

VERDIENEN CRYPTOVALUTA'S EEN PLEK IN DE PORTEFEUILLE?

Is het een hype, een haven voor criminelen, of schuilt er daadwerkelijk economisch potentieel in cryptovaluta's? Ondanks de enorme volatiliteit, het uiterst speculatieve karakter en de zorgen om de milieu-impact, is de markt voor digitale munten in vijf jaar tijd gegroeid van zo'n 540 miljoen dollar in 2017 tot zo'n 2 biljoen dollar dit jaar. Deze groei dwingt ook de meest sceptisch ingestelde belegger tot nadenken over het nut van digitale valuta's in de beleggingsportefeuille.

En dat blijken beleggers ook te doen. Recent onderzoek van Fidelity Digital Assets toont

aan dat inmiddels 77% van de ondervraagde Europese institutionele beleggers interesse heeft in de cryptomarkt. Zo'n 56% zou momenteel daadwerkelijk al in digitale assets beleggen. Zorgen zijn er echter wel volgens het onderzoek, waaronder over de volatiliteit, marktmanipulatie en het gebrek aan fundamentele factoren voor de waardering van de asset.

Zijn die zorgen terecht? Financial Investigator vroeg zeven beleggingsprofessionals naar hun ideeën en verwachtingen met betrekking tot de markt in cryptovaluta's. Zijn cryptovaluta's 'here to stay'?

Door Esther Waal

Han Dieperink

Chief Commercial Officer, Auréus



Zijn er voor het financiële systeem risico's verbonden aan de handel in cryptovaluta's? Zo ja welke zijn dit dan?

'Het doel van cryptovaluta's is om uiteindelijk te worden geaccepteerd als geldig betaalmiddel. Door de hoge volatiliteit, de forse transactiekosten en de omvangrijke carbon footprint is dit tot op heden niet gelukt. Stablecoins zijn cryptovaluta's waarvan de waarde gekoppeld is aan een valuta zoals de dollar of de euro. Dat zorgt voor stabiliteit, mits daartegenover voldoende dollars of euro's worden aangehouden. Zo'n stabiele digitale munt heeft veel voordelen in het internationale betalingsverkeer en kan daardoor explosief groeien. Het probleem zit in het gebrek aan toezicht, onder andere op het onderpand. Dit kan leiden tot een echte bankrun. Een bankrun ontstaat als veel rekeninghouders al dan niet terecht vermoeden

dat de bank op het punt staat failliet te gaan. Een bank heeft namelijk altijd een slechte balans, met veel vreemd vermogen en relatief weinig eigen vermogen. De eerste digitale bankrun heeft al plaatsgevonden. In juni daalde de Iron Finance token binnen een dag van 64 dollar naar 0 dollar. Voor deze token was het onderpand maar gedeeltelijk aanwezig, net als bij het fiat-geld op een rekening van een bank. Het onderpand bestaat ook niet altijd uit dollars of euro's. Het kan ook uit bijvoorbeeld commercial paper bestaan. In de Grote Financiële Crisis hebben we gezien hoe snel dit het financiële systeem kan besmetten. De totale marktkapitalisatie van stablecoins is snel gestegen tot meer dan 100 miljard dollar. Onvoldoende voor een systeemcrisis, maar als de groei doorzet, dan zou de volgende cryptobankrun aanleiding kunnen zijn voor de volgende financiële crisis.'

'De eerste digitale bankrun heeft al plaatsgevonden.'



Hans de Ruiter

CIO, Stichting Pensioenfonds TNO

Verdienen cryptovaluta's een plaats in een institutionele beleggingsportefeuille?

'Cryptovaluta's verdienen geen plaats in een institutionele beleggingsportefeuille. Om een plaats te verdienen in de beleggingsportefeuille van een pensioenfonds, dient een beleggingscategorie te voldoen aan ten minste één van de volgende twee doelstellingen: a) een bijdrage leveren aan het repliceren van de verplichtingenkasstromen (matching-opdracht), of b) een bijdrage leveren aan het financieren van de waardeveste ambitie (return-opdracht). Het zal duidelijk zijn dat cryptovaluta's geen bijdrage leveren aan de matching-opdracht. Dan resteert de vraag of ze een bijdrage kunnen leveren aan de return-opdracht. Daarvoor is het nodig dat de beleggingscategorie een risicopremie genereert. Het antwoord op die vraag is verbonden met de investment beliefs van een pensioenfonds. Bij Pensioenfonds TNO geloven wij, op grond van de academische literatuur, niet dat er een risicopremie verdiend kan worden met een langetermijn exposure naar valuta's. Om die reden wordt het grootste deel van het valutarisico afgedekt. Aangezien

cryptovaluta's sterke overeenkomsten vertonen met de traditionele valuta's, achten wij het ook onwaarschijnlijk dat met een langetermijn exposure naar cryptovaluta's een risicopremie verdiend kan worden.

In aanvulling hierop zijn er nog andere overwegingen die pleiten voor het niet opnemen van cryptovaluta's in een institutionele beleggingsportefeuille. Zo is het begrip van de prijsvorming op deze markt vooralsnog zeer beperkt. Dat maakt het bijna onmogelijk om risico's goed in te schatten en te beheersen. Dat acht ik niettemin wel een vereiste voor opname van een beleggingscategorie in de portefeuille. Daarnaast is er geen regulering van en toezicht op deze markten en dat maakt deze markten vatbaar voor dubieuze praktijken (zoals ook het verleden heeft geleerd). Tot slot brengen cryptovaluta's ESG-risico's met zich mee vanwege het simpele feit dat er zeer veel energie (elektriciteit) nodig is voor het minen ervan. In een tijd waarin we op zoek zijn naar een efficiënter gebruik van energiebronnen, lijken cryptovaluta's ook op dit punt onwenselijk in de portefeuille.'

'Het begrip van de prijsvorming op de cryptomarkt is vooralsnog zeer beperkt. Dat maakt het bijna onmogelijk om risico's goed in te schatten en te beheersen.'

Ralph Wessels

Hoofd Beleggingsstrategie, ABN AMRO



Wat bepaalt het rendement van cryptovaluta's?

'Cryptocurrencies, crypto's, coins of tokens staan nog relatief in de kinderschoenen. De rendementsvraag kan daarom beter eerst vanuit een algemeen standpunt worden beantwoord, voordat bij specifieke coins wordt stilgestaan.

Vanuit een theoretisch kader zouden de waarde en de prijs van crypto's moeten worden bepaald door de wijze waarop de technologieën zich ontwikkelen, de gang van zaken op het vlak van regelgeving en de mate waarin de veiligheid en de performance van de netwerken verbetert. In de praktijk spelen echter nog andere zaken. Door gebrek aan transparantie en regulering worden vraag en aanbod geregeld beïnvloed door prijsmanipulatie, wat in een gereguleerde markt verboden is.

Als cryptocurrencies al kunnen worden ge-

classificeerd, zijn ze het best te vergelijken met een venture capital-belegging (VC). Ze hebben min of meer dezelfde risico-rendementsverhoudingen. Bij crypto's gaat het om investeringen in een hele jonge technologie en industrie, bij VC om een heel jong bedrijf. Beide moeten zich nog bewijzen. Het rendement kan uiteindelijk heel hoog zijn, maar de uitkomst is aanvankelijk zeer onzeker. Tot slot is op individueel niveau de use case van elke token belangrijk voor het rendement en de mate van concurrentie. De use case is de functie die een token heeft en/of de dienst die het wil leveren. Momenteel is hier nog veel onzekerheid over, wat de waardebepaling bemoeilijkt. ABN AMRO heeft vier use cases gedefinieerd; een currency, network, security of utility crypto. Voorbeelden hiervan zijn respectievelijk een stablecoin, Ethereum, een aandeel of obligatie, en Filecoin.'

'Als cryptocurrencies al kunnen worden geclassificeerd, zijn ze het best te vergelijken met een venture capital-belegging.'



Bert Slagter

Expert Digitale Valuta's, LekkerCryptisch.nl

'Beleggen in Bitcoin is inmiddels van veel risico's ontdaan en wordt door professionele infrastructuur ondersteund.'

Wat zijn de grootste verschillen tussen beleggen in Bitcoin en beleggen in andere cryptovaluta's?

'Bitcoin is een wereldwijd, digitaal, neutraal geldsysteem met meer dan honderd miljoen gebruikers. Het is de eerste in zijn soort en profiteert van een enorm netwerk-effect van ontwikkelaars, ondernemers, investeerders, financiële infrastructuur, dienstverlening, wetgeving en toezicht. Het innovatieve van Bitcoin is dat er geen centrale partij nodig is die het geldsysteem beheert. Niemand heeft de macht om eigenhandig het monetair beleid aan te passen, transacties terug te draaien of de toegang te ontzeggen.

Bitcoin kan een rol spelen in het toekomstige wereldwijde financiële stelsel doordat het huishoudens, bedrijven, instituties en landen een optie biedt. Het is een alternatief voor (digitaal) geld van centrale banken, commerciële banken en techbedrijven. Een alternatief zonder hoge inflatie, financiële surveillance of censuur.

Door te beleggen in Bitcoin erken je de optie dat Bitcoin een serieus onderdeel van het wereldwijde geldsysteem kan worden. Als dat zo is, zal de marktwaarde en dus de koers nog enorm stijgen naarmate Bitcoin volwassener wordt en meer mensen er gebruik van gaan maken.

Alle andere cryptovaluta's zijn jonger en experimenteler. Een klein deel heeft de potentie om in de komende tien jaar een neutraal en decentraal systeem te worden, zoals sommige projecten rond decentralized finance en non-fungible tokens (NFTs). Er is daarbij nog veel onzekerheid over techniek en regelgeving. Een groot deel van de duizenden cryptovaluta's zal echter mislukken of is zelfs pure oplichterij.

Beleggen in Bitcoin is inmiddels van veel risico's ontdaan en wordt door professionele infrastructuur ondersteund. Beleggen in andere cryptovaluta's vereist grondig onderzoek en is zelfs dan nog risicovoller en speculatiever.'

James Butterfill

Investment Strategist, CoinShares



How to invest in cryptocurrencies as an institutional investor?

'As growing numbers of investors take Bitcoin more seriously, it raises the question: what is an appropriate amount of Bitcoin in a portfolio? The real answer depends on the investor's appetite for risk and their portfolio investment style. A modest increase in an investment portfolio risk budget of 100 basis points would suggest a portfolio weighting of 3.6%. Varied back-test periods highlight a consistency in results suggesting the subjectivity in cherry-picking specific time periods isn't the concern many believe it to be.

Our analysis highlights keeping a fixed portfolio allocation and rebalancing on a quarterly basis helps mitigate Bitcoin's volatility challenges with only moderate detriment to returns. Rebalancing has also helped improve risk-adjusted returns and has significantly

reduced maximum drawdowns, a particular concern amongst investors.

There are various ways in which to own Bitcoin. For most institutional investors direct ownership is the most challenging as it likely means looking outside of their existing brokerage arrangements. It also requires a good understanding of the quality of custody and governance, particularly challenging in this new asset class. Open-ended tracker certificates are a fairly easy option, but are typically expensive and are not physically backed and not bankruptcy remote. Investment trusts have been popular in the US, but due to their closed-ended nature they do not track prices well. We believe ETPs are the best solution, due to their ease of access, relatively competitive pricing, comprehensive custody and governance, while there is an increasing number of them that is physically backed.'

'Direct ownership requires a good understanding of the quality of custody and governance, particularly challenging in this new asset class.'

Jason Guthrie

Head of Digital Assets in Europe, WisdomTree



How to invest in cryptocurrencies as an institutional investor?

'For those committed to crypto's as a core part of their offering, direct access may be preferred. The crypto market operates very differently to traditional markets. There are no settlement or clearing systems, exchanges operate on a pre-funded basis and there is a requirement to interact with unregulated entities. These differences present a steep learning curve for organisations entering the space and operational set up costs.

As well as being able to take long and short positions, futures are an effective way to take leverage. However, investors taking exposure over the medium to long-term may face difficulties. The crypto futures market is relatively young, and liquidity is concentrated on the front month contract. Futures are likely to

be favoured by short-term traders or those chasing leverage.

Exchange Traded Products (ETPs) are popular with asset allocators looking to add crypto's to portfolios. Modern versions will be physically-backed and issued by established asset managers offering single asset and basket products. The major advantage of ETPs is that they fit into existing workflows and will be familiar to most investors. ETPs will likely be the most efficient vehicle for those looking to take a longer-term exposure without incurring the set-up costs of direct access. Exposures available will be limited to those offered by the issuers and tend to focus on the most liquid cryptocurrencies. This will be more than sufficient for most investors adding cryptocurrencies to a multi asset portfolio.'

'ETPs fit into existing workflows and will be familiar to most investors.'



Gilles Moëc

Hoofdeconoom, AXA Investment Managers

Zijn er voor het financiële systeem risico's verbonden aan de handel in cryptovaluta's? Zo ja welke zijn dit dan?

'Op het moment dat met argusogen naar monetair beleid gekeken wordt – met name de enorme kwantitatieve verruiming – en naar de sterke stijging van het geld in omloop, is de aantrekkingskracht van digitale munten als Bitcoin goed voor te stellen. Echter, ongelimiteerde liquiditeitssteun in tijden van crisis – zoals op ongekende schaal gebeurde in maart 2020 – is een kerntaak van centrale banken, iets wat digitale munten vanwege hun ontwerp niet kunnen.

Naast dit liquiditeitsprobleem, kunnen digitale valuta's ook een bron van instabiliteit worden als ze bankcrises verergeren. Tijdens de euro-schuldencrisis waren met name Amerikaanse commentatoren verrast dat burgers uit zuidelijke landen hun tegoeden niet naar het buitenland brachten toen

binnenlandse bankensystemen op omvallen leken te staan. Een reden hiervoor was dat het moeilijk is om een bankrekening in een ander EU-land te openen. Per definitie zijn digitale valuta's makkelijker te verplaatsen dan gewone tegoeden. Als deze tegoeden waren omgezet in digitale valuta's, waren ze algemeen beschikbaar geweest, en dan had dit het einde kunnen betekenen voor de Griekse, Ierse of Spaanse bankensector.

Ook besmetting van de digitale valuta's naar de traditionele segmenten van de financiële markten is een punt van aandacht, als bijvoorbeeld grote hoeveelheden afgeleide instrumenten afhankelijk zouden zijn van de waarde van digitale munten. En ten slotte is er een maatschappelijk aspect dat samenhangt met de hoge volatiliteit van digitale valuta's. Dat is het gemak waarmee gespeculeerd kan worden en de groeiende populariteit hiervan onder jongeren.'

'Digitale valuta's kunnen ook een bron van instabiliteit worden als ze bankcrises verergeren.'