

* * * **Investment Mail Spezial** * * *

Bitcoin: Neue Weltwährung oder Tulpen des 21. Jahrhunderts?

Mit jedem Tag, an dem der Bitcoin-Kurs neue und immer lichtere Höhen erklimmt, wird die Frage drängender, was hinter diesem Phänomen steht. Ist die Kryptowährung das neue Gold, in das Anleger angesichts steigender politischer Unsicherheiten zu Recht flüchten? Ist Bitcoin die neue globale Weltwährung, die über kurz oder lang alle traditionellen, nationalstaatlichen Währungen verdrängen wird? Oder sind Bitcoins einfach die Tulpen des 21. Jahrhunderts, eine Spekulationsblase, die vom kollektiven Hype befeuert und früher oder später in sich zusammenbrechen wird?

Beurteilt man den Erfolg der Kryptowährung Bitcoin rein an der Kursentwicklung gegenüber traditionellen Währungen, ist der Erfolg unbestreitbar. Jeder US-Dollar, den man Anfang 2012 in Bitcoin investiert hat, ist heute rund das 800-fache wert. Was steckt hinter dieser enormen Wertsteigerung?

Ist Bitcoin das neue Gold oder gar die Weltwährung der Zukunft?

Nimmt man den bisherigen monetären Erfolg von Bitcoin ernst, muss man unterstellen, dass die Kryptowährung als *DIE* oder zumindest eine der Weltwährungen der Zukunft gehandelt wird. Es macht daher Sinn zu analysieren, ob Bitcoins tatsächlich die eigentlichen Grundfunktionen von Geld erfüllen: nämlich als Wertmaßstab zur Wertaufbewahrung und Zahlungsmittel zu dienen.

Als **Wertmaßstab** zu dienen, sollte für Bitcoin kein Problem sein. Der Wert von ökonomischen Gütern kann problemlos in Bitcoin-Einheiten ausgedrückt werden.

Die Frage, ob Bitcoin auch zur **Wertaufbewahrung** dienen kann, ist schon schwieriger zu beantworten. In dieser Funktion werden Bitcoins häufig mit Gold verglichen. Sind Bitcoins aber tatsächlich eine Alternative zu Gold, um Vermögenswerte vor Inflation und staatlichem Eingriff zu schützen? Auf den ersten Blick ist Bitcoin eine verlockende Alternative zu Gold. Wie bei Gold gibt es keine Notenbank, welche die Geldmenge beeinflussen kann und der Algorithmus hinter Bitcoin ist – vermeintlich – vor staatlichem Einfluss geschützt. Bei Fiat-Geld, wie dem Euro oder dem US-Dollar, ist der Wert der Währung letztlich vom Vertrauen in die Wirtschaftskraft und die Notenbank des jeweiligen Landes abhängig. Sieht man genauer hin, haben Kryptowährungen aber wesentlich mehr mit Fiat-Geld gemein, als man vielleicht wahrhaben möchte.

Der Wert einer Kryptowährung ist vollständig vom Vertrauen in den dahinterliegenden Algorithmus abhängig. Gold hat sich als physischer Gegenstand über Jahrtausende als probates Mittel zur Wertaufbewahrung erwiesen. Kryptowährungen hingegen überleben – überspitzt ausgedrückt – vielleicht nicht einmal einen Stromausfall. Die Computeralgorithmen hinter Bitcoin haben sich bisher zwar als relativ robust gegenüber Angriffen erwiesen, können aber von den Softwareentwicklern beeinflusst werden. Wie so ein Eingriff zu Ungunsten von Benutzern der

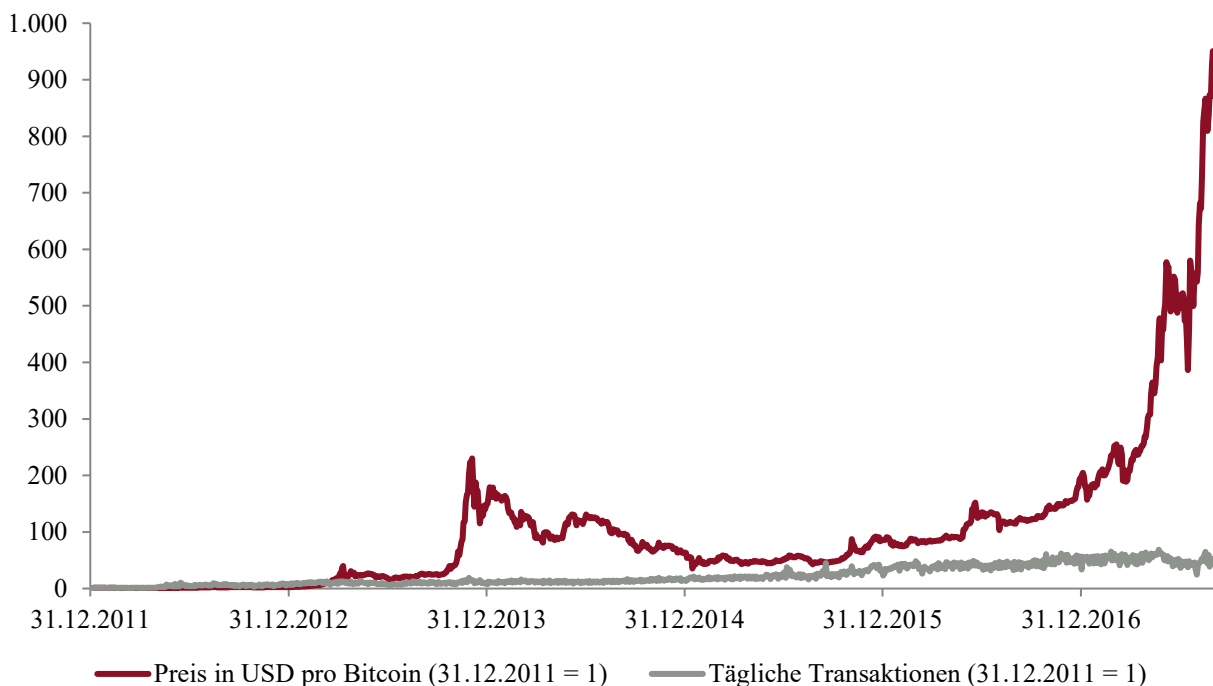
Währung und nicht markteffizient ablaufen kann, hat die Spaltung (Fork) von Bitcoin in „Bitcoin“ und „Bitcoin-Cash“ im Sommer 2017 gezeigt.

Dazu kommt, dass die praktische Kontrolle über Bitcoin mittlerweile in den Händen von nur wenigen großen Teilnehmern im Bitcoin-Netzwerk liegt. Die Konzentration erklärt sich dadurch, dass jede Bitcoin-Transaktion durch eine extrem aufwändige Rechenoperation bestätigt werden muss. Sogenannte „Bitcoin-Miner“ führen die Rechenoperationen durch und erhalten als Gegenleistung dafür neue Bitcoins oder eine Transaktionsgebühr in Form von Bitcoins.

Die benötigte Rechenleistung ist mittlerweile so hoch, dass es sich nur noch für wenige große sogenannte „Mining-Farmen“ auszahlt, an diesem Prozess teilzunehmen. Theoretisch beruht Bitcoin auf dem Prinzip, dass jeder Bitcoin-Teilnehmer an diesem Prozess teilnehmen kann und es damit keine zentrale Autorität gibt. In der Praxis ist die Macht im Bitcoin-Netzwerk aber mittlerweile geballt in den Händen weniger, vor allem chinesischer Teilnehmer, die über Zugang zu günstigen Stromquellen und damit zu günstiger Rechenleistung verfügen.

Ebenso wichtig wie die Frage, ob Bitcoin als Mittel zur Wertaufbewahrung geeignet ist, ist die Frage, ob Bitcoin sich als weithin akzeptiertes **Zahlungsmittel** durchsetzen kann. Die Fortschritte, die Bitcoin in diesem Bereich macht sind bisher eher gering. Zwar machen Händler immer wieder Schlagzeilen damit, dass sie Bitcoins akzeptieren. Mit ausschließlich Bitcoins im Portemonnaie kommt man als Konsument bisher aber nicht annähernd durch den Alltag.

Vergleicht man den Wertanstieg der Währung mit dem Anstieg der Transaktions-Anzahl wird rasch klar, dass der Wert der Bitcoins der Relevanz als Zahlungsmittel vorausgeeilt ist.



Quelle: blockchain.info

Seit Anfang 2012 ist der Wert von Bitcoins gemessen in US-Dollar um rund das 800-fache gestiegen, während sich die Anzahl der täglichen Transaktionen „nur“ um das 30-fache erhöht hat. Im Schnitt finden derzeit rund 275.000 Bitcoin-Transaktionen pro Tag statt. Wie hoch dabei der Anteil „echter“ Transaktionen zum Kauf von Gütern oder Dienstleistungen ist und welcher Anteil von reiner Spekulation getrieben ist, ist jedoch ungewiss.

Selbst wenn Unternehmen Bitcoins als Zahlungsmittel akzeptieren, so tun sie dies ausschließlich über Zahlungsmitteldienstleister, die den Kaufbetrag in der Sekunde der Transaktion in eine übliche Währung konvertieren. Ein Unternehmen, das seine Verbindlichkeiten an Mitarbeiter und Lieferanten, beziehungsweise seine Steuern in US-Dollar oder Euro begleichen muss, wird kaum das Risiko eingehen, größere Beträge in einer so stark schwankenden Währung wie Bitcoin zu halten.

Ein weiterer Aspekt sind die Kosten für den Betrieb des Bitcoin-Netzwerks. Bisher sind Bitcoin-Miner, die neue Bitcoins „schürfen“ und Transaktionen im Netzwerk über aufwändige Berechnungen bestätigen, vor allem vom starken Wertanstieg der virtuellen Währung motiviert. Geht man davon aus, dass sich der Wert von Bitcoins zukünftig stabilisieren, und die Kryptowährung tatsächlich in erster Linie für den Zahlungsverkehr eingesetzt werden wird, müssen diese aufwändigen Berechnungen aber immer noch für jede einzelne Transaktion durchgeführt werden. Schon heute wird der Stromverbrauch des Bitcoin-Netzwerks mit dem einer deutschen Großstadt verglichen. Die Kosten für einzelne Bitcoin-Transaktionen sind also potenziell sehr hoch. Visa und Mastercard betreiben bereits jetzt effiziente, globale Zahlungsnetzwerke, die mit einem Bruchteil der Energiekosten auskommen.

Wie stehen die Staaten und Notenbanken zu Bitcoin?

Die Akzeptanz der Begleichung von Steuerschulden in Bitcoin ist nur ein Hebel für Staaten, um Bitcoin zu regulieren. Notenbanken und Staaten haben sich bisher nicht einheitlich zu Bitcoin und Kryptowährungen geäußert, wobei tendenziell abwartende oder skeptische Haltungen überwiegen. Der österreichische Notenbankgouverneur Nowotny hat sich in den letzten Monaten kritisch und warnend zum Thema Bitcoin geäußert. Die chinesische Notenbank ist Anfang September so weit gegangen, sogenannte Initial Coin Offerings, also die Ausgabe neuer Kryptowährungen, beziehungsweise die Kapitalaufnahme über Kryptowährungen zu verbieten. Im Gegensatz zu diesen zurückhaltenden Positionen hat Japan im Frühjahr Schlagzeilen damit gemacht, Bitcoin als „Zahlungsmittel“ zugelassen zu haben. In der Praxis bedeuteten die japanischen Gesetzesänderungen aber vor allem, dass Kryptowährungen beim Kauf- oder Verkauf zwar nicht mehr der Umsatzsteuer unterliegen, dafür aber Kapitalertrags- und andere Steuern anfallen. Außerdem verpflichtet Japan nun Kryptowährungsbörsen dazu, umfangreiche Maßnahmen zur Geldwäscheprävention zu erfüllen.

Der von manchen Bitcoin-Enthusiasten gehegte Traum einer globalen Währung, die frei von jedem Staatseingriff und jeder Regulierung existiert, ist also unrealistisch. In der Praxis werden sich die Notenbanken die Kontrolle über das Geldwesen nicht aus der Hand nehmen lassen. Von staatlicher Stelle stehen ausreichend Mittel zur Verfügung, um Bitcoin und andere Kryptowährungen entsprechend zu regulieren.

Wo liegt der faire Wert für Bitcoins?

Bei nüchterner Betrachtung erfüllt Bitcoin die Anforderungen an eine „echte“ Währung bisher nur unzureichend. Vor allem als Zahlungsmittel konnte sich Bitcoin, trotz aller anderslautenden Schlagzeilen, bisher kaum durchsetzen.

Bleibt die Frage offen, warum Bitcoin in den letzten Monaten dann derartig hohe Wertzuwächse erzielen konnte? Dazu bieten sich aus unserer Sicht zwei Erklärungen an.

Die eine wäre, dass der Markt davon ausgeht, dass sich Bitcoin tatsächlich als Währung durchsetzen kann. In diesem Fall kann es bereits jetzt Sinn machen, Einheiten dieser Währung zu halten. Um den „fairen“ Wechselkurs für Bitcoin zu eruieren, kann man sich an der Theorie der Kaufkraftparität orientieren. Die Frage lautet dann: Wenn ich heute um 4.000 US-Dollar einen Bitcoin kaufe, kann ich dann für diesen Bitcoin auch Waren oder Dienstleistungen in diesem Wert beziehen?

Die andere Erklärung des starken Kursanstiegs ist wesentlich banaler und wahrscheinlich realistischer. Die Entwicklung von Bitcoin hat mit fundamentaler Bewertung wenig zu tun. Es handelt sich um eine Entwicklung, die sich selbst immer wieder neu befeuert. Je stärker die Kurse steigen, desto mehr Marktteilnehmer werden angezogen und treiben den Kurs weiter nach oben. Dann wären Bitcoin die Tulpen des 21. Jahrhunderts. Wie hoch die Preise bei so einer Spekulationsblase ansteigen und wann eine solche Blase platzt, ist völlig unvorhersehbar.

Bitcoin aus Sicht unserer Veranlagungsstrategie

Nüchtern betrachtet muss man den bisherigen Erfolg von Kryptowährungen und der dahinterstehenden Technologie anerkennen. Gleichzeitig ist unter Berücksichtigung der zuvor genannten Themen aber klar, dass ein Investment in Kryptowährungen hochspekulativ ist und derzeit keine Assetklasse in einem von uns verwalteten Portfolio darstellt.

Ein auf langfristigen Werterhalt ausgerichtetes Portfolio besteht für uns nach wie vor in erster Linie aus breit gestreuten Investments in Aktien und Anleihen. Das sind Assetklassen, die unabhängig vom gehandelten Marktpreis einen Wert für den Investor darstellen. Als Aktionär habe ich ein Recht auf die Gewinne eines Unternehmens und als Anleiheinvestor auf die vereinbarten Zinszahlungen. Ein Investment in Bitcoins bringt per se noch keinen Ertrag. Der Ertrag entsteht erst dann, wenn ich jemanden finde, der mir meine Bitcoins zu einem späteren Zeitpunkt zu einem höheren Preis wieder abkauft. Die hohen Schwankungen im Wert von Bitcoins machen die Kryptowährung für Spekulanten interessant. Investoren, die nachhaltige Renditen erwirtschaften und ihr Vermögen bewahren möchten, sind allerdings besser in traditionellen Assetklassen aufgehoben.

Autor: MMag. Christoph Olbrich, CFA, Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft



MMag. Christoph Olbrich, CFA

Tel.: +43-1-502 20-353, Mobil: +43-664-96 95 353

christoph.olbrich@gutmann.at

MMag. Christoph Olbrich hat die Prokura der Gutmann KAG und ist seit 2007 für das Aktienfondsmanagement zuständig. Zuvor war MMag. Olbrich im Osteuropa Fondsmanagement und im Risk Management der Raiffeisen Capital Management tätig. Er ist Absolvent der WU Wien, der Bordeaux Business School, sowie CFA Charterholder.

Die Anlage in Finanzinstrumenten ist Marktrisiken unterworfen. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Gutmann KAG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Gutmann KAG untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Offenlegungspflicht gemäß § 25 MedienG: Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz sind unter folgender Web-Adresse zu finden: www.gutmannfonds.at/impressum.

© Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich,
Tel.: +43-1-502 20-0, www.gutmannfonds.at

September 2017