS



Quelle: Morningstar

Active Fondsindustrie: düster

Während passive Produkte in den letzten fünf Jahren **953 Milliarden Dollar** einsammeln konnten, mussten aktive Aktienfonds Abflüsse von III Milliarden verbuchen. Die Industrie reagierte und senkte die Kosten: Die durchschnittliche TER sank von 1996 bis 2017 um 27 Prozent. In der gleichen Zeit sanken die Kosten der passiven Anlagen allerdings um 67 Prozent. ■

verlinkte Anzeige

JETZT
ANMELDEN

BITCOIN BASICS

Bitcoin & Co. in 2 Stunden
verständlich erklärt.

Seminar: Mo. 28. Mai 2018, HWZ Zürich

Die vielen Faktoren des Erfolgs

Multi-Faktor-ETFs stellen eine Alternative zu Einzel-Faktor-Anlagen dar.



Präsentiert von UBS

Anleger haben im Laufe der letzten Jahrzehnte festgestellt, dass bestimmte Eigenschaften von Aktien (auch als Faktoren bezeichnet) Hinweise auf die relative Wertentwicklung bieten. In wissenschaftlichen Studien wurde inzwischen bestätigt, dass Faktoren den breiteren Markt über bestimmte Zeiträume und Regionen

Anlagen in Faktoren können über die Auswahl eines oder mehrerer bevorzugter Faktoren getätigt werden. Dies geschieht entweder als langfristiges Investment oder über das Timing bzw. die Umschichtung von einem Faktor in den anderen. Allerdings legen Studien nahe, dass das Timing und die Umschichtung von Faktoren eine Herausforderung darstellen.

Von mehreren Faktoren profitieren

Multi-Faktor-ETFs stellen eine Alternative zu Einzel-Faktor-Anlagen dar. Ihr Ziel ist, die Portfoliorenditen zu verbessern und gleichzeitig das Risiko durch eine Verteilung auf mehrere Faktoren zu verringern. Mit diesem Ansatz verlagern Anleger die Faktor-Allokation effizient auf die Mechanismen des zugrunde liegenden Index. Er ist ideal für Anleger, die auf einfache Weise von Faktoren profitieren und dabei ein geringeres aktives Risiko eingehen wollen als bei Anlagen in einzelnen Faktoren.

hinweg in verschiedenem Ausmass übertreffen. Zu den gängigsten Faktoren zählen «Value», «Size», «Momentum», «Quality», «Yield» und «Low Volatility».

UBS bietet eine Multi-Faktor-Lösung an, die auf dem MSCI USA Select Factor Mix Index basiert. Der Index gewährleistet eine gleichgewichtete Anlage in sechs gängige Aktienfaktoren: Value, Qualität, Rendite, Grösse, Momentum und Volatilität. In einem Backtest und seit der Einführung vor mehr als einem Jahr hat das Portfolio eine Überschussrendite und eine recht gleichmässige Performance im Laufe der Zeit generiert.

Einblicke in die Indexwelt Laden Sie sich die neueste Ausgabe unseres «On Track-Magazins» herunter, in dem faktor-basierte Aktienanlagen näher besprochen werden. Ausserdem enthält es weitere Informationen zu diesem Thema und anderen Lösungen sowie zusätzliche Einblicke in die Welt der Indexanlagen.

Anleger sollten sich bewusst sein, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung ist. ■ RAIMUND MÜLLER (UBS)

Erfahren Sie mehr



" Multi-Faktor-ETFs haben das Ziel, die Rendite zu verbessern und gleichzeitig das Risiko zu verringern. "

Angriff auf die ETF



Während man es in Europa noch wenig kennt, macht **Direct Indexing** vor allem in den USA auf sich aufmerksam. Kenner reden bereits von einer neuen Revolution, welche die einstige ETF-Revolution dereinst obsolet machen soll.

In den vergangenen zwei Dekaden erlebte die ETF-Industrie einen fulminanten Aufstieg. Seit der Jahrtausendwende ist das von ETF global verwaltete Gesamtvermögen von unter 100 Milliarden Dollar auf über 4,8 Billionen angewachsen. Erst letztes Jahr vermochte die ETF-Branche mit einem Zufluss von 633 Milliarden Dollar einen neuen Rekord zu verbuchen. Die ETF-Erfolgsgeschichte lehrt vor allem

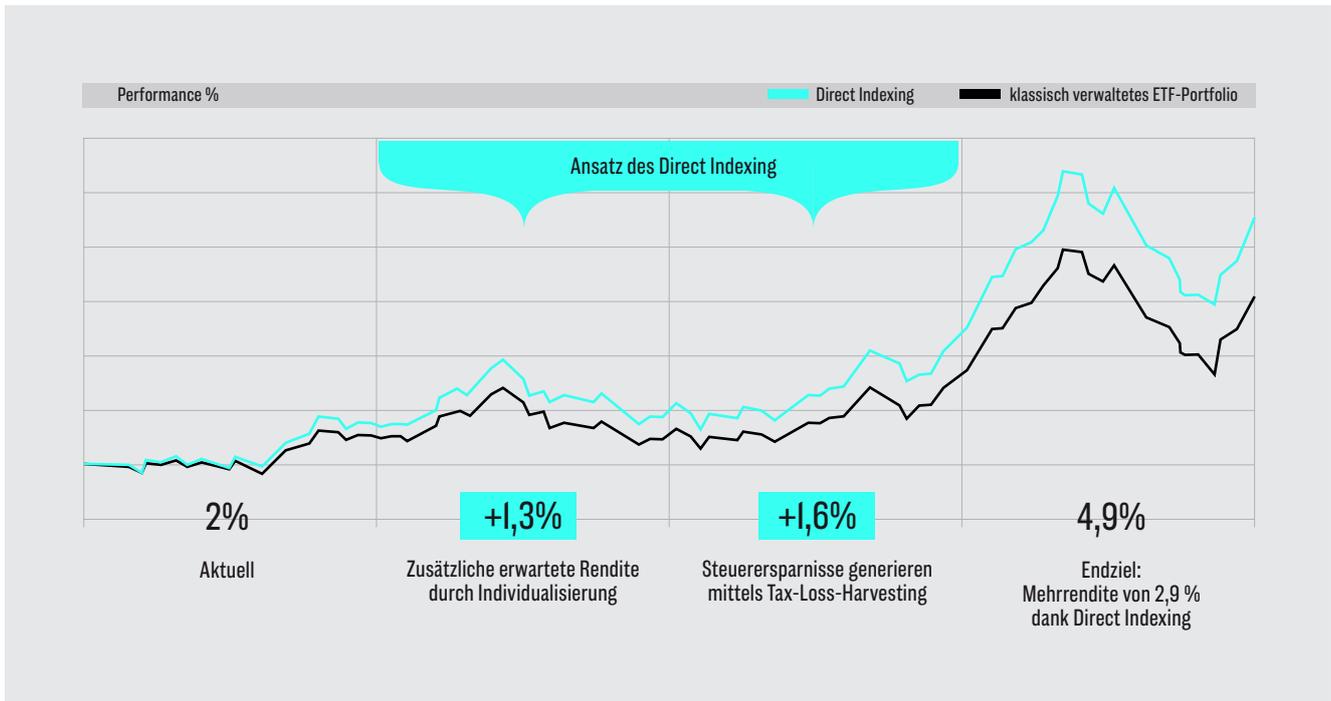
den aktiven Vermögensverwalter das Fürchten.

Just auf der Erfolgsspur scheint sich dem ETF-Markt im Seitenspiegel nun aber ein neues Produkt zu nähern, welches das Potenzial haben soll, ETF zu überholen. Dabei handelt es sich um das sogenannte Direct Indexing. Dass diese neue Art des Investierens die ETF-Industrie in absehbarer Zeit disruptieren wird, halten einige fu-

turistische und vorausschauende Auguren für möglich. Einer davon ist Kaspar Wohnlich, CEO bei Evolute, einem Software-Vertreiber im Bereich des digitalen Wealth Management. Das Direct Indexing sei eine neue Stufe des Investierens, gewissermaßen der **«Smart-ETF»**. Gemeint seien aber nicht etwa Smart-Beta-ETF, sondern eine smarte Form des ETF, die kein eigentlicher ETF mehr sei, erklärt Wohnlich. ►►

ZUSÄTZLICHES ERTRAGSPOTENZIAL DURCH DIRECT INDEXING

Quelle: Evolute



► **Der neue Konkurrent** Was aber ist dieses Direct Indexing genau? Die Erklärung ist in den beiden Begriffen zu finden. Mit Indexing ist gemeint, dass ein Index repliziert wird, so wie ETF das auch machen. Das Wort «direct» lässt erahnen, dass diese Abbildung über Direktanlagen und nicht über einen ETF geschieht. Diese Vorgehensweise hat zwei gewichtige Vorteile: Obschon ein Anleger nach wie vor einen Index abbildet und daher passiv investiert, kann er dem Investment eine individuelle Note verleihen. So kann er einem Index folgen, aber dennoch aufgrund einer persönlichen Präferenz gewisse Titel explizit in- oder exkludieren. Bei ETF sei das nicht möglich. Hier fehle die **Individualisierung**, gibt Andreas Rufli, verantwortlich für das Business Development bei Evolute zuständig, zu verstehen.

Der zweite Vorteil des Direct Indexing besteht in der Steueroptimierung. Deshalb ist Direct Indexing vor allem in Ländern interessant, die eine Kapitalertragssteuer kennen. Wer bei den Steuern sauber optimiert, kann per annum ein bis zwei Prozent auf das verwaltete Gesamtvermögen herausholen. Bei grossen Summen fällt dies schnell einmal ins Gewicht. Letztlich ginge es bei diesem neuen Produkt nicht darum, ein Portfolio aus Ren-

dite-/Risiko-Überlegungen zu optimieren. Im Zentrum stünde viel eher die Nutzenoptimierung des Portfolios. Und Steuerersparnisse seien ein quantitativer Nutzen, so Rufli.

Doch wie genau gelingt diese Steueroptimierung? Das Stichwort hier: **Tax-Loss-Harvesting**. Unter steueroptimierter Verlustnutzung wird jene Praktik verstanden, wonach ein Wertpapier verkauft wird, das einen Verlust erfahren hat. Mit dem realisierten oder «geernteten» Verlust kann ein Anleger seine Steuern auf Gewinne und Erträge minimieren. Gleichzeitig wird das verkaufte Wertpapier durch ein ähnliches ersetzt, damit die ursprüngliche Rendite-/Risikoerwartung beibehalten werden kann. Auf den ersten Blick scheint diese Vorgehensweise nicht direkt etwas mit dem Direct Indexing zu tun zu haben. Eigentlich sollte dieses Tax-Loss-Harvesting doch auch mit konventionellen ETF gemacht werden können?

«Im Prinzip ja, nur eignet sich das Direct Indexing eben besser als ein ETF», meint Experte Wohnlich. Mit folgendem Beispiel versucht er den Unterschied vor Augen zu führen: Man stelle sich vor, man verfüge über zwei Portfolios. Das eine beinhaltet einen ETF, welcher den Dax abbildet, das zweite besteht aus einzelnen Direkttiteln,

die ebenfalls den Dax replizieren. Wer nun sein Dax-Exposure reduzieren möchte, muss Anteile am ETF verkaufen. Angenommen, man hat den ETF bei 100 000 Euro gekauft, aktuell beträgt der Wert 200 000 Euro. Der Anleger möchte nun 20 Prozent realisieren, dann zahlt der deutsche Kunde auf dem Kapitalgewinn 5000 Euro an Steuern. Wenn man jetzt aber 20 Direkttitel hat, dann verkauft man eine intelligente Kombination von Titeln mit Kapitalgewinn und solchen mit Kapitalverlusten, sodass durch Verrechnung von Gewinn und Verlust die Steuerlast signifikant reduziert wird.

Vorreiter USA In der Schweiz hat das Direct Indexing bisher kaum Aufmerksamkeit erlangt, geschweige denn Fuss gefasst. Das mag unter anderem auch daran liegen, dass wir hierzulande keine **Kapitalertragssteuer** kennen. In Europa hingegen gibt es einige Länder wie Grossbritannien oder Deutschland, welche diese Art der Besteuerung kennen – nichtsdestotrotz scheint das Direct Indexing im Vergleich zu den USA auch dort noch eher unbekannt zu sein. Bislang sind es vereinzelt institutionelle Anleger oder hochvermögende Personen, sogenannte HNWI, die von dieser Art des Investierens Gebrauch machen. ►►

► Die USA haben mit Wealthfront und Betterment zwei digitale Vermögensverwalter, die sich dem Thema des Direct Indexing angenommen haben. Denn erst die moderne Technologie der komplexen Algorithmen macht das Direct Indexing möglich. Früher war der Aufwand – ausser für Grossanleger – zu gross, weil alles manuell passieren musste. Mit der Digitalisierung haben sich die Transaktionskosten massiv verringert. In den USA existiert zudem das Konzept der «Fractional Shares». Diese ermöglichen es, bloss Teile einer Aktie zu kaufen. Auf diese Weise wird es für einen Anleger mit weniger Kapital schneller möglich, einen Index wie etwa der MSCI World mit 1000 Einzeltiteln zu replizieren. Auch spielt in den USA seit jeher eine ausgeprägtere Trading-Kultur – die in der Trading-App Robinhood derzeit ihren Höhepunkt findet, welche die Gebühren im wahrsten Sinne des Wortes gegen Null

gehen lässt – eine wichtige Rolle. Das sei Wasser auf die Mühlen des Direct Indexing, meint CEO Wohnlich. Gewissermassen eine Voraussetzung für das Direct Indexing seien denn auch geringe Transaktionskosten, damit die beim Verkauf von Direkttiteln anfallenden Transakti-

" Das Direct Indexing passt gut zum gegenwärtigen Zeitgeist der Disintermediation. "

onsgebühren die Steuerersparnisse nicht wegfressen würden, argumentiert Ruflin.

Sind die Tage der Fonds und ETF damit gezählt? ETF werden sicher nicht von heute auf morgen verschwinden, da ist sich Ruflin sicher. Gleichwohl passe das Aufkommen des Direct Indexing zum

gegenwärtigen Zeitgeist der Disintermediation. Seit das digitale Zeitalter seinen Anfang genommen habe, stelle sich in allen Bereichen die Frage: Braucht es den Zwischenmann überhaupt noch? In der Theorie brauche es die ETF-Gesellschaft tatsächlich nicht mehr. Und wenn es keinen Mittelsmann mehr bräuchte, könnten zwangsläufig Kosten gespart werde, so Wohnlich. Letztlich schlage das Direct Indexing den ETF mit seinen eigenen Waffen, meint Ruflin: den tiefen Kosten.

Auch sei die ETF-Industrie heute von ein paar Giganten beherrscht – ein wenig Disintermediation könne also sicher nicht schaden, ist CEO Wohnlich überzeugt. Er verweist auf den «Lifecycle of Everything»: Der ETF war ein erster Schritt in Richtung Effizienz und Optimierung. Nun soll der ETF selber optimiert werden und zwar so, dass es ihm selber an den Kragen geht. ■PH

verlinkte Anzeige

VTM

ETF ['e:'te:'ɛf]

1. Ein börsengehandelter Investmentfonds.
2. Eine meist kosteneffiziente Lösung für unterschiedliche Anlagestrategien.
3. Ein Vanguard Produkt für aktive und passive Anlagestrategien.

Der Wert von Anlagen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können Verluste auf ihre Investitionen erleiden.

institutional.vanguard.ch/defininginvestment

044 220 13 00

Vanguard: Anlegen neu definiert



Vanguard®



Johannes Schweifer ist Co-Gründer und CEO von CoreLedger.

Anonymität unter anderem Licht

Abwechselnd wird bei Kryptowährungen einmal die eine, dann die andere Sau durchs Dorf gejagt. Wenn der Preis gerade keinen Anlass gibt, sich um das Wohlergehen der gutgläubigen Anleger zu sorgen, dann ist es die vermeintliche Anonymität. Da lohnt sich ein Blick hinter die Kulissen. Transaktionen auf einem öffentlichen Ledger, einer Blockchain oder in einem Verzeichnis verwandter Art müssen ohne eine dritte Partei (in Form einer Bank oder eines Notars) auskommen. Aus technischen Gründen muss daher die **Transaktionshistorie** für alle Teilnehmer einsehbar sein. Auch wenn der Empfänger in Form einer kryptografischen Adresse «anonym» und nicht mit seinem Namen und seiner Anschrift bekannt ist, hinterlässt dennoch jede Überweisung eine zurückverfolgbare Spur. Taucht zu einer solchen kryptografischen Adresse ein echter Name auf – beispielsweise wenn man sich eine Pizza liefern lässt – kann die Historie wie ein Puzzle zusammengesetzt werden. Je mehr Teile, desto weniger anonym. Und damit gar nicht so attraktiv, wie mancher hoffen mag. Wesentlich unattraktiver jedenfalls als Schweizer Bargeld.

Anonymität ist hier nur ein Teilaspekt. Es geht im eigentlichen Sinne nicht darum, ob Sender oder Empfänger ein Name zugeordnet werden kann, sondern um die Geschichte des Coins, seiner Vorbesitzerschaft. Kurz: seiner Reise von einer Hand zur anderen. Kaufe ich einen Bitcoin, werde ich Teil seiner Geschichte. Dieser Coin

kann möglicherweise früher an den finstersten Orten und in den unlautersten Händen gewesen sein. Etwa aus der Silk Road, vom Bitcoinica Raub oder aus den Mt.Gox Wallets.

Vor ein paar Jahren tönte es noch lautstark: Bitcoin sei Werk des Teufels und gehöre verbannt. Und aus den Chefetagen der Banken beobachtete man mit Erstaunen, dass die Blockchain weder durch schlechte Presse, Verbotsdrohungen, noch sonstige Massnahmen tot zu kriegen war. Wenn du etwas nicht besiegen kannst, mach es dir zunutze. Mittlerweile bieten auch Banken und Investmenthäuser Kryptowährungen und gehebelte Finanzprodukte an. Seit Ende 2017 kann man Bitcoin sogar shorten. Allerdings hat die Sache einen Haken: Die klassische Finanzwelt hat ihre Regeln und Gesetze. Ein besonders dickes Regelwerk hört auf den Namen «Compliance» und verbreitet Furcht und Schrecken. Der Compliance wird viel Produktivität geopfert, und oft auch der eine oder andere Kunde oder die eine oder andere Geschäftsbeziehung. So folgt man notgedrungen diesem Regelwerk aufs Wort und nimmt die Geldmittel – damit auch die Herkunft der Bitcoins – genauestens unter die Lupe. Und wenn die Transaktionshistorie nicht über jeden Zweifel erhaben ist, wird die Annahme verweigert. Es sind genug Coins aus alten Zeiten im Umlauf, und man kann, ohne es zu wissen, Besitzer eines solchen werden. Ein Absurdum wird Realität. Wir sind in einer **Coin-Zweiklassen-Gesellschaft**. Coins direkt vom Mining (also noch mit weisser Weste, weil erst frisch aus der Blockchain geschlüpft) sind tendenziell mehr wert als ältere mit langer Historie. Um dem entgegenzuwirken, werden Protokolle ersonnen, welche die Historie verwischen. Und wer jetzt immer noch denkt, dass dies nur den bösen Jungs nützt, der möge sich fragen, ob es in seiner Brieftasche nicht vielleicht den einen oder anderen Franken gibt, den mal ein Finsterling in der Hand hatte. ■

Chinas Festlandaktien auf internationalem Parkett

Es brauchte vier Anläufe, bis die Aufnahme der chinesischen Festlandaktien in die Indexfamilie MSCI geklappt hat. Ab Juni 2018 werden rund 230 dieser sogenannten China A-Aktien im Rahmen eines zweistufigen Prozesses in den MSCI Emerging Market Index aufgenommen. Eine weitere Aufnahmerunde wird im September durchgeführt. Zunächst werden die A-Aktien etwa vier bis fünf Prozent des Gewichts des MSCI China ausmachen. Im MSCI Emerging Market werden es etwa 0,8 Prozent sein, im globalen Weltindex ACWI rund 0,15 Prozent. Mittel- bis langfristig soll sogar ein 100-prozentiger Einbezug der A-Titel erfolgen. Das könnte schrittweise über fünf bis zehn Jahre ablaufen (siehe Box Hintergrund). Dreh und Angelpunkt ist die chinesische Regierung und ihr **Wille zur Liberalisierung**.

TOP 10 MSCI EMMA MIT A-SHARES

Firma	Land	Gewicht %
Tencent	China	5.07%
Samsung	Korea	4.29%
Alibaba	China	3.67%
Taiwan Semiconductor	Taiwan	3.37%
Naspers	Südafrika	1.92%
China Construction Bk	China	1.59%
Baidu	China	1.23%
ICBC	China	1.17%
China Mobile	China	1.05%
Ping An Insurance	China	0.92%

Quelle: MSCI

Auf Fonds und ETF, die eine dieser Benchmarks abbilden, hat die Integration der A-Aktien nur einen geringen Einfluss. Gemäss MSCI fließen 18 bis 20 Milliarden Dollar Kapital in diese Aktien – primär von passiven Investoren, die ihre Portfolios anpassen müssen, um **Benchmark-Abweichungen** zu vermeiden. Chinesische Aktien werden schon länger in MSCI-Indizes aufgeführt. Dabei handelt es sich um Aktien, die in Hongkong und Übersee notiert sind, ihre derzeitige Gewichtung beträgt 30,9 Prozent. Allein in den Top-10 sind sieben chinesische Titel enthalten.

Die Aufnahme von Chinas A-Aktien ist ein Symbol für die zunehmende Liberalisierung der Finanzmärkte. Es ist der Beginn einer neuen Ära, in der China ein echter Akteur auf den globalen Märkten ist. Das ist ein wichtiger Schritt, um das grosse Festlandaktien-Universum (rund 3300 Titel) in die globalen Kapitalmärkte zu integrieren. Der Einbezug in die MSCI-Indizes dürfte die internationale Aufmerksamkeit für die A-Titel erhöhen. ■ RB

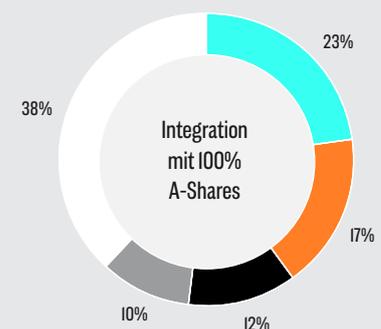
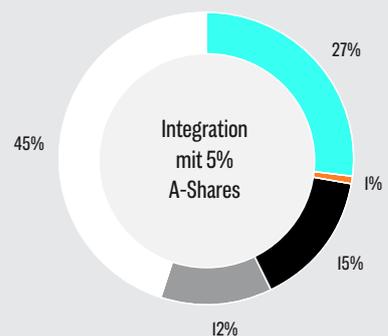
HINTERGRUND

Volle Integration

Langfristig könnten chinesische A-Aktien komplett integriert werden. Mit einer vollen Integration der A-Aktien würde die chinesische Dominanz im MSCI Emerging Markets Index noch stärker steigen. Allein die Erhöhung des A-Aktien-Anteils auf 100 Prozent wird das Gewicht der A-Aktien um das 20-fache steigern - von 0,7 auf 14 Prozent. Die Ländergewichtung Chinas im Index von derzeit knapp 30 Prozent würde bei einer vollen Integration der Festlandaktien auf über 40 Prozent steigen. Doch noch ist das Zukunftsmusik und hängt insbesondere davon ab, wie schnell die Regierung in Peking ihre Reformen vorantreibt. Dabei geht es vor allem um die **Deregulierung der Kapitalmärkte**, einen verbesserten Ausländerzugang und um die Lockerung der Beschränkung von indexgebundenen Anlageinstrumenten. ■

MSCI INDEX MIT A-SHARES

China China A-Shares
Korea Taiwan Übrige



Quelle: MSCI

Bitcoin wirklich verstehen

In der zweiten Jahreshälfte 2017 erlebten Kryptowährungen einen regelrechten Hype. Innerhalb weniger Monaten schossen die Preise durch die Decke. Die Euphorie war riesig – rückblickend gar wahnwitzig. 2018 brachte die Ernüchterung: Die Marktkapitalisierung aller Kryptowährungen reduzierte sich um über die Hälfte. Diese Konsolidierung schien die Krypto-Welt wieder auf den Boden der Realität zurückzuholen. Viele glaubten, auf einem solideren Fundament gedeihe mehr Wirklichkeitssinn und ein tieferes Verständnis für Krypto.

Doch auch nach fünf Monaten im neuen Jahr scheint sich wenig geändert zu haben. Noch immer investieren viele blind in irgendwelche Initial Coin Offerings (ICOs), vertrauen zentralisierten Börsen leichtfertig ihre Coins und Token an und laufen unfundierten Gerüchten und Pump-Signalen nach.

Ob dieser augenscheinlichen Lernunfähigkeit fühlen sich auch die Kritiker bestätigt: Natürlich handele es sich bei diesem **Krypto-Phänomen** um ein Schneeballsystem, Kriminellenwerkzeug und Spekulationshype, weshalb man sich kaum tiefgehend damit zu beschäftigen habe. Diese Reaktion ist zwar verständlich – letztlich aber wenig förderlich. Sie trägt dazu bei, dass die Krypto-Welt noch immer kaum verstanden wird.

Deshalb hier der Versuch, die eigentliche Innovation, Wesensart und Daseinsberechtigung hinter Krypto aufzuzeigen. Nichts eignet sich dazu besser als Bitcoin, die Mutter aller Kryptowährungen.

Eine gewöhnliche Digitalwährung? Vielfach wird Bitcoin – und andere Kryptowährungen – bloss als eine neue Digitalwährung beschrieben. Letztlich handelt es sich jedoch nicht nur um eine gewöhnliche Digitalwährung, die wie Apple Pay oder Twint das virtuelle Bezahlen ermöglicht. Hinter Bitcoin steckt mehr:

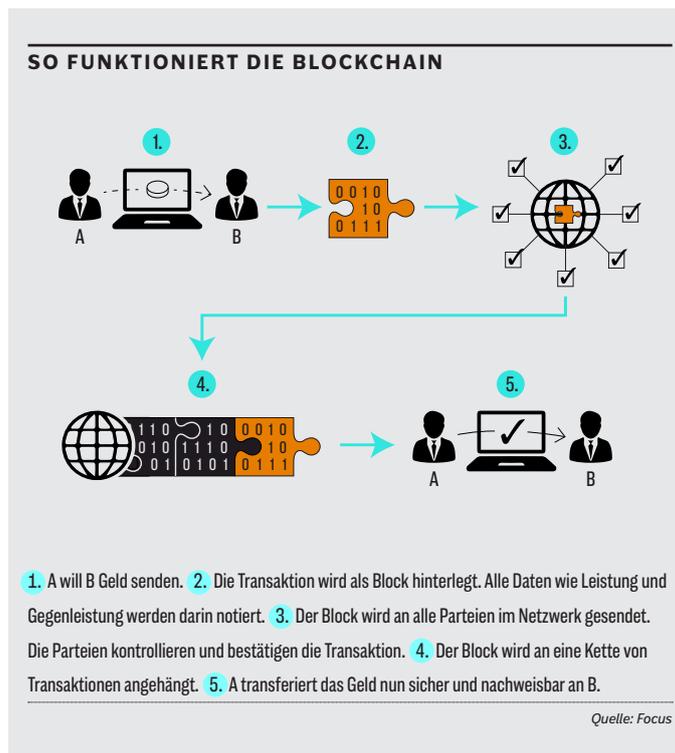
Die Lösung eines uralten technologisch-mathematischen Problems, was neue Vertrauensstrukturen auf der Grundlage von Kryptografie und Mathematik ermöglicht. Bitcoin macht es erstmals in der Geschichte der Menschheit möglich, das Vertrauensproblem menschlicher Beziehungen zu entschärfen.

Das Problem, das Bitcoin zu lösen imstande war, ist die «Double-Spend-Problematik». Wie kann sichergestellt werden, dass Bitcoin-Einheiten nicht ausgegeben werden, ohne dass es eine zentrale Datenbank gibt, in der über die gesamte Transaktionshistorie Buch geführt wird? Wie also funktioniert das Bitcoin-

Zahlungssystem ohne zentrale Buchhalterinstanz? Hierfür hat Bitcoin das Problem der byzantinischen Generäle auf technologischem Weg gelöst. Die entscheidende Frage, welche das **Problem der byzantinischen Generäle** aufwirft: Wie stellt man sicher, dass mehrere Parteien (Generäle), die räumlich voneinander getrennt sind, zu einem vollständigen Konsens finden, bevor sie eine gemeinsame Aktion (Angriff) durchführen? Oder anders ausgedrückt: Wie gelangen einzelne, voneinander getrennte Individuen zu einem Konsens? Das folgende Beispiel veranschaulicht das Problem.

Man stelle sich vor, man sei der General der byzantinischen Armee, die kurz vor einem Angriff auf eine belagerte Stadt steht. Mit mehreren Truppenverbänden wurde

die gegnerische Stadt umzingelt, jede Truppeneinheit ist jedoch mehrere Kilometer von der jeweils nächsten entfernt und wird durch einen anderen General angeführt. Ein **koordinierter Angriff** von allen Seiten gleichzeitig würde zum Sieg führen – mit einem unkoordinierten Angriff geht die Schlacht verloren. Vor der Belagerung haben sich die Generäle darauf geeinigt, im Morgengrauen anzugreifen. Doch wie kann sich ein jeder General sicher sein, dass die anderen kooperieren und zur gleichen Zeit



► angreifen? Smartphones besitzen sie keine und Zeichen wie Fackeln oder brennende Pfeile werden vom Feind erkannt. Natürlich bestünde die Möglichkeit, Boten auszusenden, doch kann man sich als General nie sicher sein, ob die überbrachte Nachricht unverfälscht ist.

Nicht-zentralisierte Datenbank

Bitcoins Lösung muss man sich wie folgt vorstellen: Die Truppenverbände sind die Computer eines Netzwerkes, die Generäle stellen Kopien eines Computerprogrammes dar, über das eine Datenbank läuft. In dieser Datenbank werden mittels kryptografischer Verschlüsselung Transaktionen und deren Erstellungsdatum festgehalten, so dass eine exakte Transaktionshistorie entsteht. Diese ist auf allen am Netzwerk teilhabenden Computern identisch, jeder Computer verfügt über eine Kopie derselben Datenbank. Sobald eine Veränderung ins Netzwerk eingespeist wird und diese der hinter dem **Bitcoin-Code** stehenden Mathematik nicht widerspricht, werden die Kopien der Datenbank auf allen Computern zeitgleich angepasst. Auf diese

Weise ist das Gesamtnetzwerk immer in Übereinstimmung – es herrscht zu jeder Zeit vollständiger Konsens.

Bitcoin schuf somit die erste, nicht-zentrale und immer über einen Konsens verfügende Datenbank, welche die Welt je gesehen

hat. Diese wird heute als **Blockchain** bezeichnet. Über das globale Netzwerk von Bitcoin können Menschen Werte austauschen, ohne sich jemals gesehen zu haben. Das heisst: Die unterschiedlichsten Parteien, die in den unterschiedlichsten Gegenden zuhause sind, können einen Konsens finden, ohne dass es einen Intermediär für die Herstellung von Vertrauen benötigt.

Die Teilnehmer des Bitcoin-Netzwerkes können sich sicher sein, dass es innerhalb des Netzwerkes zu keinen «Double-Spend-Attacken» kommt, da diese durch das Netzwerk erkannt und folglich verworfen werden. Bitcoin ist also nicht bloss eine weitere Digitalwährung, sondern die erste weltweit verteilte nicht-zentrale Datenbank, auf welcher Werte aller Art verbucht und somit getauscht werden können. Darin besteht auch dessen Innovation und Daseinsberechtigung. ■ PH

" Bitcoin schuf die erste, nicht-zentralisierte und stets aktualisierte Datenbank, welche die Welt je gesehen hat. "

verlinkte Anzeige

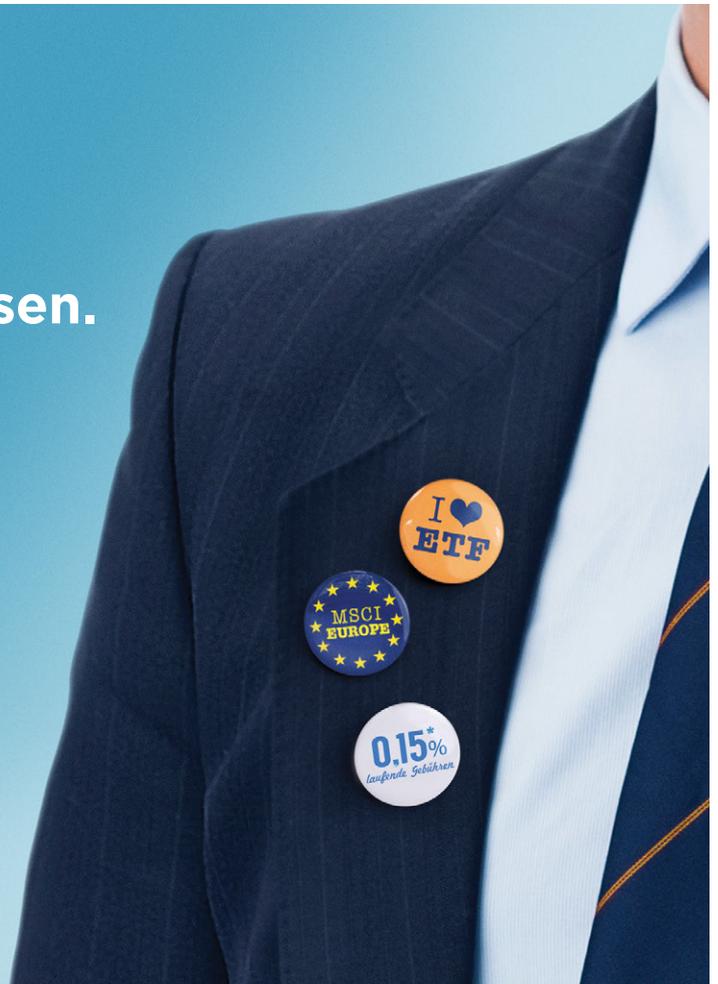
ETF

Investieren in Europa
Sie werden es geniessen.

Vertrauen
muss verdient werden

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Mehr Informationen >



«Wir brauchen eine radikale Kursumkehr»



Hinter Jonathan McMillan stehen zwei Schweizer Ökonomen: Der NZZ-Journalist Jürg Müller und ein Schweizer Banker.

Das heutige Finanzsystem ist dysfunktional und die Banken in ihrer gegenwärtigen Form überflüssig. Das sagt Jonathan McMillan. Deshalb fordert er eine grundlegende Änderung – auch im **Gesellschaftsrecht**.

Kürzlich ist Ihr Buch «The End of Banking» auch auf Deutsch erschienen. Darin fordern Sie nichts weniger als die Abschaffung der Banken. Das ist eine ziemlich happige Forderung, die man sonst eher aus dem linksradikalen Lager erwarten würde. In ihrer heutigen Form sind Banken tatsächlich überflüssig und werden nicht mehr länger benötigt. In unserem Buch geht es allerdings nicht darum, Finanzinstitute zu verteuern. Wir sehen uns vielmehr verpflichtet, gegen die derzeitige Aufmachung und Organisation des Finanzsystems und dessen undurchsichtige Verkabelungen im Hintergrund anzuschreiben. Unser Finanzsystem ist völlig ausser Kontrolle geraten – deshalb braucht es eine radikale Kursumkehr.

Woran krankt es? Das fundamentale Problem sind die systemischen Risiken. Diverse Finanzinstitute sind heute durch ihre Einbindung in die Verkabelung «Too Big to Fail», im Falle von Fehlverhalten und Misserfolg können sie zu einem Kurzschluss im Backend führen. Das hat verheerende Auswirkungen auf die Ökonomie, wie wir 2008 gesehen haben.

Was hat sich geändert? Neu ist, dass die systemischen Risiken überall auftreten können, sie sind nicht mehr an einzelne Institutionen gebunden. Es ist wichtig zu sehen, dass Banken seit jeher eine zentrale Rolle im Finanzsystem einnehmen. Ein Zusammenbruch mehrerer Banken hatte schon immer katastrophale Auswirkungen auf die Ökonomie. So war auch

die Grosse Depression der 1930er-Jahre Folge einer Bankenpanik.

Weshalb kommt Banken eine derart zentrale Funktion zu? Banken betreiben ein inhärent fragiles Geschäftsmodell. Sie sind das zentrale Bindeglied zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern. Banken brauchte es, um viele kleine und kurzfristige Spareinlagen in grosse Kredite mit langen Laufzeiten zu bündeln. So war es möglich, Fabriken oder Infrastrukturprojekte zu finanzieren, ohne dass Kleinanleger während dieser Zeit auf Liquidität verzichten mussten. Ergänzend wurden deshalb Sicherungsmassnahmen eingeführt: die Zentralbank als «Lender of last Resort» oder die Einlageversicherung, welche eine Deckung der Depo- »

► siten der Einleger bis zu einem gewissen Grad vorsieht. Auf diese Weise wurde versucht, die Fragilität des Bankengeschäfts in den Griff zu kriegen.

Mit Erfolg? In gewisser Weise, ja. Zu Zeiten des traditionellen Bankenwesens konnten so Paniken verhindert werden. Die Kehrseite dieser Sicherungsmassnahmen ist allerdings, dass sie das Moral-Hazard-Problem verstärken: Die staatlichen Garantien verleiten Banken dazu, vermehrt grössere Risiken einzugehen. Das wussten natürlich auch die Regulatoren, weshalb sie die Garantien mit strengen Regeln begleiteten.

Und das funktionierte? Für eine gewisse Zeit hat dieser Zuckerbrot-und-Peitsche-Ansatz mit Garantien und Regeln ganz gut funktioniert. Die digitale Revolution war dann aber ein Game Changer.

Inwiefern? Vor dem Computerzeitalter musste jede Finanztransaktion per Papier mühselig niedergeschrieben und telefonisch bestätigt werden. Per Post wurden Kopien verschickt, um von den involvierten Parteien archiviert zu werden. Die Organisationskomplexität und die Transaktionskosten waren enorm. Seit Beginn der digitalen Revolution haben sich diese beiden Merkmale massiv verringert. Das führte dazu, dass sich das Bankengeschäft immer stärker von der Bankbilanz löste, denn damit konnten die lästigen Regulierungen umgangen werden. Es entstand ein gewaltiges Schattenbankensystem.

Weshalb ist dieses Schattenbankensystem nicht zu regulieren? Im Industriezeitalter konnte der Regulator noch die einzelne Institution Bank regulieren. Er musste nur zur Bank fahren und die Bücher anschauen, um zu überprüfen, ob Regulierungen eingehalten wurden oder nicht. Heute hat sich aber das Bankenwesen von der Bilanz der traditionellen Bank ins ganze System verlagert. Dort sind die Bilanzen nun so verschachtelt und die Finanzinstitute so wendig, dass es für den Regulator schlicht unmöglich ist, den Überblick zu behalten, geschweige denn effektiv zu regulieren. Das Schattenbankensystem gleicht einem Whac-A-Mole-

Game. Schlägt man einen der Maulwürfe zurück, springt er an anderer Stelle schon wieder auf.

Die Technologie hat das Finanzsystem zwar krank werden lassen. Kann sie es auch wieder heilen? Das Aufkommen der Fintech-Unternehmen hat gezeigt, dass unser Finanzsystem tatsächlich dezentral organisiert werden könnte und wir die grossen Banken in der Mitte des Systems nicht mehr brauchen. Stattdessen können die einzelnen Personen und Firmen gleich selber miteinander agieren, das Stichwort lautet «Peer-to-Peer».

Damit wären wir wieder am Anfang: Banken braucht es nicht mehr. Genau. Wer heute ein Ökonomie-Lehrbuch in die Hand nimmt, um nachzuschlagen, welche Funktionen Banken haben, der kann getrost schlussfolgern: Alles, was Banken machen, kann heute mittels Technologie ohne das fragile Bankengeschäftsmodell umgesetzt werden.

Wie kommt es, dass Banken trotzdem immer noch allgegenwärtig sind? Viele Fintech-Enthusiasten dachten: Wenn es die Banken technologisch nicht mehr benötigt, werden sie ohnehin verschwinden. Wie wir gesehen haben, war diese Annahme falsch. Viel eher wurden die Fintech-Startups von den Banken einverleibt. Die bittere Ironie dabei: Heute sind viele ehemalige Fintech-Unternehmen ebenfalls bereits Teil des Schattenbankensystems.

Was müsste geschehen, um das Primat der Banken zu brechen? Es braucht eine grundlegende Anpassung unseres Gesellschaftsrechts. Weil die Definition der Solvenz von juristischen Personen im Gesellschaftsrecht für das digitale Zeitalter nicht mehr genügt, kann jede Bank alleine oder im Verbund mit anderen über das Schattenbankensystem systemische Risiken schaffen und die Gesellschaft erpressen. Deshalb braucht es eine neue Solvenzregel.

Und diese lautet? «Der Gesamtwert der Realvermögen einer Firma muss mindes-

tens dem Wert der Verbindlichkeiten in einer Worst-Case-Finanzlage entsprechen». Am wichtigsten ist: Die systemische Solvenzregel ist nur eine Anpassung bestehender Rechnungslegungskonzepte. Genauer: des Konzeptes der technischen Solvenz. Heute gilt ein Unternehmen als technisch solvent, wenn seine Vermögenswerte grösser als seine Verbindlichkeiten

" Staatliche Garantien verleiten die Banken dazu, vermehrt grössere Risiken einzugehen. "

sind. Die systemische Solvenz nimmt eine strengere Sichtweise ein. Hier zählen nur reale Vermögenswerte als Schutz gegen eine Insolvenz, Finanzanlagen werden nicht mitgezählt. Dies gewährleistet einen Sicherheitspuffer, der finanzielle Kettenreaktionen verhindert. ■ PH

Buch: Das Ende der Banken