

Kryptowährungen: Spekulationsobjekt oder Anlageklasse der Zukunft?



Uwe Rieken
1967 geboren

2003 Gründer und Geschäftsführer FAROS Consulting
1999–2002 Berufsstationen im Investmentgeschäft bei FLEMING Asset Management und FERi;
Ausbildung als Groß- und Außenhandelskaufmann bei der Allianz Versicherung

FAROS Consulting ist eines der ersten honorarbasierenden Investment-Consulting-Unternehmen Deutschlands für institutionelle Investoren.

Mit der Schwestergesellschaft FAROS Fiduciary Management AG war das Unternehmen auch eine der ersten Gesellschaften in Deutschland, die das Konzept eines ausgelagerten Finanzvorstands (»delegated CIO«) mit Sachverständigenfunktion angeboten hat.

sind Kryptowährungen in professionellen Portfolios eher selten anzutreffen. Mit diesem Beitrag sollen daher nach einer kurzen Einleitung zur Funktionsweise von Kryptowährungen Schlüsse für den Kapitalmarkt und für Investoren gezogen werden.

Bitcoin als Reaktion auf Sicherheitsbedenken und Vertrauensverlust in die Finanzwirtschaft

Heute gibt es rund 12.000 Kryptowährungen. Am Beispiel der ersten Kryptowährung, dem Bitcoin, soll die Funktionsweise beispielhaft kurz umrissen werden.

Das Bitcoin-Zahlungssystem wurde gemäß dem unter Pseudonym auftretenden »Bitcoin-Erfinder« Satoshi Nakamoto 2007 im Zuge der Finanzkrise entwickelt. Das Netzwerk basiert auf einer von den Teilnehmenden gemeinsam verwalteten dezentralen Datenbank, der Blockchain, in der alle Transaktionen erfasst sind. Mithilfe kryptografischer Methoden wird sichergestellt, dass Transaktionen nur vom Eigentümer vorgenommen und Bitcoins nur einfach ausgegeben werden. Anders als bei der Geldschöpfung durch Zentralbanken werden neue Bitcoin-Einheiten durch das computerbasierte Lösen von Aufgaben, das sogenannte Schürfen beziehungsweise Mining, geschaffen. Das Maximum ist dabei auf 21 Millionen Bitcoins beschränkt.

Als Katalysatoren für die Bitcoin-Entwicklung gelten das infolge der Finanzkrise angeschlagene Vertrauen in das Bankensystem, Sicherheitsbedenken und die wachsende Kritik an der zuletzt durch die Coronakrise ausgeweiteten exzessiven Geldschöpfung durch Zentralbanken. Ein Beleg dafür ist die Tatsache, dass allein die Notenbankbilanzen der USA, Europas und Japans seit 2007 um 570 Prozent gestiegen sind (siehe Abbildung 1).

Neben dem Ziel eines vom heutigen Finanzsystem unabhängigen Geldsystems ist die Verschlüsselung ein zweites Merkmal des Bitcoins. Durch die Eigenschaften der Blockchain-Technologie ist es gelungen, Transaktionen in elektronischer Form dezentral und sicher zu gestalten. Transaktionssicherheit ist ein wesentliches Element von Finanz- und Handelsgeschäften. Im Kern geht es immer um die Frage, wie ein Geschäft so sicher abgewickelt wird, dass der Verkäufer das Vertrauen hat, sein Geld zu bekommen, und der Kunde sicher sein kann, die versprochene Ware oder Dienstleistung zu erhalten.

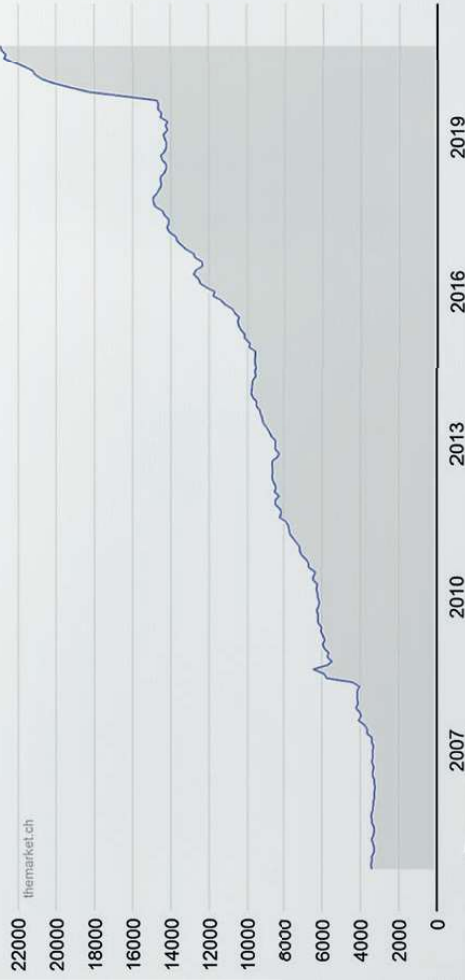
Die Digitalisierung stellt auch die Banken- und Finanzwelt vor enorme Herausforderungen. Theoretisch ist es heute möglich, Geldgeschäfte via Smartphones und Internet komplett ohne Banken zu tätigen. Man muss sich nur vorstellen, dass eine Handelsplattform wie Amazon Kryptowährungen akzeptieren würde. Kryptowährungen können aber nicht nur den Finanzsektor, sondern auch die Zahlungssysteme von Staaten bedrohen. Folglich haben bereits mehrere Zentralbanken angekündigt, ihr eigenes digitales Geld als Antwort auf die immer neuen Kryptowährungen zu entwickeln. Als Zentralbank der Zentralbanken hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) dazu in einer Umfrage kürzlich erhoben, dass 86 Prozent der 60 befragten Notenbanken darüber nachdenken, eigene digitale Zentralbankwährungen einzuführen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat Mitte 2021 entsprechend angekündigt, ein Evaluierungsprojekt zum digitalen Euro zu starten, wobei EZB-Präsidentin Christine Lagarde eine Einführung in den nächsten fünf Jahren erwartet. Dies könnte ähnlich weitreichend wie die Euro-Einführung sein, da die gesamte Bankeninfrastruktur betroffen sein wird.

Während China und Schweden bereits in entsprechenden Pilotphasen sind, hat El Salvador mangels eigener Ressourcen den Bitcoin neben dem US-Dollar offiziell als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt. Viele Finanzmarktteure, wie zum Beispiel der Internationale Währungsfonds, sehen diesen Schritt äußerst skeptisch und warnen auch Investoren vor zu viel Sorglosigkeit bei Investments in Kryptowährungen.

Interessanterweise gehen die Meinungen erfahrener Investoren zu Kryptowährungen weit auseinander. Die große Aufmerksamkeit sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Anlageklasse noch in ihren Kinderschuhen steckt. Entsprechend

Abb. 1

Die kumulierten Notenbankbilanzen von Fed, EZB und Bank of Japan in Mrd. US-Dollar



Die sogenannte Distributed-Ledger-Technologie (DLT) ist ein System dezentral geführter Kontobücher oder Transaktionsdatenbanken. Der Grundgedanke besteht darin, dabei auf zentrale Intermediäre wie Börsenmaklerinnen oder -makler und Banken zu verzichten. Im Einzelnen werden dabei Transaktionen von allen im Bitcoin-Netzwerk arbeitenden Rechnern überprüft, ob diese im Widerspruch zur bisherigen Transaktionshistorie stehen. Diese Technik ist erst durch den Einsatz vernetzter Computer praktikabel geworden. Die politische Brisanz dieser Dezentralisierung liegt im Gegensatz zum Prinzip der Zentralbanken schon sprachlich auf der Hand, und die Technikgemeinde der Anhänger sieht hier gar die Möglichkeit einer Demokratisierung des Kapitalmarkts.

Inwieweit sich Kryptowährungen als ernstzunehmende Anlageklasse etablieren, hängt von vielen Aspekten ab – darunter der Frage, ob sich neue Technologien mit einer besseren CO_2 -Bilanz durchsetzen können. Für professionelle Investoren sind aber auch die hohen Kursschwankungen, Probleme bei der finanzmathematischen Analyse sowie das Damoklesschwert der Regulatorik entscheidende Kriterien.

Senkung des noch desaströsen CO_2 -Fußabdrucks

Der immense Stromverbrauch, der für das Schürfen der Bitcoins benötigt wird, hat angesichts der globalen Klimadebatte viele Kritikerinnen und Kritiker auf den Plan gerufen. Dies gilt auch für Investoren, für die ein niedriger CO_2 -Fußabdruck

ihrer Portfolios immer wichtiger wird. Schätzungen des Bitcoin Electricity Consumption Index der Universität Cambridge kommen auf einen Verbrauch von 120 Terawattstunden. Damit liegt der Stromverbrauch des Bitcoins in der weltweiten Länderstatistik gegenwärtig an 32. Stelle, noch vor Ländern wie den Niederlanden, Österreich oder der Schweiz. Inzwischen haben sich deshalb einige Protagonisten vom Bitcoin abgewendet. Dazu zählt beispielsweise Elon Musk, der wegen dieser hohen Umweltbelastung davon abgerückt ist, den Bitcoin zur Zahlung für Teslas zuzulassen. In der Folge hat der Bitcoin-Kurs innerhalb weniger Tage fast ein Drittel seines Werts verloren (siehe Abbildung 2).

Da in der jüngeren Vergangenheit über zwei Drittel der Bitcoins in China erzeugt wurden, kam der größte Anteil des dafür benötigten Stroms aus Kohlekraftwerken. Um die eigene Öko-Bilanz nicht noch stärker zu belasten, hat die Volksrepublik daher die Mining-Farmen verboten. Allerdings wurde das Problem durch das Verbot nur verlagert, da die Mining-Farmen nach Kasachstan ausgewichen sind. Aber auch hier stammt der Strom zu 87 Prozent aus fossilen Energieträgern.

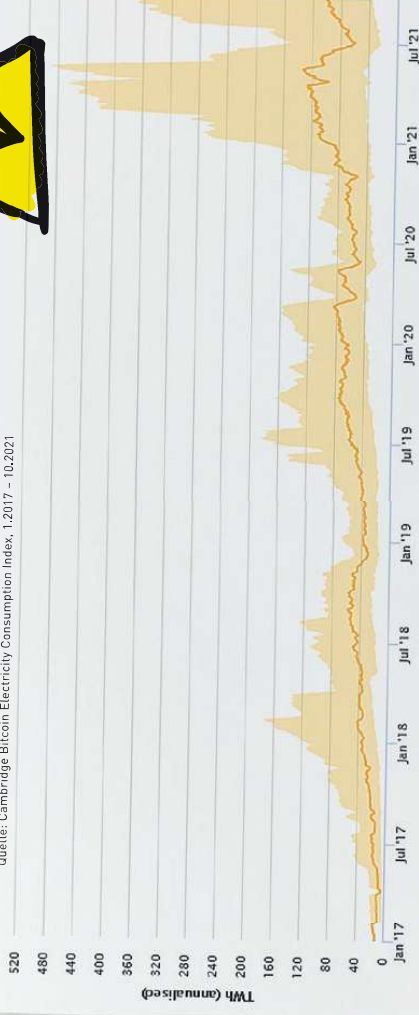
Ethereum als weniger stromhungrige Alternative

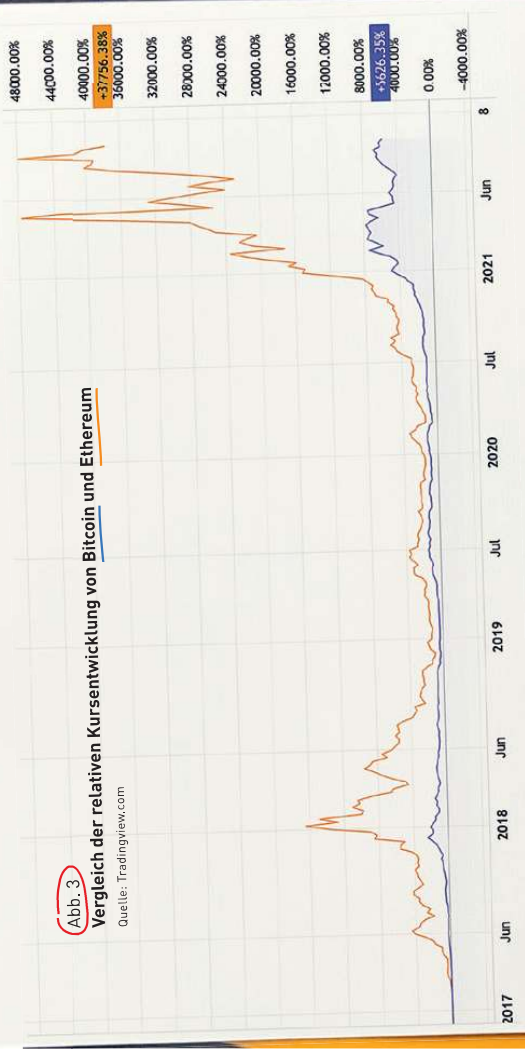
Hoffnung schöpft die Krypto-Community aus der vermehrten Nutzung erneuerbarer Energien und aus anderen Verfahren, die zum Beispiel bei Ethereum oder Cardano angewendet werden. Statt des mit hohem Energieverbrauch verbundenen Konsensverfahrens »Proof of Work« wird dort seit Ende 2020 mit der »Proof of Stake«-Methodik gearbeitet. Konkret geht die Ethereum Foundation, eine gemeinnützige Organisation zur Förderung der Weiterentwicklung der Ethereum-Plattform, davon aus, dass die benötigte Energie zum Bestätigen der Blöcke von Ethereum 2.0 um mindestens 99,95 Prozent fallen wird. Daher erwarten Expertinnen und

Abb. 2

Energiebedarf des Bitcoins

Quelle: Cambridge Bitcoin Electricity Consumption Index, 1.2017 – 10.2021

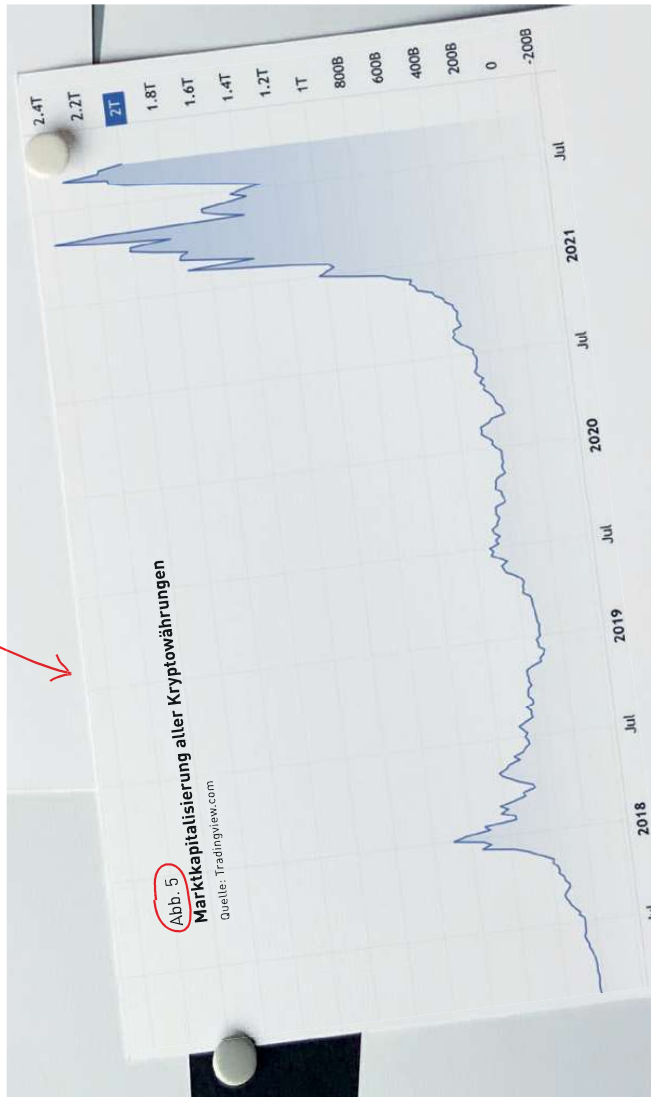




Experten, dass das energieeffizientere Ethereum den Bitcoin in der Bedeutung bald ablösen sollte – bis künftig saubere Energien zu günstigen Preisen genutzt werden können und die Karten neu gemischt werden. Ethereum ist mit rund 600 Milliarden US-Dollar Marktkapitalisierung die Nummer zwei nach dem Bitcoin und hatte in jüngster Zeit eine deutlich bessere Kursentwicklung (siehe Abbildung 3).

Extrem hohe Kursschwankungen

Aus Sicht eines Investors ist aber die extrem hohe Volatilität (Schwankungsbreite und damit Risikomaß) der Hauptgrund, warum der Bitcoin noch nicht den Weg in die institutionellen Portfolios gefunden hat. Und auch wenn der Vergleich zu Gold einer gewissen Logik folgt, ist das Risiko überproportional höher (siehe Abbildung 4).



Bewertung von Kryptowährungen folgt keiner ökonomischen Logik

Als Anlageinstrument sind Kryptowährungen derzeit noch ein Mysterium. Die Marktpreisbildung ist nicht klar, und die erratischen Kursverläufe sind für Analysten ebenso wie für Investoren ein Gräuel. Auch die Tatsache, dass Kryptowährungen keinen intrinsischen Wert haben, erschwert die Bewertung. Am ehesten vergleichbar sind Kryptowährungen mit Gold, wobei Gold als Rohstoff in der Industrie genutzt werden kann und einen entsprechenden Wert hat. Gold hat über Jahrhunderte hinweg den Charakter eines Wertaufbewahrungsmittels bewiesen. Jedoch entspringen auch hier die Kursverläufe keiner ökonomischen Logik. Eindeutig sind hingegen die Korrelationen zu anderen Anlageklassen. Korrelationen geben an, ob sich Marktbewertungen im gleichen oder ungleichen Verhältnis bewegen. Daher sind Korrelationen der wichtigste Faktor bei der Zusammensetzung eines ausgewogenen Portfolios. Für wichtige Anlageklassen sind die Korrelationen sehr gering oder sogar negativ, was sie als Portfolioeimischung attraktiv macht (siehe Abbildung 6).

Abb. 6 Korrelation Bitcoin mit anderen Assetklassen seit 2017

Quelle: eigene Berechnung mit Daten aus Bloomberg, per WANN.



Abb. 7

Kursverlauf Bitcoin in US-Dollar seit 2016

Quelle: Tradingview.com



Bemerkenswert ist zudem, dass die Korrelationen der Kryptowährungen untereinander sehr unterschiedlich sind. So sinkt beispielsweise die Korrelation von Bitcoin und Ether zunehmend. Prof. Dr. Philipp Sandner, Gründer des bisher einzigen Lehrstuhls zu Kryptowährungen in Deutschland, schätzt, dass der Korrelationskoeffizient zwischen den beiden größten Kryptowährungen durch Veränderungen in der Technologie in den nächsten zwei Jahren von derzeit 0,8 auf 0,6 sinken wird.

Risiko Regulatorik

Für Anlegerinnen und Anleger ist der gesetzliche Rahmen ein wesentlicher Faktor. Greift der Regulator stark ein, kann sich die Verbreitung einer Anlageklasse abschwächen. Ein Beispiel hierfür ist, dass China jüngst alle Aktivitäten mit Digitalwährungen untersagt hat und stattdessen seine eigene staatliche Digitalwährung zum zukünftigen Zahlungsmittel machen möchte. Auch wenn die kritische Haltung Chinas seit Längerem bekannt ist, hat das weitreichende Verbot viele Investoren am Kryptomarkt zunächst unerwartet getroffen und zu einem Kursrückgang bereits im rund 20 Prozent geführt. Interessant ist jedoch, dass dieser Rückgang bereits im Oktober 2021 vollständig wieder aufgeholt wurde (siehe Abbildung 7). Das Verbot hat offenbar zu Ausweichreaktionen geführt, die am Finanzmarkt sichtbar werden. Gerade autoritär oder totalitär regierte Länder können durch Verbote die Nutzung von Kryptowährungen einschränken. Dass es zu einem kompletten Aus kommt, ist jedoch unwahrscheinlich.

Fazit: Kryptowährungen sind hier, um zu bleiben

Die im Zuge der Entwicklung neuer Verschlüsselungstechnologien entstandenen Kryptowährungen werden sich fortentwickeln und Bestand haben.

Neben den unbestrittenen Vorteilen haben diese jedoch auch Nachteile, darunter der hohe Energieverbrauch – wobei hier an neuen ressourcenschonenderen Technologien gearbeitet wird. Kryptowährungen haben zudem das Potenzial, das globale Währungssystem auszuhebeln. Einige Staaten und Zentralbanken werden daher früher oder später regulatorische Maßnahmen ergreifen. Auch wenn sich dadurch die »Spielregeln« verändern, wird die Technologie, solange Computer vernetzt sind und Strom haben, weiter bestehen.

Sowohl für Privatanlegerinnen und -anleger als auch für institutionelle Investoren sind die mit Kryptowährungen verbundenen Risiken eines Investments allerdings durchaus real. Dazu zählt nicht nur die hohe Schwankungsbreite der Kurse, sondern beispielsweise auch Gefahren bei der korrekten Handhabung. Entsprechend führt die Anlageklasse Kryptowährungen heute in institutionellen Portfolios bisher nur ein Exotendasein. Angesichts der erst 14-jährigen Historie verwundert dies jedoch nicht. Vor allem, wenn man berücksichtigt, dass der Übergang vom traditionellen Münztausch bis zum flächendeckenden Einzug des Papiergelds Jahrhunderte gedauert hat. Ob der Bitcoin oder andere Kryptowährungen für Kapitalanlegerinnen und -anleger aktuell geeignet sind, bleibt davon unberührt. Durch die schnelle technische Entwicklung ist auch nicht sicher, ob der Bitcoin als »Leitwährung« innerhalb der Kryptoszene bestehen bleibt oder andere Währungen wie der Ethereum weiter an Bedeutung gewinnen. Insofern gilt auch bei Kryptowährungen der Investment-Grundsatz: »Lege nicht alle Eier in einen Korb«.

