

Research-Bericht | 28.02.2024

## Entscheidende Ethereum-Katalysatoren: Beginnt die Aufholjagd?

**In den vergangenen Monaten dominierte Bitcoin das Rampenlicht. Der erste Spot-basierte ETF lockte über sechs Milliarden US-Dollar an neuen Vermögenswerten an und verlieh dem Preis erheblichen Rückenwind. Ethereum ist als zweitgrösste Kryptowährung nach Marktkapitalisierung der nächste Kandidat für einen Spot-Fonds. Hinzu kommen erhebliche Fundamentaltreiber.**

Im Sommer 2023 bewarb sich BlackRock, der grösste Vermögensverwalter der Welt, für einen Spot-basierten Bitcoin-ETF. Die Finanzwelt wirkte überrascht. Weitere etablierte Finanzhäuser wie Fidelity, Invesco oder WisdomTree reichten eigene Anträge ein. Wenige Monate später erlitt die US-Börsenaufsicht (SEC) eine entscheidende rechtliche Niederlage gegen den Krypto-Vermögensverwalter Grayscale. Der Streitpunkt: die unfaire Behandlung von Futures- und Spot-basierten Bitcoin-ETFs. Ein Gericht argumentierte, die kategorische Ablehnung von Spot-Fonds sei willkürlich. Die SEC lenkte ein und genehmigte am 10. Januar 2024 den Handel mit elf verschiedenen ETFs.

### Ungebrochener Krypto-Appetit an der Wall Street

Der Start der Spot-Bitcoin-ETFs übertraf jegliche Erwartungen. Am ersten Handelstag alleine wechselten Fonds-Anteile im Wert von über 4.6 Mrd. USD den Besitzer. BlackRocks IBIT wurde zum schnellstwachsenden ETF der Geschichte. In den eineinhalb Monaten seit Lancierung flossen erstaunliche 6.5 Milliarden USD in die neuen Produkte. Pro Tag sind das im Schnitt 187 Millionen USD.

Der erhebliche Kaufdruck wird bei einem Blick auf den Bitcoin-Preis ersichtlich. Seit Jahresbeginn hat die grösste Kryptowährung nach Marktkapitalisierung um über +42% zugelegt. Dies trotz eines bereits starken Vorjahrs mit +156% und der enormen Vorfreude auf die ETFs.



Abbildung 1: Bitcoin-Preis (wöchentlich) / Quelle: Tradingview

Die Emittenten verwalten gemeinsam rund 15 Billionen USD an traditionellen Vermögenswerten. Bereits eine kleine Allokationsempfehlung im einstelligen Prozentbereich, die bisher keiner veröffentlichte, würde die Tore für weitere Zuflüsse öffnen.

### Ethereum: der nächste Kandidat

Rückwirkend überraschte die Genehmigung der Spot-Bitcoin-ETFs kaum. Seit 2017 bietet die Chicago Mercantile Exchange (CME) - die grösste Futuresbörse der Welt - Terminkontrakte für Bitcoin an. Diese durften ab Ende 2021 als Grundlage für Bitcoin-ETFs genutzt werden. Lediglich Spot-basierte Produkte blockierte die SEC; ohne legitime Basis, wie das US-Gericht entschied. Die Ausgangslage der zweitgrössten Kryptowährung nach Marktkapitalisierung sieht ähnlich aus.



Die CME erlaubt seit 2021 den Handel mit Ethereum-Kontrakten, die im Herbst 2023 in einen Futures-basierten ETF mündeten. Aufgrund der historischen Komplikationen mit Futures-ETFs verzeichneten die Produkte einen schwachen Start. Doch ein Spot-Produkt wäre, ähnlich wie bei den Bitcoin-ETFs, attraktiver für Anleger. Die Diskriminierung der SEC gegenüber Spot-Fonds unterliegt im Falle Ethereums denselben Logikfehlern wie bei den zuvor abgelehnten Bitcoin-ETFs. Es ist unwahrscheinlich, dass die Behörde eine weitere Blamage vor Gericht riskieren würde.

Hinzu kommt: BlackRock stieg bereits im November 2023 ins Rennen für einen Ethereum-ETF ein. Nach den Erfolgen des ersten Produkts wird sich der weltgrösste Vermögensverwalter kaum kampflos geschlagen geben. Eine Entscheidung der SEC könnte bereits am 23. Mai erfolgen. Bei ähnlicher Nachfrage wären die Preisauswirkungen erheblich. In Sachen Marktkapitalisierung, aber auch Liquidität, führt Bitcoin gegenüber Ethereum mit einem Faktor von drei.

### Was ist Ethereum überhaupt?

Das Konzept Bitcoins als "digitales Gold" ist für viele Anleger einleuchtend. Ethereum ist jedoch weitaus mehr als eine Digitalwährung. Als "Smart Contract" Plattform beherbergt das Netzwerk verschiedene selbstausführende Applikationen. Diese reichen von Finanzanwendungen wie dem dezentralen Handel mit Kryptowährungen oder der Kreditvergabe/-aufnahme über das Sammeln von Blockchain-Bildern (Nicht-fungible Token, NFTs) bis hin zur Gründung unternehmensähnlicher Organisationen (Decentralized Autonomous Organization, DAO). Ein paralleles, dezentralisiertes Finanzsystem mit über 60 Mrd. USD an hinterlegten Vermögenswerten entstand.

Die native Kryptowährung Ether (ETH) fungiert als Basiswährung in diesem Netzwerk. Zur Interaktion mit Smart Contracts gibt der Nutzer ETH aus. Ein Teil der Transaktionsgebühr wird vernichtet. Der Rest wird an Staking-Akteure, die eigene Ether als Sicherheit hinterlegt haben und Transaktionen validieren, verteilt. In Kombination entsteht eine

Digitalwährung, die einerseits monetäre Eigenschaften wie limitierte Inflation (oder gar Deflation), aber auch rein nutzungs-basierten Wert aufweist.

### Weitere Fundamentaltreiber nähern sich

Hinzu kommt ein zusätzlicher Meilenstein. In zwei Wochen wird das sogenannte Dencun Upgrade (EIP-4844) die Kosten für Skalierungslösungen erheblich senken. Denn in Zeiten hoher Netzwerkaktivität können Interaktionen mit der Ethereum-Blockchain über 100 US-Dollar beanspruchen. Mikrotransaktionen, Gaming-Apps und aktiver Handel sind für ein Grossteil der Netzwerkteilnehmer unerschwinglich.

Zur Entgegenwirkung dieses Mankos entwickeln verschiedene Teams mehrschichtige Skalierungsplattformen. Auf einer zweiten Ebene ("Layer-2") werden hunderte von Transaktionen gebündelt und als Stapel auf Ethereum abgerechnet. Die Kosten für einen Transfer auf der Layer-2-Ebene wird auf alle Akteure aufgeteilt. So erfordern Transaktionen auf den beiden grössten Skalierungsnetzwerken Arbitrum und Optimism, die beide über eigene Token verfügen, lediglich zehn bis 50 Cent statt über 20 Dollar.

Nach dem Dencun Upgrade werden grössere Bündel für einen tieferen Preis abgewickelt. Die Durchschnittsgebühr dürfte auf unter zwei Cent sinken. Blockchain-Aktivität, die über vergangene Jahre auf alternative Layer-1-Plattformen abwanderte, könnte ins Ethereum-Ökosystem zurückfliessen. Eine breitere Masse an potenziellen Nutzen erhält zudem günstigen Zugang zur Blockchain-Welt.

### Der Markt erwacht

Die Krypto-Märkte gelten aufgrund ihres jungen Alters als eher ineffizient. Die Einpreisung des Kaufdrucks durch Spot-Bitcoin-ETFs geschah vor der Genehmigung nur teilweise. Seit dem 10. Januar hat die grösste Kryptowährung nach Marktkapitalisierung um weitere +30% zugelegt. Bis zum Allzeithoch fehlen lediglich +14% - und das bereits vor dem berüchtigten "Halving".

Bei Ethereum beobachten wir ähnliche Muster. Das Verhältnis zwischen Ether und Bitcoin (ETH/BTC) handelt in der Nähe eines mehrjährigen Tiefstands. Händler scheinen skeptisch zu bleiben, ob der ETH-ETF tatsächlich zustande kommt.



Abbildung 2: Verhältnis zwischen Ether und Bitcoin  
(wöchentlich) / Quelle: Tradingview

Für aufmerksame Anleger mit Zugang zu einer breiteren Auswahl von Kryptowährungen stellt dies eine Chance dar. In vergangenen Marktzyklen setzte eine Kapitalrotation von Bitcoin in weitere Vermögenswerte immer nach dem ersten Impuls ein.



DIGITAL  
ASSET  
SOLUTIONS

**Digital Asset Solutions AG**  
Gotthardstrasse 26, CH-6300 Zug  
info@da.solutions  
www.da.solutions