

Kritische Analyse vor einem Entscheid zur Investition in digitale Anlagen

Mit den neuen Allzeithochs von Bitcoin im Jahr 2024 wird voraussichtlich die «sell-side» vermehrt das Thema «Investitionen in digitale Anlagen» an institutionelle Anleger herantragen. Es ist von zentraler Bedeutung, dass Entscheidungsträger über fundiertes Grundwissen verfügen, da vor einer allfälligen Investition eine Reihe wichtiger Aspekte zu berücksichtigen sind.

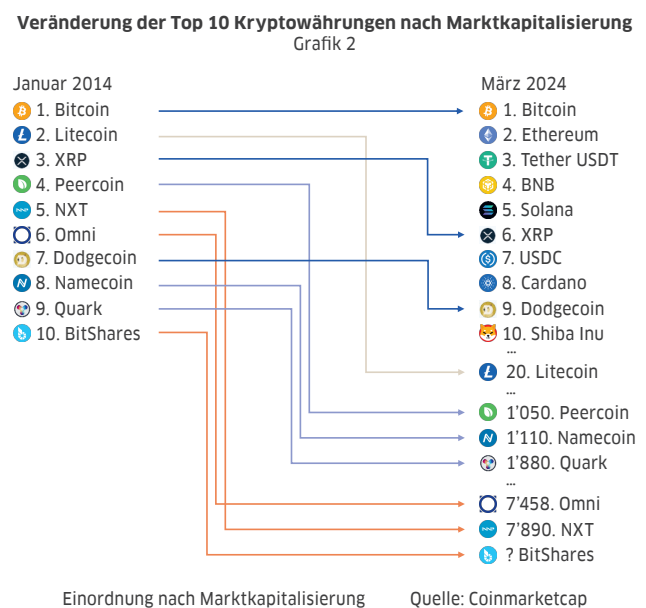
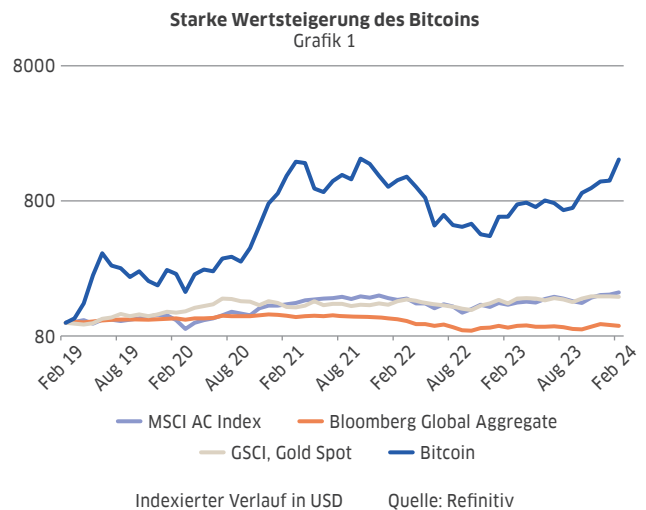
Der Blick in den Rückspiegel ist immer am einfachsten: Wer die Preisentwicklung von Bitcoin über die letzten fünf Jahre mit Aktien, Bonds oder Gold vergleicht, sieht in Grafik 1 auf Log-Skala wie deutlich die traditionellen Anlageklassen distanziert wurden. Die annualisierte USD-Rendite von Bitcoin beträgt beeindruckende 74%. Grund genug für eine Investition? Der Blick in die Zukunft ist naturgemäss schwieriger. Es gilt, die folgenden Fragen im Fokus zu behalten.

Investment Beliefs und Risikofähigkeit

Entspricht eine Investition den eigenen Investment Beliefs und der eigenen Risikofähigkeit? Die Preisentwicklung der meisten digitalen Anlagen zeichnet sich durch signifikante Auf- und Abwärtsbewegungen aus. Zwar existieren teilweise ergänzende Renditekanäle wie «staking» oder «yield farming», aber bis anhin ist der primäre Renditekanal meist das Preiswachstum. Die grundsätzliche Frage für jeden institutionellen Investor ist folglich, ob die eigenen Investment Beliefs eher einer Growth- oder einer Value-Logik folgen. Aus heutiger Perspektive sind die meisten digitalen Anlagen klar als riskante Growth-Anlagen einzustufen und wären entsprechend für einen Value-Investor schwierig zu verargumentieren. Für einen Growth-Investor stellen sich wichtige Folgefragen. Bitcoin hatte über die letzten fünf Jahre eine beträchtliche Volatilität und trotz insgesamt guter Entwicklung Drawdowns von mehr als 70%. Bei anderen Projekten können die Preisschwankungen noch deutlich grösser sein. Als institutioneller Investor gilt es daher, genau zu prüfen, welche Allokation die eigene Risikofähigkeit zulässt und wie eine solch schwankungsanfällige Anlage sinnvoll in das eigene Rebalancing-Konzept eingebunden werden kann.

Heterogenes Universum

Soll es nur ein Investment in Bitcoin sein oder bieten andere Projekte interessantere Anwendungsmöglichkeiten und mehr Preispotenzial? Das Universum digitaler Anlagen erstreckt sich weit über Bitcoin hinaus und umfasst eine vielfältige Landschaft von digitalen Währungen und Vermögenswerten. Verschiedene Projekte verfolgen unterschiedliche Ziele und können diversen Anwendungsbereichen zugeordnet werden (Wertspeicherung/Inflationsschutz, Smart Contracts, Oracles,



Stable Coins etc.). Dieser Heterogenität ist Rechnung zu tragen, wenn es um die Erarbeitung von Klassifizierungs- und Bewertungsansätzen geht.

Auch Unterschiede in den technischen Umsetzungen (z.B. «proof of work» vs. «proof of stake») gilt es zu beachten, da diese beispielsweise andere Renditekanäle ermöglichen oder für die Einordnung bezüglich ESG-Kriterien zentral sind. Eine etwaige Investition bedingt zumindest ein Grundverständnis des ausgewählten Projekts. Bei der Auswahl der Projekte gilt es, die Dynamik und Schnelllebigkeit des Universums zu beachten. Grafik 2 zeigt, dass gerade mal drei Projekte der Top Ten nach Marktkapitalisierung vom Januar 2014 sich auch in der Top Ten vom März 2024 wiederfinden, wohingegen sechs Projekte nicht mal mehr in der Top 1000 vertreten sind. Selbst hochkapitalisierte Projekte können innerhalb kurzer Zeit von neueren, technologisch fortschrittlicheren Projekten verdrängt werden.

Regulierung und Reputation

Wie steht es um die aktuelle Regulierung? Weltweit stehen Regulierungsbehörden digitalen Anlagen oft kritisch gegenüber, Hauptsorgepunkte sind die Dezentralisierung und fehlende Transparenz. Diese Aspekte erschweren die Überwachung und Regulierung, wobei Marktmanipulationen ein oft genanntes Risiko sind. Aus Sicht eines institutionellen Anlegers stellt die Regulierung Risiko und Chance zugleich dar. Einerseits führten Regulierungsschritte (z.B. starke Restriktionen in China) in der Vergangenheit oftmals zu starken Kursrückgängen. Andererseits führt die zunehmende Regulierung zu mehr Klarheit und etabliert digitale Anlagen.

Der Markt reagierte beispielsweise sehr positiv auf die jüngste Zulassung von Spot-Bitcoin-ETFs durch die US-Börsenaufsichtsbehörde. Bitcoin bietet mehr regulatorische Klarheit als die meisten anderen Projekte, da der regulatorische Status vieler Projekte gerade im wichtigen US-Markt noch ungeklärt ist. So ist beispielsweise selbst bei hochkapitalisierten Projekten noch nicht abschliessend geklärt, ob es sich aus US-regulatorischer Sicht um Rohstoffe oder doch um nicht registrierte Wertpapiere handelt. Die Preiswette hinter vielen Investments umfasst also auch gewichtige exogene Faktoren. Neben dem Preiseffekt von regulatorischen Eingriffen ist besonders für institutionelle Investoren auch deren Einfluss auf die

eigene Reputation im Auge zu behalten. In der Schweiz gibt es für Pensionskassen noch keine spezifischen Regelungen, die generellen Bestimmungen von BVV2 finden Anwendung. Die FINMA hat schon vor geraumer Zeit Kryptofonds nach schweizerischem Recht für qualifizierte Anleger genehmigt (als «übrige Fonds für alternative Anlagen» mit besonderem Risiko).

Implementierung

Wie wird ein Investment in digitale Assets implementiert? Eine Direktinvestition wirft sofort Fragen bezüglich Custody und Governance auf. Transaktionen können nicht einfach rückgängig gemacht werden, was im Falle eines Fehlers oder eines betrügerischen Vorgangs zum vollständigen Verlust der Vermögenssumme führen kann. Die sichere Verwahrung ist also eine der grössten Herausforderungen für institutionelle Investoren. Sie müssen sich auf spezialisierte Custody-Lösungen verlassen können. Umsetzungen über Fonds, Zertifikate und ETFs sind mögliche Alternativen. Aber auch das Spiel über Bande ist eine Möglichkeit, indem beispielsweise in kotierte Unternehmen wie

TAKE AWAYS

- Die Kompatibilität einer Investition mit den eigenen Investment Beliefs und der eigenen Risikofähigkeit gilt es kritisch zu prüfen.
- Die Allokation sollte unter Berücksichtigung der hohen Heterogenität bezüglich Technologie und Anwendungsbereichen festgelegt werden.
- Es ist wichtig, sich mit der aktuellen Regulierung und dem Einfluss auf die eigene Reputation auseinanderzusetzen.
- Spezifische Umsetzungsmöglichkeiten müssen im Rahmen der Due-Diligence-Prüfung im Hinblick auf operationelle Risiken, Gegenpartei Risiken, Kosten und Flexibilität analysiert werden.

Handelsplattformen oder Bitcoin-Miner investiert wird. Jede Umsetzungsmöglichkeit gilt es bezüglich operationeller Risiken, Gegenpartei Risiken, Kosten und Flexibilität zu analysieren.

CÉDRIC MÜLLER

Senior Consultant, c-alm AG



MICHA VILLING

Senior Aktuar, c-alm AG

