

FUNDAMENTALE BEWERTUNG VON CRYPTO TOKENS

Mai 2019

Wie generiert ein Token Wert?

Der Begriff «Crypto Währung» ist irreführend, weil es neben Zahlungs-Token auch Nutzungs-Token (Gutscheine) und Anlage-Token (Wertschriften und verbriefte Vermögen) gibt. Daher prafereieren wir den Überbegriff ‘Token’.

Ungefäher 2'000 Token werden derzeit an Crypto Börsen weltweit gehandelt. Basierend auf den Eigenschaften des Tokens unterteilen wir dieses Universum in untenstehende fünf Kategorien. Die Kategorie ‘Wertaufbewahrungsmittel’ ist für uns am wertvollsten, ‘Lokales Zahlungsmittel’ am unattraktivsten.

Klassifizierung von Crypto Token



Quelle: SwissRex AG

Bitcoin klassifizieren wir als Wertaufbewahrungsmittel oder digitales Gold. Die Anzahl Bitcoin ist auf 21 Millionen limitiert. Davon sind heute bereits ungefaher 17.6 Millionen im Umlauf. Das Angebot oder die Inflation, die jährlich auf den Markt kommt, liegt aktuell bei 4%. Im Jahr 2020 wird sie auf 2% reduziert und 2024 auf 1%. Da Passwörter hie und da verloren gehen und nicht wiederhergestellt werden können, dürfte Bitcoin ab 2024 deflationar werden; Dank hoher Sicherheit und einfacher Übertragbarkeit dürfte Bitcoin in Zukunft einen Teil von Gold substituieren. Als globales Zahlungsmittel ist es wegen des deflationären Charakters kaum geeignet.

Wir unterteilen die Token in fünf Kategorien, wobei ‘Wertaufbewahrungsmittel’ und ‘Globales Zahlungsmittel’ das grösste Potential haben.

XRP (Ripple) oder Stellar eignen sich besser als globales Zahlungsmittel. Transaktionen sind schnell und günstig. Dadurch werden sie zur Konkurrenz von SWIFT und anderen traditionellen Zahlungssystemen.

Beteiligung am Umsatz oder Gewinn einer Geschäftsidee ist die dritte Kategorie. Diese sogenannten ‘Security Tokens’ können mit Aktien oder Obligationen verglichen werden.

Es ist wichtig, zwischen der Blockchain Technologie und Crypto Tokens zu unterscheiden. So ist beispielsweise Ethereum die führende Plattform für sogenannte Smart Contracts. Jedoch wird mit ETH Tokens nicht eine Beteiligung an Ethereum erworben. ETH sind lediglich ein Zahlungsmittel für die Plattform. Lokale Zahlungsmittel haben einen entscheidenden Nachteil: Transaktionen geschehen in Windeseile, wodurch derselbe Token sehr oft die Hand wechseln kann. Die Umlaufgeschwindigkeit ist sehr hoch. Daher wird nur eine kleine Anzahl Token benötigt, um ein gewisses Transaktionsvolumen zu generieren.

Eine höhere Nachfrage führt dementsprechend nur zu einem geringen Kursanstieg, da die Tokens einfach schneller zirkulieren – die Preiselastizität ist hoch. Das Angebot muss daher sehr niedrig gehalten werden oder die Nachfrage extrem gross sein, damit der Token Wert generiert. Eine Möglichkeit, das Angebot niedrig zu halten, ist, eine Mitgliedschaft einzuführen, wobei Tokens geblockt und daher vom Markt genommen werden.

Bewertungsmodelle für Crypto Tokens

Für Security Tokens können gängige Bewertungsmethoden aus der traditionellen Welt wie Discounted Cash Flow Analyse oder Kurs-Gewinn Verhältnisse herangezogen werden. Für Zahlungs- und Nutzungstokens muss aber ein neuer Weg eingeschlagen werden, der hier beschrieben wird.

Für Zahlungs- und Nutzungstokens muss eine neue Bewertungsmethode herangezogen werden.

Zuerst muss abgeschätzt werden, wie hoch das Transaktionsvolumen eines Tokens ist. Danach wird berechnet, wie hoch der Kurs des Tokens sein muss, um dieses Transaktionsvolumen zu generieren. Dabei müssen Angebot, Inflation und Umlaufgeschwindigkeit des Tokens berücksichtigt werden. Angebot und Inflation zu bestimmen, gehört zu den leichteren Aufgaben, da diese grösstenteils im Voraus bestimmt bzw. programmiert sind. Dagegen ist die Umlaufgeschwindigkeit ein abstrakter Begriff, der definiert werden muss und dessen Veränderung im Zeitablauf schwierig zu schätzen ist.

Derselbe Token wechselt innerhalb eines Jahres mehrere Male die Hand. Während Bargeld je nach Definition 3-10x pro Jahr zirkuliert, liegt dieser Wert gemäss unserer Definition bei Tokens im Bereich 25-100x; schnellere

Transaktionen sind eines der Ziele der Blockchain Technologie. Schliesslich ist, wie bei traditionellen Bewertungsmethoden, der Diskontierungssatz eine wichtige Grösse. Da die Geschäftsideen meistens denen von Start-ups gleichen und die Volatilität der Tokens hoch ist, müsste ein sehr hoher Satz eingesetzt werden. Auf der anderen Seite ist einer der Vorteile der Crypto Börsen, dass auch Start-ups ziemlich liquide gehandelt werden. Als Ausgangspunkt stützen wir uns daher auf den Zinssatz von hochverzinslichen Anleihen und passen diesen nach oben an, sofern die Liquidität der gehandelten Tokens tief ist.

Als Beispiel ist unten eine Bewertungsanalyse von XRP (Ripple) dargestellt. Dabei wird davon ausgegangen, dass über XRP in 10 Jahren 1% des Transaktionsvolumens von SWIFT abgewickelt wird. Bei einer Umlaufgeschwindigkeit von 24 und einem Diskontierungsfaktor von 7% erhalten wir einen fairen Wert von 5.5 USD für XRP (momentaner Kurs 0.3 USD). Als Plausibilisierung wird die entsprechende Marktkapitalisierung berechnet, die im Beispiel bei 444 Mrd. USD liegt. Ein stolzer Wert, der ungefähr der Hälfte der Marktkapitalisierung der grössten Unternehmen der Welt entspricht. Andererseits sprechen wir hier von einem potentiellen globalen Zahlungsmittel.

Als weiteren Schritt nehmen wir eine Sensitivitätsanalyse vor. Zum Beispiel wird geschaut, wie der faire Wert sich ändert, falls ein Diskontierungsfaktor von 15% oder ein Transaktionsvolumen in Höhe von 10% von SWIFT eingesetzt wird.

Fundamentale Bewertung von XRP

Final adoption (% of SWIFT)	1%		
Average implied velocity	24		
Discounting rate	7%		
	2019	2020	2021
XRP	41'432'000'000	45'428'842'750	49'427'499'160
XRP Inflation	4'000'000'000	4'000'000'000	4'000'000'000
Burning XRP	3'157'250	1'343'590	3'971'805
SWIFT yearly transaction volume	1'825'000'000'000'000	2'007'500'000'000'000	2'208'250'000'000'000
Yearly onchain volume (in USD)	41'975'000'000	134'358'982'305.02	397'180'481'488
Total yearly volume (USD)	315'725'000'000	408'108'982'305	670'930'481'488
Fair value XRP	0.32	0.37	0.57
Discounted	0.32	0.35	0.49
Average	5.5		
Marketcap check (bn USD)	444		

Quelle: SwissRex AG

Es macht Sinn für ähnliche Tokens auch ähnliche Parameter einzusetzen. Selbst wenn diese weit von der Wirklichkeit entfernt wären, kann trotzdem eine vergleichende Analyse zu sinnvollen Ergebnissen führen.

Aktives Portfolio Management

Unsere fundamentale Analyse zeigt, dass ca. 95% aller Tokens in die Kategorie 'Lokales Zahlungsmittel' fallen. Sie haben kaum eine Daseinsberechtigung und viele werden über die Zeit verschwinden. Wir investieren primär in

potentielle globale Wertaufbewahrungsmittel und Zahlungsmittel sowie Partizipation und meiden 'lokale Zahlungsmittel' weitgehend.

Unsere Analyse hat gezeigt, dass von den grössten 30 Token im Jahr 2015 aktuell nur noch Bitcoin bei den Top 30 dabei ist. Dies zeigt, wie wichtig fundamentale Analyse und aktives Portfolio Management sind.

Haftungsausschluss : Alle in dieser Publikation zur Verfügung gestellten Informationen, einschliesslich aller Finanzinformationen, werden zu blossen Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellen weder eine Investitionsempfehlung, noch ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf jeglicher Finanz- bzw. Anlageprodukte dar. Sie stellen keine Anlage-, Rechts-, Steuer- und/oder anderweitige Beratung dar. Insbesondere gibt eine vorangegangene Performance weder einen Hinweis auf noch eine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Es gibt weder eine stillschweigende noch eine ausdrückliche Garantie für die künftige Entwicklung der Performance. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich auch Währungsschwankungen. Zudem geben Prognosen keine zuverlässigen Anhaltspunkte für die zukünftige Entwicklung. SwissRex AG übernimmt keinerlei Verantwortung oder Haftung, einschliesslich Fahrlässigkeit und Haftung gegenüber Drittpersonen, für Verluste oder direkte und indirekte Schäden oder Folgeschäden jeglicher Art, die von den Benutzern Publikation erlitten wurden, und der direkt oder indirekt durch Gebrauch, Zugang oder Änderung dieser Publikation entsteht.