

## Kryptowährungen

# Bitcoins und Ethereum für Pensionskassen?

Es herrscht Goldgräberstimmung. Nachdem sich der Kurs des Bitcoins in weniger als zwölf Monaten nahezu verzehnfacht hat, verfügte das Segment der Kryptowährungen im Februar 2021 über eine deutlich grössere Marktkapitalisierung als der Schweizer Aktienmarkt. Zeit, als institutioneller Investor einzusteigen?

---

## IN KÜRZE

Kryptowährungen bergen diverse Risiken, die für einen Investor kritisch sein können. Zudem erfüllen sie aus ALM-Sicht Grundanforderungen an eine Kapitalanlage nicht.

---

Etablierte Finanzdienstleister haben das Segment der Kryptowährungen in ihr Sortiment aufgenommen. Der Zugang wird durch die Verfügbarkeit von Kollektivanlagen und Derivaten erleichtert. Sollen nun auch Schweizer Vorsorgeeinrichtungen diesem Trend folgen?

### Der Markt für Kryptowährungen

Im Februar 2021 ist die Marktkapitalisierung der Kryptowährungen auf über 1.5 Billionen Schweizer Franken angewachsen. Der Datenanbieter CoinMarketCap zählte zu diesem Zeitpunkt 8723 Kryptowährungen, die an 305 verschiedenen Marktplätzen gehandelt werden. Durch Abgabelungen («Forks») und Neuentwicklungen kommen laufend neue Kryptowährungen auf den Markt.

Ein Teil dieser Kryptowährungen ist jedoch nicht als Alternative zum Bitcoin konzipiert und für spekulative Zwecke nicht geeignet. Wichtige Beispiele dafür umfassen Stablecoins, deren Kurs an eine reguläre Landeswährung gebunden ist, oder Utility Coins, mit denen ausschliesslich spezifische Dienstleistungen bezahlt werden können.

Trotz der hohen Anzahl an Währungen ist der Markt sehr konzentriert: Ungefähr zwei Drittel, also rund eine Billion, konnte im Februar 2021 dem Bitcoin zugeordnet werden (zu dessen Wertentwicklung, siehe Grafik). Die Nummer zwei der Kryptowährung, Ethereum, war zu diesem Zeitpunkt etwa 200 Milliarden wert, dies ist ungefähr gleich viel, wie die nächsten zehn Kryptowährungen zusammen.

### Risiken von Kryptowährungen

Folgende Risiken müssen bei Kryptowährungen als kritisch eingeschätzt werden.

#### *Fehlender Investorenschutz*

Da Kryptowährungen in der Regel nicht als Wertpapiere klassifiziert werden, sind sie bisher weitgehend unreguliert.

#### *Marktmanipulationen*

Das Risiko von Marktmanipulationen ist in vielen Fällen hoch. Kritische Faktoren sind Marktstruktur, Transparenz und Liquidität.

#### *Regulatorische Risiken*

Greifen Regulatoren doch ein, kann dies zu starken Kurseinbrüchen führen.

#### *Technologische Risiken*

Neue Kryptowährungen und andere Innovationen können die aktuell bestehenden Kryptowährungen überflüssig machen.

#### *Cyberkriminalität und Technik*

Technologische Schwachstellen und Cyberkriminalität führen immer wieder zum Verlust von Vermögenswerten.

#### *Nachhaltigkeit*

Der Energieverbrauch für die Produktion von und die Transaktionen mit Kryptowährungen, insbesondere Bitcoins, ist exorbitant. Die Investition in Kryptowährungen ist daher schwer mit Nachhaltigkeitsgrundsätzen zu vereinbaren.



**Philipp Weber**  
CFA, Senior Consultant,  
Leiter Research,  
c-alm AG

### Strategische Eignung aus ALM-Sicht

Gemäss gesetzlichem Auftrag sollen Vorsorgeeinrichtungen bei der Anlage des Vermögens darauf achten, dass die Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke und damit die Auszahlung von Renten in Franken gewährleistet ist.

Solange Renten nicht in Bitcoins oder anderen Kryptowährungen bezahlt werden, ist die Anlage von Vorsorgegeldern in diesen Währungen daher als unvorteilhaft zu beurteilen. Diese Feststellung gilt grundsätzlich auch für herkömmliche Fremdwährungen oder für Anlagen wie Gold oder Edelmetalle.

### Vereinbarkeit mit der Anlagephilosophie

Beteiligungsrechte repräsentieren einen Anspruch an einem Vermögen und an den erwirtschafteten Erträgen. Nominalwerte repräsentieren eine Forderung auf Couponzahlungen und die Rückzahlung des Nennwertes. Auch wenn die daraus resultierende Verzinsung im aktuellen Tiefzinsumfeld gering oder gar negativ ist, so ist sie objektiv messbar.

Kryptowährungen und Währungen im Allgemeinen sind hingegen keine Kapitalgüter und zahlen entsprechend keinen Kapitalertrag. Ihr Anlageversprechen lässt sich mit den folgenden drei Stichworten zusammenfassen.

#### Erhoffte Wertsteigerung

Vorhersehbare Verschiebungen von Angebot und Nachfrage sind im aktuellen Preis noch nicht inkludiert und sollen zu substantiellen Wertsteigerungen führen.

#### Diversifikation

Die Anlageklasse weist eine tiefe Korrelation mit den übrigen Anlageklassen auf. Dies wird entweder durch empirische Korrelationszahlen belegt oder ökonomisch begründet.

#### Schutz vor Inflation

Inflation und Inflationsängste treiben Investoren in Anlagen, die nicht vom Kaufkraftzerfall der regulären Landeswährungen betroffen sind.

### Erfahrungen aus der Rohstoffhaussse

Auffällig ist die Ähnlichkeit dieser Versprechen mit den Verkaufsargumenten für Rohstoffprodukte in den 2000er Jahren. Wie sind diese ex post zu beurteilen?

## Investitionen in Rohstoffe – Annahmen versus Realität

Argument	Realität
Die wachsende Nachfrage in China und den Schwellenländern führt angesichts der Endlichkeit vieler Rohstoffe zu massiven Preissteigerungen.	Die Nachfrage aus China und anderen Schwellenländern ist gestiegen, nicht jedoch die Preise. Die Gesamtmarktindizes liegen immer noch deutlich unter den Höchstständen kurz vor der Finanzkrise.
Das Hinzufügen von hochvolatilen Rohstoffprodukten reduziert aufgrund von vorteilhaften Diversifikationseigenschaften die ausgewiesene Portfoliovolatilität.	Gemessen an der historischen Portfoliovolatilität konnte die Diversifikation teilweise verbessert werden. Vor den massiven Kurseinbussen während der Finanzkrise boten Rohstoffanlagen jedoch keinen Schutz.
Die Anlage in Gold bietet einen wirkungsvollen Schutz vor Inflation.	Der starke Anstieg des Goldpreises ab 2006 erfolgte (aus Schweizer Sicht) in einem weitgehend inflationsfreien Umfeld. Angesichts der stark ausgeweiteten Notenbankgeldmengen rechnen aber viele Investoren mit einem erhöhten Inflationsrisiko.
Der Markt folgt stabilen Mustern. Durch technische Handelsregeln kann der Markt einfach geschlagen werden.	Anlageprodukte mit persistentem Alpha in allen Marktphasen sind eher selten.

### Wertentwicklung Bitcoin (Quelle: Bundesamt für Statistik, Refinitiv, c-alm AG)



Die Tabelle gibt einen entsprechenden Überblick. Die Versprechen, so ein kurzes Fazit, erfüllten sich nicht.

### Kein Investment Case für Pensionskassen

Der Markt für Kryptowährungen ist im vergangenen Jahr vor allem aufgrund der Explosion des Bitcoinkurses auf eine substantielle Grösse angestiegen. Ein konzentrierter Markt, fehlende Investorenschutzbestimmungen, potenzielle re-

gulatorische Eingriffe und die Entwicklung von Substitutionsprodukten stellen schwer kalkulierbare Risiken dar.

Da Renten nicht in Kryptowährungen gezahlt werden, ist die Berücksichtigung von Kryptowährungen in der Anlagestrategie aus ALM-Sicht kritisch zu beurteilen. Kryptowährungen sind wie andere Währungen und Rohstoffe kein Kapitalgut. Diese Eigenschaft ist nicht zu vereinbaren mit einer fundamental ertragsorientierten Anlagephilosophie. |