



# #NonInflatable

„Erfolgreich über-Krypto-wintern“

Marktkommentar für Anleger des  
Incrementum Digital & Physical Gold Fund

Nur für professionelle Anleger

„Sei ängstlich, wenn andere gierig sind, und gierig, wenn andere ängstlich sind.“

Warren Buffett

Verehrte Investoren,  
liebe Freunde,

das Jahr 2022 brachte an den Finanzmärkten schwere Verluste in allen Anlageklassen. Kryptowährungen waren besonders betroffen und erlitten brutale Einbrüche. Diese Entwicklung war einerseits durch ein allgemein risikoaverses Marktumfeld bedingt, andererseits aber auch auf negative Entwicklungen in der Kryptoindustrie zurückzuführen. Dies führte zu **verstärkten Verkäufen und einem massiven Vertrauensverlust der Krypto-Investoren.**<sup>1</sup>

Bitcoin & Co. befinden sich seit über einem Jahr in einem Bärenmarkt und man könnte den Eindruck gewinnen, dass kein Ende in Sicht ist. Im Gegenteil, es machen sich Zweifel breit, ob Kryptowährungen diesen Zyklus überleben oder ganz von der Bildfläche verschwinden werden.<sup>2</sup> Aber all das ist nicht neu. **Bitcoin wurde bereits mehrmals für tot erklärt, um dann umso stärker zurückzukehren.** Hat sich die Situation nun doch grundlegend geändert? In dieser Publikation werden wir unsere ursprüngliche Investitionsthese in Bezug auf Bitcoin wieder aufgreifen und umfassend hinterfragen. Außerdem werden wir auf bekannte, grundlegende Finanzmarktweisheiten und deren Anwendung speziell auf Bitcoin eingehen.

Angesichts des ausgeprägten Krypto-Winters und der Tatsache, dass sich auch Gold der negativen Marktentwicklung im Jahr 2022 nicht vollends entziehen konnte, war es quasi unvermeidlich, dass der **Incrementum Digital & Physical Gold Fund** im vergangenen Jahr Verluste erlitt. Nach zwei gewinnbringenden Jahren – 80,96% in 2020 und 20,16% in 2021 – gab die USD S-Klasse 2022 um 26,33% nach. Die Anteilsklasse EUR A mit -21,97% und die Anteilsklasse CHF A mit -25,59% schnitten aufgrund der schwächeren Währungsentwicklung von Euro und Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar etwas besser ab. Erfreulicherweise ist der Fonds sehr vielversprechend in das Jahr 2023 gestartet. Per 25. Januar liegt er bereits 14,29% im Plus (USD-S-Klasse).

<sup>1</sup> <https://unchainedpodcast.com/collapses-bankruptcies-and-fraud-how-2022-became-the-year-of-crypto-carnage-ep-436/>

<sup>2</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221130\\_5301eecd19.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221130_5301eecd19.de.html)

Jeder, der auf den Finanzmärkten aktiv ist, lernt früher oder später unweigerlich eine Lektion: Das wohlbekannte Mantra „**buy low, sell high**“ mag in der Theorie einfach klingen, die Umsetzung in der Praxis ist hingegen anspruchsvoll. Vor allem in Extremsituationen überwiegen in der Regel die Emotionen und Anleger neigen dann dazu, prozyklisch zu handeln. Dies gilt insbesondere, wenn es um Investitionen in hochvolatile Vermögenswerte geht. Viele psychologische Fallen, die von der Verhaltensökonomie eingehend erforscht und erklärt wurden, hindern die meisten Anleger daran, antizyklisch zu handeln. Was ist nötig, um in einer Baisse nicht aufzugeben oder besser noch, um als einer der wenigen Profiteure hervorzugehen? Aus unserer Sicht sind dafür zwei Dinge entscheidend:

- 1) Eine korrekte Bewertung des betreffenden Vermögenswerts (Prämissen)**
- 2) Ein sinnvoller und konsequent umgesetzter Investitionsprozess (Strategie)**

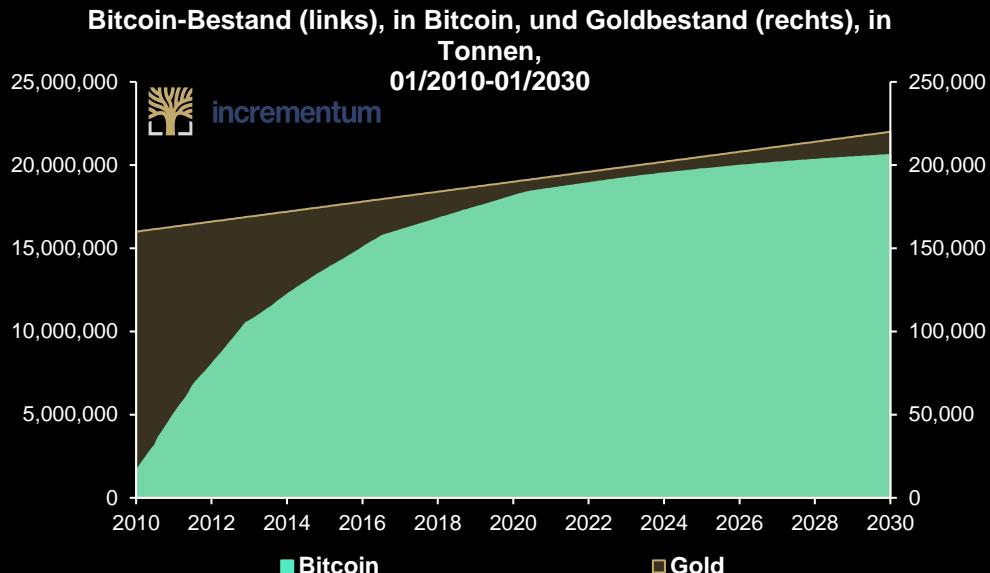
Lassen Sie uns zunächst unsere ursprüngliches Anlagethese und die unterstellten Prämissen hinsichtlich Bitcoin Revue passieren und diese erneut kritisch hinterfragen.

### Die Investment-Prämissen für Bitcoin

Der langfristige Erfolg von Bitcoin und eine damit verbundene signifikante Preissteigerung unterliegen einer Reihe von grundlegenden Prämissen. In diesem Abschnitt werden wir diese Prämissen rekapitulieren und mit dem heutigen Wissensstand neu bewerten. **Diese fundamentalen Überlegungen sollten bei der Entscheidung ob eine Investition in Bitcoin nach wie vor rational und sinnvoll ist, im Vordergrund stehen, nicht kurzfristige Kursschwankungen.**

### Knappheit

**Eine der wichtigsten Eigenschaften und Grundvoraussetzungen für eine Investition in eine digitale Währung ist ihre Knappheit.** Die grundlegende Innovation von Bitcoin ist die Erreichung von Knappheit in der digitalen Welt. Tatsache ist, dass das Angebot von Bitcoin auf 21 Millionen Bitcoin begrenzt ist. Diese Knappheit ist die Voraussetzung dafür, dass Bitcoin überhaupt einen Wert erlangen kann. Im Unterschied zu Fiat-Währungen kann die Menge an Bitcoins nicht inflationiert werden. Fiat-Währungen können hingegen von Zentralbanken nach Belieben geschöpft werden, was zu einem permanenten Inflationsdruck führt. Der Mining-Zeitplan von Bitcoin läuft seit Beginn genau wie geplant und es gibt keinen Grund zu der Annahme, dass sich dies ändern wird. Von daher bleibt die Prämisse, dass Bitcoin ein knappes, **#NonInflatable** Asset ist und bleibt, gültig, solange es durch ein dezentrales Netzwerk von Nutzern und Minern geschützt wird.

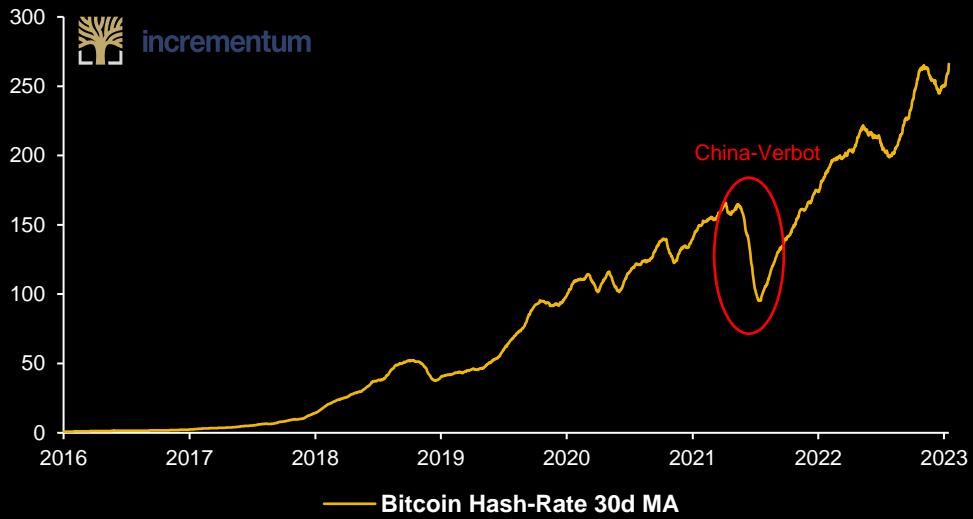


## Dezentralisierung und Zensurresistenz

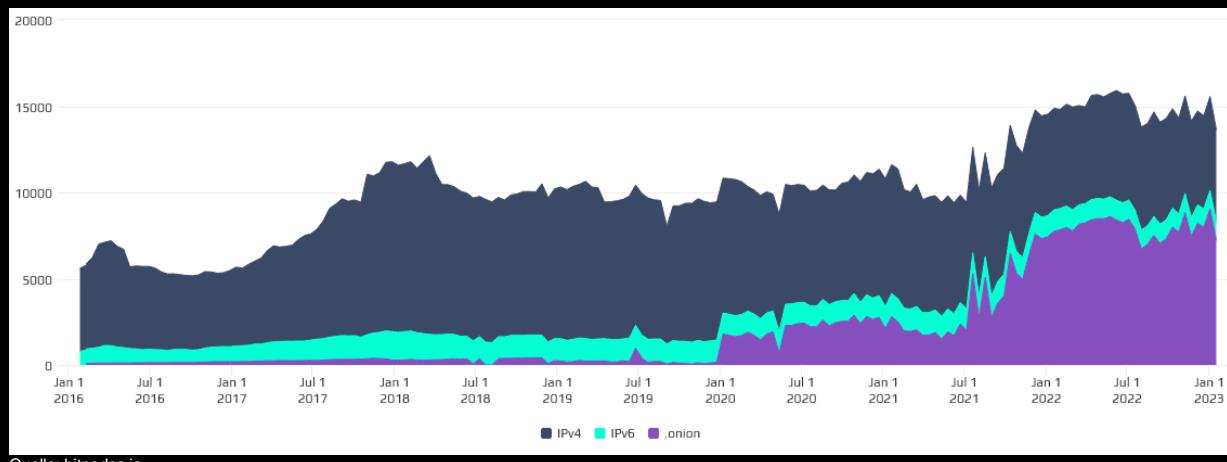
**Die dezentralisierte Natur des Bitcoin-Netzwerks bedeutet, dass es keinen einzelnen Ausfallpunkt (single point of failure) gibt.** Die Transaktionen werden von einem Netzwerk von Nutzern überprüft und die Blockchain, ein dezentrales Register, wird von einem internationalen Netzwerk von unterschiedlichen Computern verwaltet.

Diese Dezentralisierung sorgt dafür, dass es im Bitcoin-Netzwerk keinen einzelnen Ausfallpunkt gibt, was es widerstandsfähig gegen Angriffe und Ausfälle macht. Selbst wenn eine beträchtliche Anzahl von Nodes oder Minern ausfallen würde, wäre das Netzwerk immer noch in der Lage zu funktionieren, und die Integrität der Blockchain bliebe erhalten. Dies hat sich bei verschiedenen realen Vorfällen bereits bestätigt, z. B. bei der Abschaltung der chinesischen Mining-Industrie. Obwohl das Netzwerk innerhalb kürzester Zeit einen großen Teil der Rechenleistung verlor, funktionierte das Bitcoin-Protokoll nahtlos weiter. Auch die rasche Einrichtung neuer Mining-Betriebe in anderen Ländern und die prompte Wiederherstellung der vollen Rechenleistung des Netzwerks sind ein eindrücklicher Beweis für die Resilienz des dezentralen Bitcoin-Netzwerks.

### Bitcoin Hash-Rate 30d MA, 01/2016-01/2023



Die dezentrale Natur von Bitcoin bedeutet auch, dass das Netzwerk nicht von einer einzelnen Einheit kontrolliert wird, was es viel weniger anfällig für Zensur oder Manipulation macht. Dies gibt den Nutzern mehr Kontrolle über ihre eigenen Finanztransaktionen und eine größere Freiheit, wie sie ihr Geld verwenden. Das alles ist in zentral organisierten Netzwerken gänzlich anders.



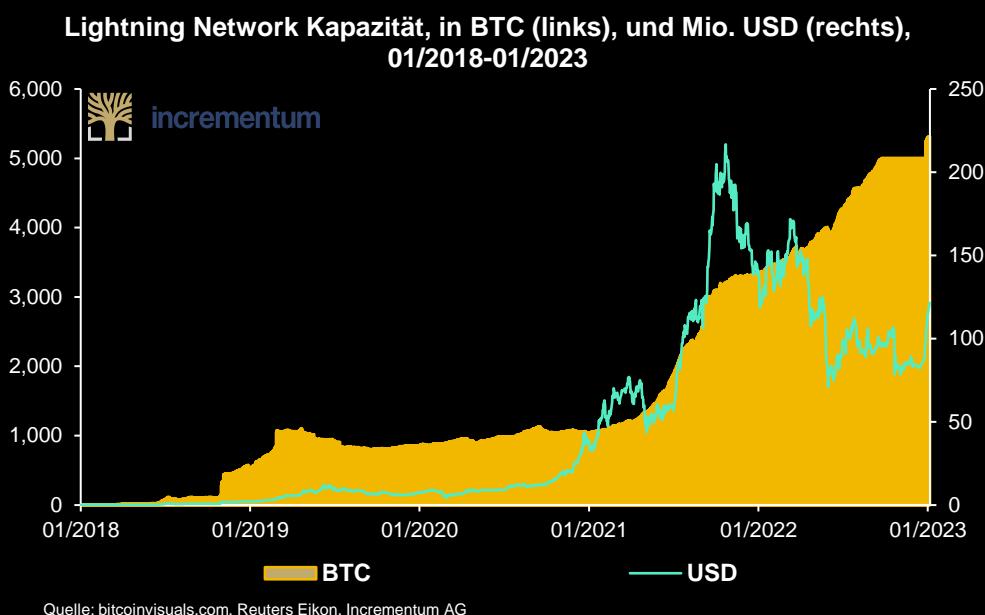
### Kontinuierliche und stetig verbesserte Funktionalität

Das Bitcoin-Netzwerk wurde erstmals am 3. Januar 2009 in Betrieb genommen, als der erste Block der Blockchain, auch bekannt als Genesis-Block, vom Erfinder des Netzwerks, Satoshi Nakamoto, gemined wurde. Seitdem ist das Bitcoin-Netzwerk in Betrieb und ermöglicht die Übertragung von Bitcoins zwischen Nutzern über ein dezentrales Peer-to-Peer-Netzwerk.

Seit seiner Einführung hat das Bitcoin-Netzwerk mehrere Upgrades und Änderungen erfahren, darunter die Implementierung neuer Funktionen und Verbesserungen des Protokolls.

Abgesehen von einigen technischen Problemen in der Anfangszeit, die von den Entwicklern schnell behoben wurden, **hat das Bitcoin-Netzwerk keine nennenswerten technischen Zwischenfälle erlebt.**

Die Technologie von Bitcoin ist quelloffen und wird ständig weiterentwickelt. Dies ermöglicht die Implementierung neuer Funktionen, wie z. B. die Einführung des Lightning-Netzwerks, das die Skalierbarkeit des Netzwerks verbessert hat, es effizienter macht und schnellere und billigere Transaktionen ermöglicht. Darüber hinaus arbeitet die Entwicklergemeinschaft weiterhin an der Verbesserung der Sicherheit des Netzwerks, wie z. B. der Implementierung neuer Technologien zum Schutz der Nutzerdaten, um es benutzerfreundlicher und für ein breiteres Publikum zugänglich zu machen. **Diese ständige Entwicklung und Verbesserung der Technologie, die hinter Bitcoin steht, erhöht die Attraktivität von Bitcoin als Investition bei, da diese Weiterentwicklungen Bitcoins Potenzial für langfristiges Wachstum und breitere Akzeptanz erhöht.**



## Die Anreizstruktur stärkt Bitcoin

**Die Anreizstruktur von Bitcoin hat ebenfalls eine Schlüsselrolle für seinen Erfolg gespielt.** Das System ist so konzipiert, dass Miner einen Anreiz haben, sich am Netzwerk zu beteiligen, indem sie für die Verifizierung von Transaktionen mit neu geprägten Bitcoins belohnt werden. Dies gewährleistet, dass das Netzwerk sicher und dezentralisiert bleibt.

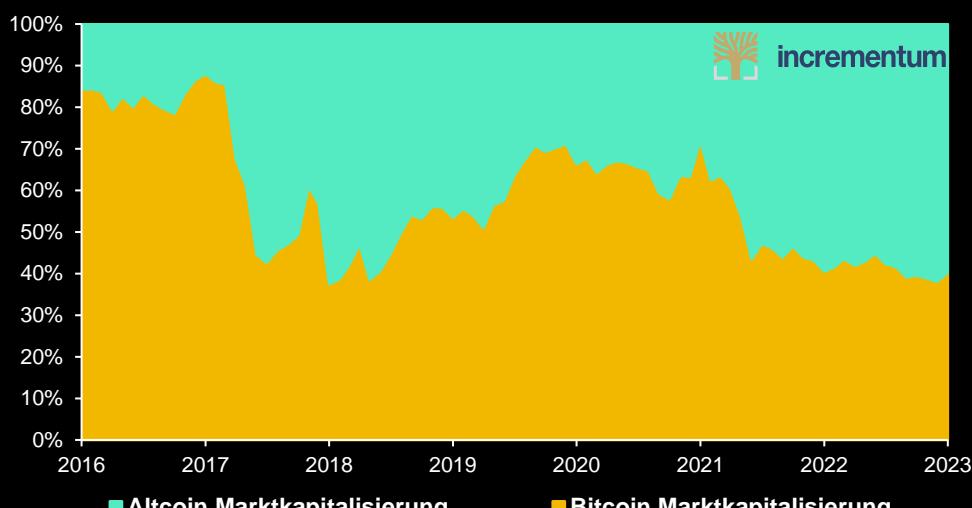
Empirisch können wir beobachten, dass das **Netzwerk weiterhin funktioniert und wächst**, was durch verschiedene On-Chain-Daten belegt wird, wie z. B. die Anzahl der (aktiven) Bitcoin-Adressen, Nodes, Mining Difficulty, Hash-Rate, Transaktionen oder Lightning-Netzwerkkapazität.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> <https://studio.glassnode.com/dashboards/btc-core-on-chain>

## Wettbewerb

Ein weiterer wichtiger Faktor, der bei der Bewertung des Potenzials einer Investition in Bitcoin zu berücksichtigen ist, ist das Ausmaß des Wettbewerbs im Bereich der Kryptowährungen. Es gibt zwar viele andere Kryptowährungen, die in den letzten Jahren entstanden sind, aber keine von ihnen war in der Lage, Bitcoin in Bezug auf Marktdominanz, Akzeptanz und allgemeinen Nutzen ernsthafte Konkurrenz zu machen. Einer der Hauptgründe dafür ist die Tatsache, dass Bitcoin die erste Kryptowährung war, was ihr den First-Mover-Vorteil sichert. Bitcoin ist auch die einzige wirklich dezentralisierte Kryptowährung, die neben einem gut etablierten Netzwerkeffekt auch eine große und aktive Nutzerbasis und einen hohen Bekanntheitsgrad aufweist. Darüber hinaus konnte sich Bitcoin als „Store of Value“ etablieren und wird oft als „digitales Gold“ wahrgenommen. In einem sich ständig erweiternden Universum von Kryptowährungen konnte Bitcoin einen relativ konstanten Marktanteil erreichen, der von keiner anderen Kryptowährung grundlegend in Frage gestellt wurde.

**Bitcoin-Dominanz, 01/2016-01/2023**



Quelle: Incrementum AG

Es ist wichtig zu beachten, dass es zwar viele andere Kryptowährungen gibt, die von sich behaupten, dezentralisiert zu sein, aber die meisten von ihnen verlassen sich immer noch auf zentralisierte Einheiten für ihren Betrieb und ihre Wartung. Auch wenn sie keinen zentralen Kontrollpunkt haben, sind sie immer noch auf zentralisierte Nodes, Börsen oder andere Einrichtungen angewiesen. Bitcoins dezentraler Charakter wird als ein Hauptmerkmal angesehen, das Bitcoin von anderen Kryptowährungen unterscheidet, und es ist höchst unwahrscheinlich, dass irgendeine andere Kryptowährung in der Lage sein wird, Bitcoin in diesem Aspekt wirklich Konkurrenz zu machen.

**Auch wenn das Risiko, dass ein „Bitcoin-Killer“ auftaucht, nie ganz ausgeschlossen werden kann, ist es umso unwahrscheinlicher, dass Bitcoin eines Tages durch einen Konkurrenten ersetzt wird, je länger es Bitcoin gibt.** Auf jeden Fall kann man zum gegenwärtigen Zeitpunkt eindeutig konstatieren, dass der Platz von Bitcoin als führender Store-of-Value-Token in keiner Weise in Frage gestellt wird.

Das Gegenteil ist der Fall. Während das Vertrauen in die Branche derzeit durch mehrere Zusammenbrüche von Kryptobörsen und -projekten massiv beschädigt ist, bleiben die Fundamentaldaten des Bitcoin-Netzwerks davon unberührt. Dies zeigt, dass das Bitcoin-Netzwerk widerstandsfähig gegenüber externen Faktoren innerhalb der Kryptoindustrie ist, auch wenn der Preis stark schwankt. Der Zusammenbruch von FTX hat einmal mehr gezeigt, wie wichtig ein hohes Maß an Dezentralisierung und einer professionellen und sicheren Verwaltungslösung sind.<sup>4</sup>

Natürlich gibt es diverse Risiken, wenn man in Bitcoin investiert. **Das größte Risiko besteht** unseres Erachtens **derzeit in den gesetzlichen Bestimmungen von Nationalstaaten und supranationalen Institutionen.** Sollten sich mehrere Länder und Institutionen zusammentun und ein umfassendes Bitcoin-Verbot erlassen, wie es beispielsweise die chinesische Regierung im Jahr 2021<sup>5</sup> getan hat, dürfte dies weitreichende Folgen für die weitere Entwicklung des Netzwerks haben. Die Tatsache, dass ein solches Verbot eine globale Koordination erfordert, macht es jedoch sehr unwahrscheinlich, insbesondere wenn man bedenkt, dass die strikte Durchsetzung eines solchen Verbots de facto unmöglich ist.

## Netzentwicklung ≠ Preisentwicklung

Bärenmärkte sind Zeiten, in denen bei den Anlegern starke Emotionen vorherrschen und die Rationalität bei der Entscheidungsfindung oft in den Hintergrund tritt. Während FOMO („Fear of Missing Out“) die Anleger in Zeiten steigender Kurse zu irrationalen Käufen verleitet, **dominieren in der Regel Angst, Unsicherheit und Zweifel („Fear, Uncertainty, and Doubt“) das Handeln der Marktteilnehmer in Baissezeiten.** In diesen Zeiten stellen viele Anleger ihre ursprüngliche Investmentthese in Frage oder vergessen sie sogar, und nicht wenige fallen der allgemein negativen Stimmung und der negativen Medienberichterstattung zum Opfer. Nur eine kleine Minderheit von Anlegern hat die mentale Stärke, sich nicht von der negativen Stimmung beeinflussen zu lassen und nicht prozyklisch auf der Grundlage von Emotionen zu handeln. Das bekannte und einfach klingende Börsensprichwort „Buy low, sell high“ legt nahe, das Gegenteil der Masse zu tun, aber es ist in der Praxis schwieriger umzusetzen, als es scheint. Die Investmentlegende Warren Buffett hat es ähnlich einfach, aber noch pointierter formuliert:

**„Sei ängstlich, wenn andere gierig sind, und gierig, wenn andere ängstlich sind.“**

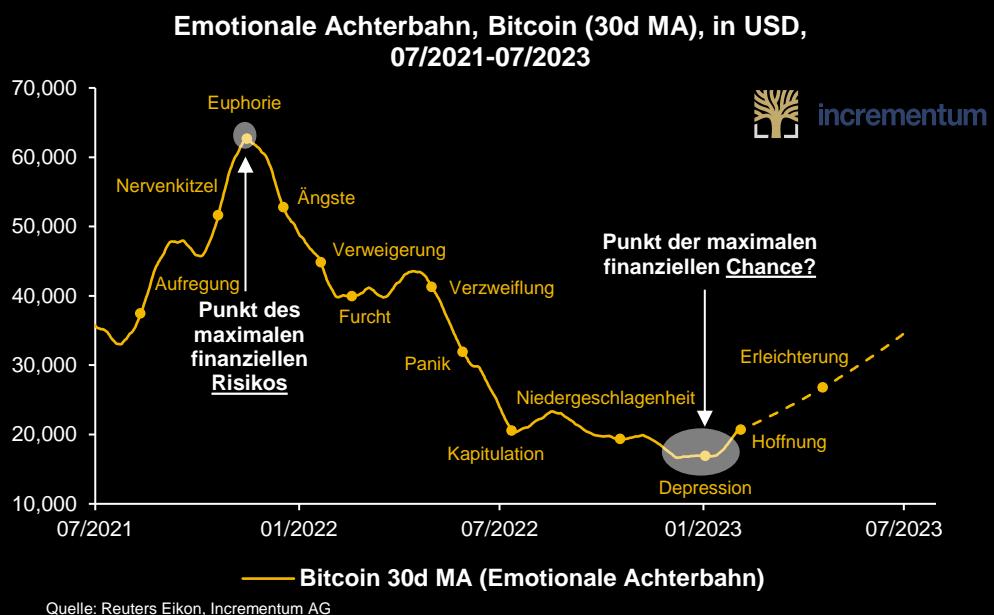
Eines der wenigen Dinge, die Anleger davor schützen können, emotionale, prozyklische Entscheidungen zu treffen, die sich in der Regel als unrentabel erweisen, ist die Erfahrung auf den Finanzmärkten. Je öfter man als aktiver Anleger Bullen- und Bärenmärkte, Booms und Busts miterlebt und verwaltet haben, desto wahrscheinlicher ist es, dass man sich nicht von Emotionen leiten lässt.

---

<sup>4</sup> <https://thedefiant.io/power-of-self-custody-is-the-takeaway-from-ftx>

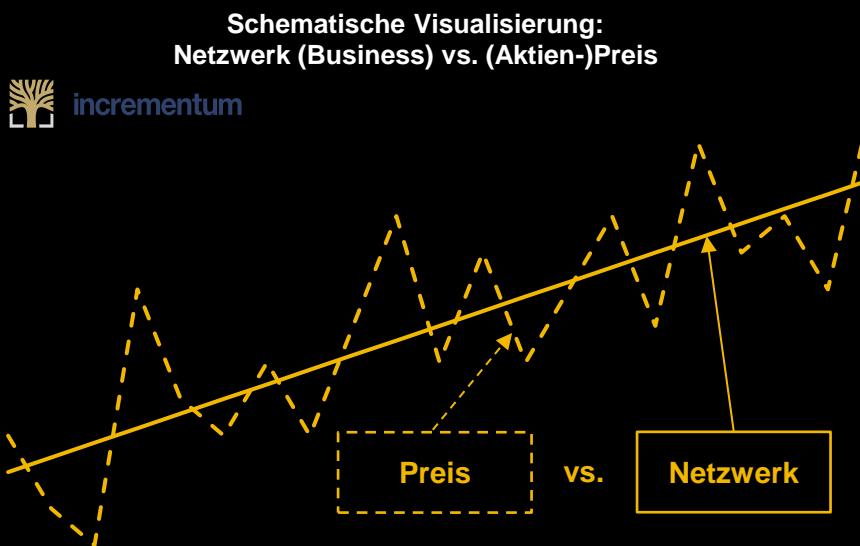
<sup>5</sup> <https://www.reuters.com/world/china/china-central-bank-vows-crackdown-cryptocurrency-trading-2021-09-24/>

Der folgende Chart zeigt die emotionale Achterbahnfahrt, die Bitcoin-Investoren seit Mitte 2021 durchlaufen haben.



Die zentrale These dieses Charts ist, dass **der Punkt maximaler finanzieller Chancen von den Marktteilnehmern oft vernachlässigt wird, weil sie in FUD gefangen sind**. Unversehens gerät man in einen Teufelskreis, da die Anleger aktiv nach kritischen Stimmen suchen, um den Kursrückgang zu erklären, was die negative Stimmung weiter verstärkt, bis man schließlich den Punkt erreicht, zum schlechtesten Zeitpunkt zu verkaufen. Umgekehrt neigen Anleger dazu, bei hohem finanziellen Risiko zu kaufen, wenn sie sich von Emotionen leiten lassen. **Je stärker die Emotionen sind, desto leichter ist es, eine irrationale Entscheidung zu treffen.**

Der Preis wird zu sehr in den Mittelpunkt gerückt. Die **Anleger lassen sich vom Preis ablenken und vergessen, auf die Prämissen der Investition zu achten**. Bei Bitcoin ist es wichtig, darauf zu achten, wie sich das Netzwerk und die zugrunde liegende Technologie entwickeln. Bei Unternehmen ist es wichtig, auf das Geschäft zu achten und wie es sich entwickelt. Dies sind die eigentlich relevanten Fragen, die gestellt werden sollten. Allgemein gesagt ist es wichtig, sich nicht von kurzfristigen Kursschwankungen leiten zu lassen und sich stattdessen auf das langfristige Potenzial der Investition zu konzentrieren.

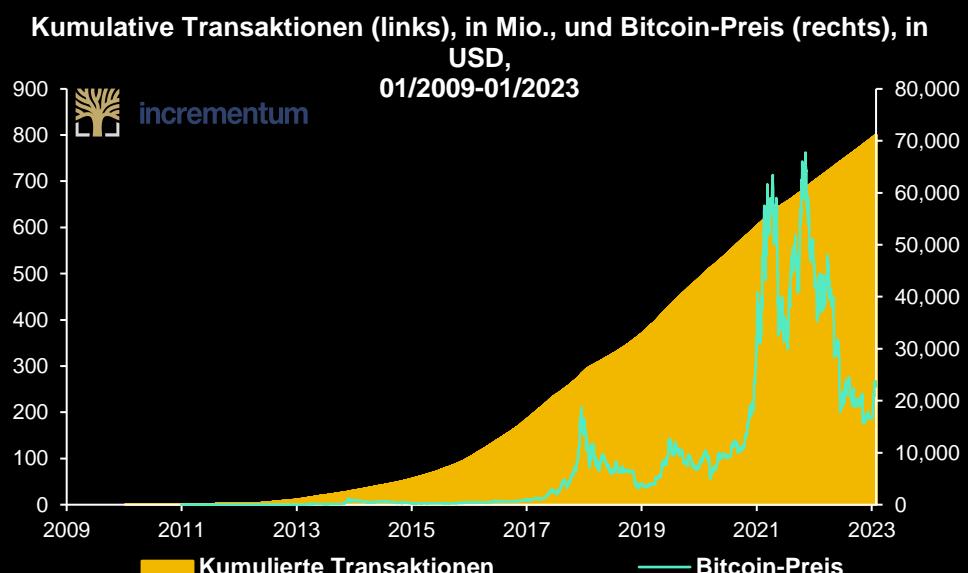


Quelle: Incrementum AG

Folgende Worte von Prem Rawat passen perfekt als Ratschlag zu diesem Phänomen:

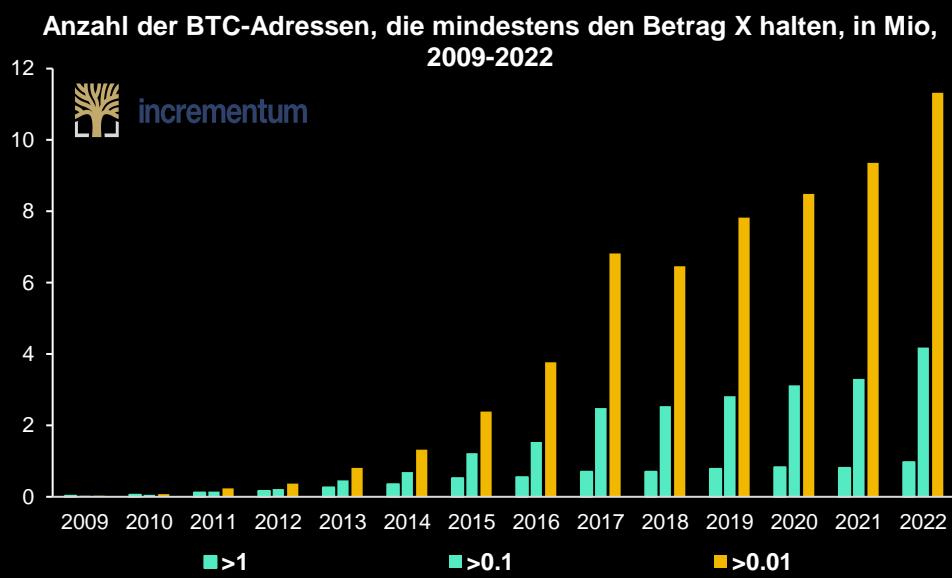
**„Life is a tide; float on it. Go down with it and go up with it but be detached.  
Then it is not difficult.“**

Vorausgesetzt, das Netzwerk funktioniert und wächst weiterhin in ähnlichem Tempo, sollten Käufer einen günstigeren Bitcoin-Preis bevorzugen. Die Theorie der begrenzten Rationalität erklärt, warum dies nicht immer der Fall ist, da die emotionale Achterbahn des Marktes oft das Verhalten bestimmt. Der folgende Chart zeigt für Bitcoin, dass die **kumulierten Transaktionen tatsächlich stetig wachsen, was ein positives Zeichen für das Netzwerk ist**, während der Preis erheblichen Schwankungen unterliegt.



Quelle: Glassnode, Reuters Eikon, Incrementum AG

**Gemessen an der Anzahl der Bitcoin-Adressen ist das Interesse an Bitcoin ungebrochen und nimmt weiter zu.** Dies mag überraschend erscheinen, da die Medienwahrnehmung etwas anderes vermuten lässt. Jüngste Daten zeigen jedoch, dass die Anzahl der Adressen, die mehr als 0,1 Bitcoin halten, deutlich gestiegen ist, was auf einen wachsenden Trend der Massenakzeptanz hinweist. Dies ist ein positives Zeichen für das langfristige Potenzial des Bitcoin-Netzwerks.



Die negative Stimmung rund um den Bitcoin-Preis im Jahr 2022 hat nicht zu einer Trendwende bei den Transaktionen oder der Entwicklung der Adressen geführt. Dies deutet darauf hin, dass sich die Entwicklung des Netzwerks von der Preisentwicklung abkoppelt. Obwohl Bitcoin einen weiteren ausgeprägten Bärenmarkt erlebt hat, können viele Anleger immer noch hohe Renditen erwarten. Es ist wichtig zu bedenken, dass es entscheidend ist, eine langfristige Perspektive einzunehmen, wenn es darum geht, das Potenzial einer Investition zu bewerten.

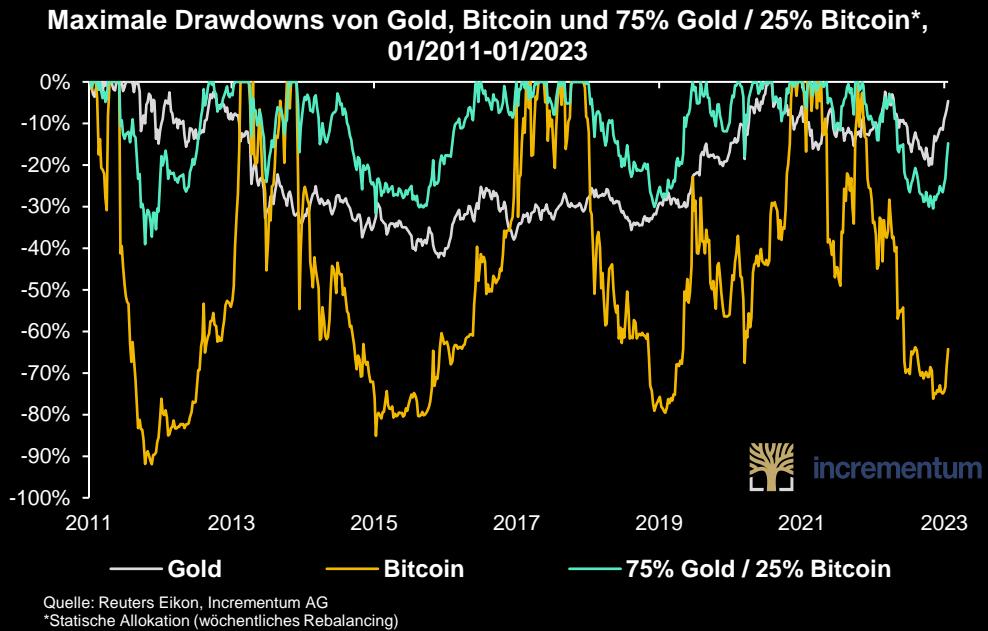


Von 4.379 Tagen seit Januar 2011 waren nur 573 Tage relativ zum heutigen Bitcoin-Kurs unrentabel, was etwa 13% entspricht. Das bedeutet, dass der Preis heute höher ist als rund 87% der Zeit in diesem Zeitraum. **Nur wenige Vermögenswerte oder Anlageklassen können eine solche Statistik im gleichen Zeitraum vorweisen, obwohl sich Bitcoin in einem ausgeprägten Bärenmarkt befindet!**

## Die Strategie

Eine fundierte Anlagethese ist für eine langfristig rentable Investition unerlässlich, aber das allein garantiert noch keinen Erfolg. Deshalb ist eine vernünftig ausgerichtete Anlagestrategie entscheidend. Für uns bedeutet das, **unsere bevorzugten #NonInflatable Assets, Gold und Bitcoin, zu kombinieren.**

Einerseits kann die Kombination von Gold und Bitcoin dazu beitragen, die Volatilität zu verringern und die emotionale Reise des Investierens weniger intensiv zu gestalten. Dies wiederum verringert das Risiko, impulsive, von Emotionen getriebene Entscheidungen zu treffen. **Die geringere Volatilität, die sich aus der Unkorreliertheit der beiden Assets ergibt, verringert auch das Fehlerpotenzial.**



Andererseits dient unsere Rebalancing-Strategie mit dem Zielbereich von 10-40% für Bitcoin als antizyklische Anlagekomponente. Wir können zwar nicht die genauen Hoch- oder Tiefpunkte eines Bullen- oder Bärenmarktes vorhersagen, aber wir können erkennen, wann die Preise deutlich gestiegen oder gefallen sind. Durch diszipliniertes Rebalancing können wir aktiv von den Schwankungen des Marktzyklus profitieren, auch wenn wir höchstwahrscheinlich nicht genau auf dem Höchst- oder Tiefststand des Marktes verkaufen und kaufen werden.

Darüber hinaus nutzen wir die hohe Volatilität von Bitcoin, um Cashflow zu generieren, indem wir unsere **#VolHarvesting**-Strategie anwenden, bei der wir Put-Optionen schreiben, wenn die impliziten Volatilitätswerte attraktiv sind.

Unsere Strategie stützt sich daher auf drei Säulen:

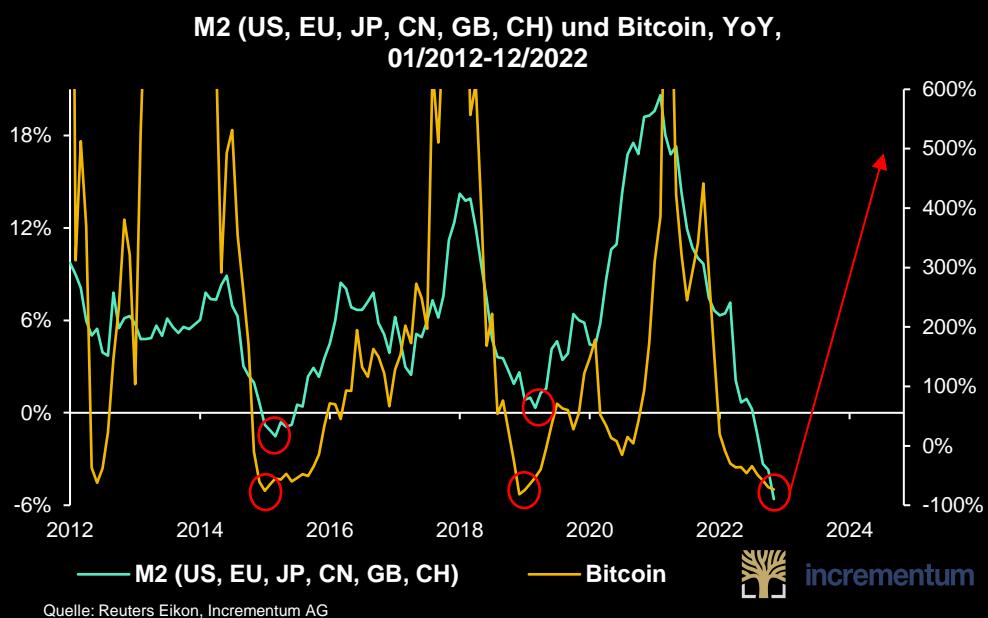
1. **Sinnvolle strategische Vermögensallokation**
2. **Antizyklisches Rebalancing**
3. **Cash-Flow generierendes Options-Overlay**

## Ausblick

Obwohl wir in dieser **#NonInflatable**-Ausgabe betont haben, dass sich Investoren auf die fundamentalen Entwicklungen des Netzwerks konzentrieren sollten, anstatt auf kurzfristige Kursbewegungen, beobachten wir aufmerksam die Richtung des Bitcoin-Kurses in der nahen Zukunft und die Dauer dieses Bärenmarktes. Unserer Meinung nach **wird die Geldpolitik der Zentralbanken ein entscheidender Faktor bleiben**. Ein weiterer Rückgang der Inflationszahlen wird die Währungshüter wahrscheinlich dazu veranlassen, die restriktive Geldpolitik weniger stark zu straffen oder sogar den Kurs umzukehren, um eine harte wirtschaftliche Landung oder den Eintritt in deflationäres Terrain zu vermeiden.

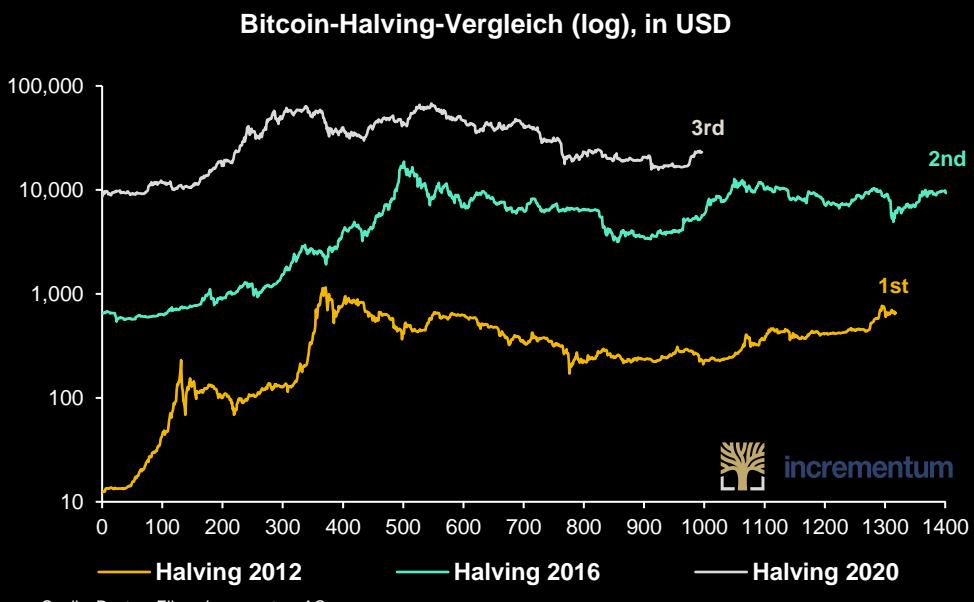
Unserer Ansicht nach **besteht das größte Risiko darin, dass die Inflationszahlen im nächsten Jahr nicht so stark zurückgehen wie erhofft** und sie sich zwischen 3-4% einpendeln. In diesem Fall halten wir es für möglich, dass die Zentralbanken eine erneute Straffung beschließen und die Zinssätze erneut anheben. Dieses Szenario ist derzeit nicht eingepreist.

**Es ist jedoch nur eine Frage der Zeit, bis die Zentralbanken die Geldhähne wieder öffnen und Liquidität in den Markt gespült wird. Dies wird Risikoanlagen und insbesondere Bitcoin zugutekommen**, wie der folgende Chart zeigt.



Wenn man frühere Halving-Zyklen beobachtet, wird man feststellen, dass jeder Zyklus mit einem höheren Basiswert begann. **Das nächste Halving wird im Frühjahr 2024 stattfinden, aber in Erwartung des Halvings hat sich der Bitcoin-Preis immer von seinen jeweiligen Tiefstständen erholt, bevor eine neue Hause begann.**

Ob sich dieses Muster fortsetzen wird, bleibt abzuwarten. Wir denken, dass **die Kombination aus nahendem Halving und geldpolitischer Lockerung 2024/25 eine weitere fulminante Bitcoin-Rallye auslösen könnte**. Trotz aller Unwägbarkeiten sind wir auch schon für 2023 positiv gestimmt, da wir der Überzeugung sind, dass **das Abwärtspotenzial für Bitcoin bereits weitgehend ausgeschöpft ist** und Bitcoin in den kommenden Quartalen in Erwartung des bevorstehenden Halvings 2024 wieder Boden gewinnen könnte.

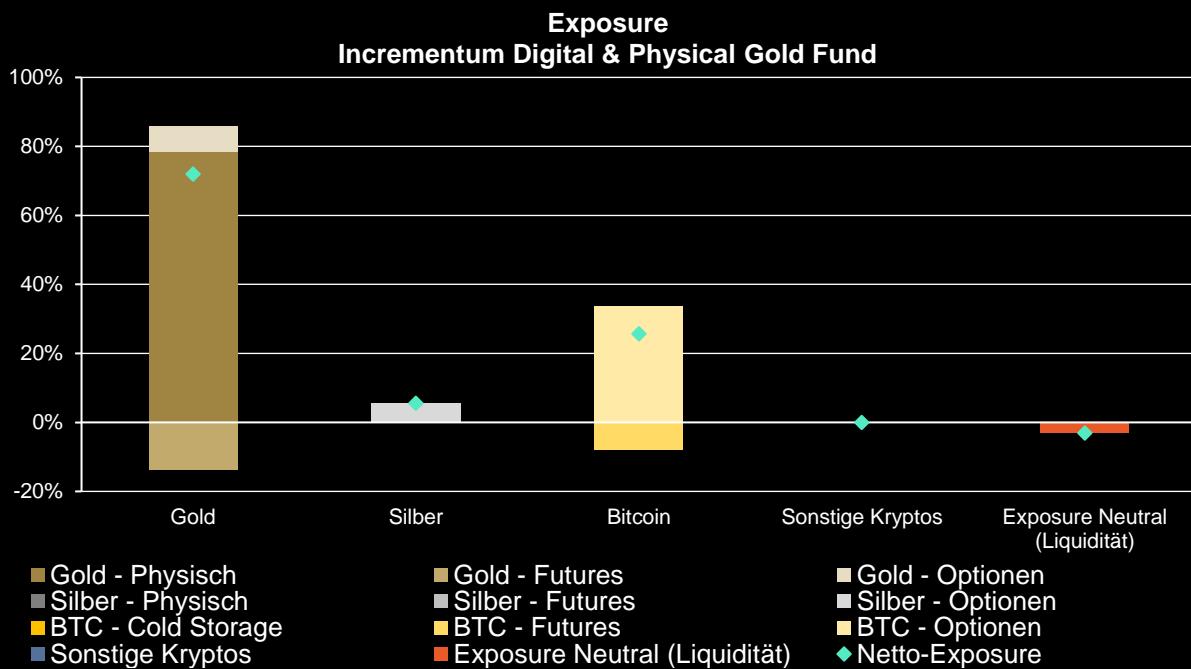


**Wir sind überzeugt, dass alle unsere Prämissen nach wie vor gültig sind. Das Einzige, was sich geändert hat, ist der Preis.** Bitcoin ist historisch gesehen unterbewertet. Wenn Sie in vergangenen ähnlichen Marktphasen gekauft hätten, wären Sie in den Genuss einer außergewöhnlich starken Performance gekommen. Getreu der Investorenweisheit „buy bad news, sell good news“ **könnte nach mehreren Black Swan Events im Jahr 2022 die Depressionsphase und damit der Punkt der maximalen finanziellen Chance nahe sein.**

**Auch die Entwicklung des Goldpreises wird auch im Jahr 2023 vor allem durch die Geldpolitik der Zentralbanken bestimmt werden.** Ausschlaggebend dafür werden weiterhin die Inflation, die Zinsen und andere Wirtschaftszahlen sein, die sich bereits in die für Gold richtige Richtung bewegen. Die Anleiherenditen befinden sich bereits auf einem recht hohen Niveau, das auch im neuen Jahr nicht wesentlich überschritten werden dürfte. Wenn sowohl die Inflation als auch die Wirtschaftsdaten niedriger ausfallen als erwartet, **könnte Gold in diesem Jahr einer der Hauptprofiteure sein.** Wir führen dies auf die Portfolioeigenschaft von Gold als sicherer Hafen und auf implizit sinkende Anleiherenditen zurück, was wiederum zu höheren Opportunitätskosten führen würde.

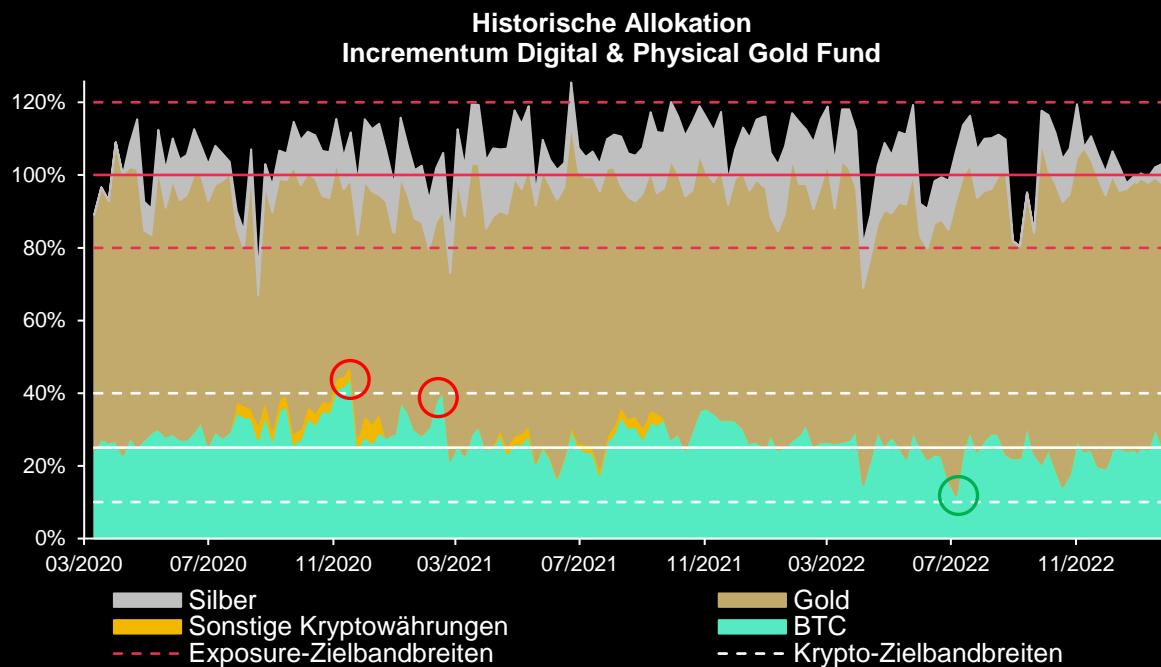
### Aktuelle Fondspositionierung

Per 25. Januar liegt die Portfolioallokation nahe an der strategischen Allokation. **Insgesamt liegt die Gold-Allokation bei 71,9%, die Silber-Allokation bei 5,5% und das Delta unseres Bitcoin-Exposures bei etwa 25,6%.** Das Delta-neutrale Exposure beträgt -3,1%. Im Falle von Gold und Bitcoin wird ein erheblicher Teil der Position über physisches Gold und „physisches“ Bitcoin gehalten, die beide sicher in den Tresoren der Depotbank des Fonds gelagert werden.



## Historische Vermögensallokation

In der Vergangenheit haben wir unser Gesamtengagement innerhalb unserer Zielspanne von 80% bis 120% gehalten, ebenso wie unsere Zielspanne für Kryptowährungen zwischen 10% und 40%. Der nächste Chart zeigt, wann wir unsere drei bisherigen Rebalancings vornahmen.



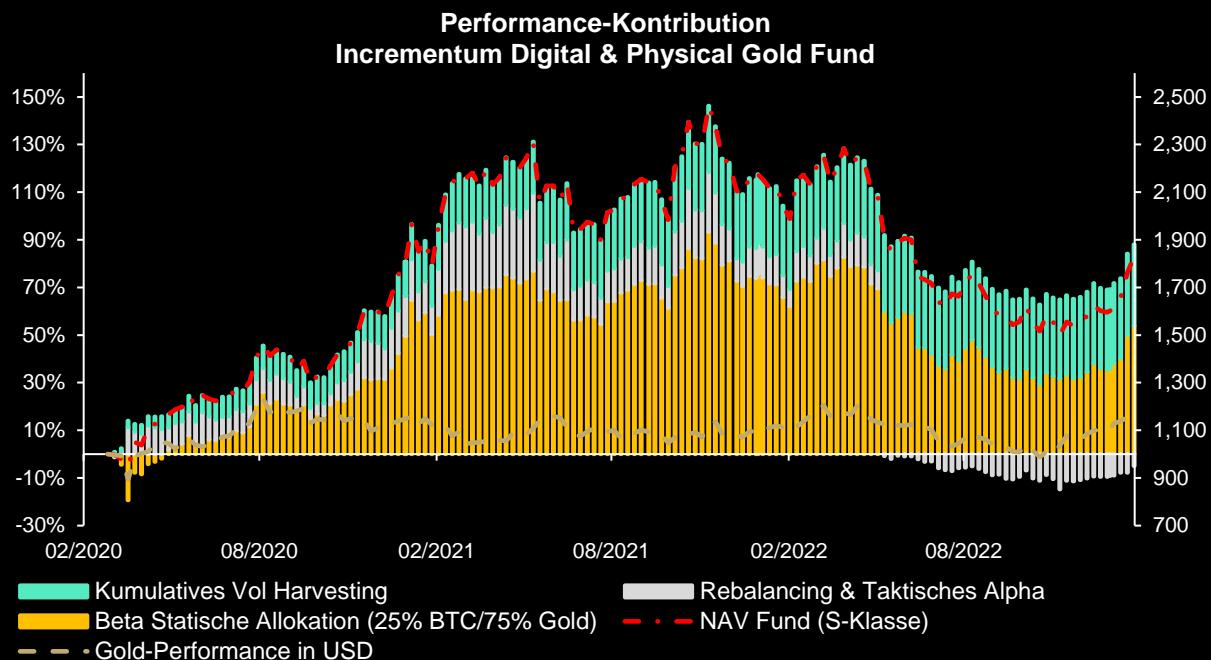
## Wertentwicklung des Incrementum Digital & Physical Gold Fund

Die Strategie des Fonds besteht darin, in liquide, **#NonInflatable** Assets zu investieren, d. h. in **digitales und physisches Gold**. Darüber hinaus zielt sie darauf ab, die **Volatilität durch dynamisches Rebalancing und ein Options-Overlay auszunutzen**. Die strategische Vermögensallokation besteht zu 75% aus physischem Gold und zu 25% aus digitalem Gold – bei dem es sich derzeit und in absehbarer Zukunft zweifellos um Bitcoin handelt – wobei ein gewisser Spielraum bei der Allokation von Bitcoin besteht, um von der Marktvolatilität zu profitieren.

2022 war die Jahresperformance von Gold -0,2% und die von Bitcoin -64,2%, jeweils in US-Dollar. **Der NAV des Fonds (USD-S) sank im Jahr 2022 um 26,3%**. Seit der Auflegung des Fonds am 26. Februar 2020 **ist der NAV (USD-S) um 60,2% per Jahresende 2022 und 83,1% per Ende Januar 2023 gestiegen**. Obwohl wir uns seit mehr als einem Jahr in einem tiefen Bärenmarkt für Kryptowährungen befinden, konnten wir im Vergleich zu Gold, das seit Auflegung des Fonds nur um 17,9% gestiegen ist, deutlich höhere Renditen erzielen. Betrachtet man **die risikobereinigten Renditen, so sind die Sharpe-Ratio, Sortino-Ratio, Omega-Ratio und RoMaD-Statistiken des Fonds deutlich höher als die von Bitcoin und Gold allein**. Mit Blick auf unsere Erfolgsbilanz freuen wir uns, dass wir seit der Auflegung des Fonds im Februar 2020 nicht nur eine sehr ordentliche Performance, sondern auch ein attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis erzielt haben.

**Seit der Auflegung des Fonds ist der Performancebeitrag wie folgt aufgeteilt:**

- **53,9 Prozentpunkte der Gesamtperformance sind auf unsere strategische Vermögensallokation** von 75% Gold und 25% Bitcoin mit wöchentlichem Rebalancing **zurückzuführen**.
- **-4,9 Prozentpunkte wurden von der taktischen Allokation** wie der Beimischung von Silber oder einiger Altcoins **verursacht**. Der größte Teil dieser negativen Performance fiel 2022 während der starken Underperformance von Silber an.
- **34,2 Prozentpunkte sind unserer #VolHarvesting-Strategie zuzuschreiben**, die über die Prämien, die wir einnehmen, weiterhin einen kontinuierlichen Wertzuwachs durch permanente Erträge erzielt. Die aktuelle #VolHarvesting-Rendite, berechnet als Zeitwert der ausstehenden Optionen im Verhältnis zum Fondsvolumen, liegt bei kumulierten 0,18% pro Monat (Gold-, Silber- und Bitcoin-Optionen) oder 2,19% auf Jahresbasis.



## Fazit

**Wir sind der Überzeugung, dass unsere ursprüngliche Investmentthese für Investitionen in Bitcoin nach wie vor gültig ist.** Die fünf Schlüsselpunkte, die wir skizziert haben – Knappheit, Dezentralisierung und Zensurresistenz, kontinuierlich verbesserte Funktionalität, Anreizstruktur sowie die kontinuierliche Inflation in Fiat-Währungssystemen – deuten alle auf eine zunehmende Akzeptanz und längerfristige Monetarisierung von Bitcoin hin, unabhängig von kurzfristigen Preisentwicklungen.

Darüber hinaus glauben wir, dass der Wettbewerb auf dem Kryptowährungsmarkt nur dazu dient, die Dominanz von Bitcoin zu festigen. Es gibt zwar andere dezentrale Kryptowährungen auf dem Markt, aber keine konnte bisher die Kombination aus Sicherheit, Skalierbarkeit und Dezentralisierung, die Bitcoin bietet, vollständig erreichen.

Warren Buffett sagte einmal: „**Der Aktienmarkt ist eine Vorrichtung, um Geld von den Ungeduldigen zu den Geduldigen zu transferieren.**“ Wir sind der festen Überzeugung, dass dies auch auf Bitcoin zutrifft. Der geduldige Anleger, der in der Lage ist, über kurzfristige Kursschwankungen hinauszuschauen und sich auf das langfristige Potenzial dieser revolutionären Technologie zu konzentrieren, wird derjenige sein, der die Früchte erntet.

Wir hoffen, dass Sie diesen Report informativ und aufschlussreich finden. Wenn Sie Feedback oder Vorschläge haben, wenden Sie sich bitte an uns!

Mit freundlichen Grüßen,

Mark J. Valek & das gesamte Team der Incrementum AG

## Daten des Fonds

Der Fonds hat per Januar 2023 ein Volumen von 16,9 Mio. USD.

Der Fonds ist ein AIF für professionelle Anleger. Er ist für den Vertrieb in Liechtenstein, Deutschland (professionelle und semiprofessionelle Kunden) und Österreich zugelassen. **Seit dem 1. Januar 2021 ist der Fonds für den Vertrieb in der Schweiz für qualifizierte Anleger zugelassen.**

Die Anteilsklasse USD-S steht neuen Anlegern ab einer Zeichnungssumme von 10 Mio. USD zur Verfügung. Die Anteilsklassen USD-A, EUR-A, EUR-D und CHF-A sind ohne Mindestanlagebeschränkung erhältlich.

Unter den derzeitigen Marktbedingungen schätzen wir die Kapazität dieser Strategie auf etwa 250 Mio. USD.

**Incrementum Digital & Physical Gold Fund**

	USD-A	EUR-A	CHF-A	USD-S	EUR-D
ISIN	LI0387334563	LI0481314990	LI0481314941	LI0481315047	LI1146978047
Inception	March 11, 2020	June 24, 2020	August 08, 2020	February 26, 2020	January 5, 2022
Reference Currency	USD	EUR	CHF	USD	EUR
Management Fee	1.00%	1.00%	1.00%	0.50%	1.00%
Min Investment	1 Share	1 Share	1 Share	USD 10 mn.	1 Share
Distribution Policy	Accumulating				Distributing
Domicile	Liechtenstein				
Sales Registration	LI, DE, AT - professional Investors; CH qualified Investors				
Redemption Fee	0%				
Management Fee	0%				
Liquidity	Weekly				
Performance Fee	10%				
Hurdle	10%				
High Water Mark	Yes				
Auditor	Ernst & Young AG, Bern				
Administrator	IFM Independent Fund Management AG				
Custodian	Bank Frick & Co. AG				
Fee Administrator/Custodian (total, starting 2021)	0.30%				
Valuation Day	Wednesday				
Cut off subscriptions	T-1, 16:00 CET				
Cut off redemptions	T-7, 16:00 CET				
Value date	T + 3				

## Kontakt

**Mark Valek**  
 Fondsmanagement  
[mjv@incrementum.li](mailto:mjv@incrementum.li)  
 +423 237 2664

[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)  
[www.noninflatable.com](http://www.noninflatable.com)

Incrementum AG  
 Im alten Riet 102  
 9494 Schaan  
 Liechtenstein

**Harald Steinbichler**  
 Kundenbetreuung  
[harald.steinbichler@axessum.com](mailto:harald.steinbichler@axessum.com)  
 +43 1 8886069

[www.axessum.com](http://www.axessum.com)

axessum GmbH  
 Anton Krieger Gasse 130 Top 1  
 1230 Wien  
 Österreich

### Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient lediglich der Information und stellt keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf dar, sondern ist lediglich eine Zusammenfassung der wichtigsten Aspekte des Fonds. Das Dokument ist insbesondere nicht dazu bestimmt, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die Informationen müssen in Verbindung mit dem aktuellen (ggf. vollständigen und vereinfachten) Prospekt gelesen werden, da nur diese Dokumente relevant sind. Es ist daher notwendig, den aktuellen Verkaufsprospekt sorgfältig und gründlich zu lesen, bevor man in diesen Fonds investiert. Die Zeichnung von Anteilen wird nur auf der Grundlage des aktuellen (gegebenenfalls vollständigen und vereinfachten) Prospekts akzeptiert. Der vollständige Prospekt, der vereinfachte Prospekt, die Vertragsbedingungen und der letzte Jahresbericht können bei der Verwaltungsgesellschaft, der Depotbank, allen Vertriebsstellen im In- und Ausland sowie auf der Website des Liechtensteinischen Anlagefondsverbandes (LAFV; [www.lafv.li](http://www.lafv.li)) kostenlos bezogen werden und stehen [hier](#) (deutsch) und [hier](#) (englisch) zum Download bereit.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Erstellung und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Autoren waren bei der Auswahl der Informationen sorgfältig, übernehmen jedoch keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der bereitgestellten Informationen. Dieser Fonds ist im Fürstentum Liechtenstein domiziliert und kann auch in anderen Ländern zum öffentlichen Angebot registriert werden. Detaillierte Informationen über das öffentliche Angebot in anderen Ländern können dem aktuellen (gegebenenfalls vollständigen und vereinfachten) Prospekt entnommen werden. Aufgrund der unterschiedlichen Registrierungsverfahren kann keine Gewähr dafür übernommen werden, dass der Fonds und gegebenenfalls die Teilfonds in jeder Jurisdiktion und zum gleichen Zeitpunkt registriert sind oder werden. Bitte beachten Sie, dass in Ländern, in denen ein Fonds nicht für das öffentliche Angebot registriert ist, dieser vorbehaltlich der geltenden lokalen Vorschriften nur im Rahmen von "Privatplatzierungen" oder institutionellen Anlagen vertrieben werden darf. Anteile an Fonds werden in Ländern, in denen ein solcher Verkauf gesetzlich verboten ist, nicht zum Verkauf angeboten.

Dieser Fonds ist nicht nach dem United States Securities Act von 1933 registriert. Fondsanteile dürfen daher in den Vereinigten Staaten weder für noch auf Rechnung von US-Personen angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Definitionen für die Zwecke der US-Bundesgesetze über Wertpapiere, Waren und Steuern, einschließlich Regulation S in Bezug auf das United States Securities Act von 1933). Spätere Anteilsübertragungen in den Vereinigten Staaten und/oder an US-Personen sind nicht zulässig. Alle Dokumente, die sich auf diesen Fonds beziehen, dürfen nicht in den Vereinigten Staaten in Umlauf gebracht werden.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Die Werte können sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den von Ihnen investierten Betrag zurück. Die Erträge aus Anlagen können schwanken. Wechselkursschwankungen können sich nachteilig auf den Wert, den Preis oder die Erträge von Anlagen auswirken. Bevor Sie eine Anlage tätigen, sollten Sie sich von einem Fachmann über die Risiken der Anlage und gegebenenfalls die steuerlichen Auswirkungen beraten lassen. Alle Charts stammen von der Incrementum AG.