

Et kritisk blikk på verdien av kryptovaluta



Cand. agric.
Ole Einar Stokstad
Analysesjef kreditt i DNB Markets

Såkalt kryptovaluta er i vinden selv om prisene både faller dramatisk og deretter stiger voldsomt – gjerne i løpet av veldig kort tid. Jeg oppfordrer alle til å skrelle lagene av det verdiløse verdipapiret, og se om det er noe igjen i løkens kjerne.

Dette innlegget er en utvidet variant av en kredittkommentar om såkalt kryptovaluta publisert i Dagens Næringsliv 20. februar. Den kommentaren ble møtt med både bifall og kritikk. Kritikken har først og fremst gått på manglende nyansering, og derfor har jeg her presisert mer enn hva det er rom for i en kort avis kommentar. Selv mange kryptovalutatilhengere mener at vi er inne i en boble, men de mener at noen vinner-kryptovalutaer vil stå igjen med noe verdi. Jeg har likevel ikke hørt et eneste godt argument for hvorfor de skal ha verdi, utover at det alltid vil finnes noen som vil ha tro på at spesielt Bitcoin vil ha verdi. De kan jo ha rett i det.

Andre argumenter til fordel for kryptovaluta går på at det faktisk gjøres transaksjoner av et visst omfang, og at dette i seg selv tilsier at valutaen har verdi som betalingsmiddel, men jeg ser ikke at dette taler for fundamental verdi. I et historisk perspektiv vil pri-

Løken avskrelt lag etter lag

1. Hvis det er en valuta: hvorfor er det ingen verdiskapning som backer verdsettelsen – og hvis det var backing – hvor er maktapparatet som skal kunne inndrive disse verdiene? Som valuta er den fundamentale verdien null.
2. Hvis det er en obligasjon: hvorfor er det ingen kupong og ingen forfallsdato? Som obligasjon er verdien null.
3. Hvis det er en aksje: hvorfor er det intet utbytte og ingen inntjening som kan gi håp om fremtidige utbytter? Som aksje er verdien null.
4. Hvis det er et pyramidespill/Ponzi scheme må verdien være basert på tro om fremtidig verdistigning uten fundamental begrunnelse – «there is always a bigger fool» – dette er det eneste punktet jeg kan finne som kan forklare at kryptovaluta enn så lenge har verdi.



Som valuta er kryptovaluta verdt null.

Suksessfaktorer

1. Begrenset mengde – brukes av mange som argument for at det må ha verdi – man må forte seg å få tak i varen før det er for sent – men samme situasjon som en aksje/obligasjon: verdien kan likevel være null.
2. Attraktivt å omgå offisielle kanaler. Alt fra hvitvasking fra kriminalitet, skatteundragelser og terrorfinansiering, via fravær av fungerende offisiell valuta (eks. Zimbabwe), til mistillit til sentralbankenes uansvarlige pengepolitikk med såkalte kvantitative lettelse som blir til pengetrykking om de ikke blir reversert.
3. Det er alltid mest attraktivt å svindle folk som har noe å skjule, for de ønsker i utgangspunktet ikke å anmelde.
4. Teknoeufori. I disse dager stiger aksjer som inneholder Fintech, Blockchain, crypto eller coin irrasjonelt mye sammenlignet med sammenlignbare aksjer (anekdoter).

Risikovilje og lite kunnskap. Folk (tror de) elsker gambling – enten kasinoet selger tradisjonelle pengespill, gearede derivatinvesteringer (contract for difference) eller luft (kryptovaluta, The 5 percent community).

vatisering av pengetrykking og formue som skapes av dette bli sett på som falskmyntneri. Hvem skal ha rett til å gjøre dette? – alle? – vel, hvorfor skal man da ha tillit til slike valutaer?

Teknologien er interessant

La meg først presisere at jeg ikke er negativ til teknologien blockchain, eller distributed ledger (distribuert hovedbok) som først ble introdusert

gjennom Bitcoin. Ja, teknologien har sine svakheter som stadig økende data-mengde, men trolig er mulighetene vesentlig større. Jeg er ingen teknolog, men har diskutert noen av mulighetene med min kollega Lasse Meholm som er leder for blockchain-teknologi i DNB. Teknologien kan for eksempel benyttes til eiendomsregistre i utviklingsland. Den distribuerte hovedboken gjør at alle kommunale kontorer kan se den samme informasjonen, men uten at de vil kunne gjøre endringer i et sentralt register. Dermed blir det langt vanskeligere for en korrupt tjenesteperson for eksempel å gi eiendommen som tilhører en ressurs svak person, til en utbygger som ikke følger reglene.

Vi i DNB har nylig inngått en avtale med en gruppe internasjonale storbanker om å bruke teknologien i forbindelse med trade finance. Statoil benytter teknologien til å redusere motpartsrisiko ved omsetning av olje og gass, og DNV GL benytter teknologien til å gjøre det vanskeligere å forfalske sertifikater.

Ren kryptovaluta og kryptovaluta koblet til verdier

Den andre presiseringen jeg vil gjøre er å skille mellom ren kryptovaluta og kryptovaluta som er koblet til verdien av en teknologi eller en bedrift. Et eksempel på dette er Ethereum (valutaen kalles Ether) som egentlig er et IT-programmeringsspråk. Resten av innlegget gjelder i hovedsak for ren kryptovaluta, med unntak av neste og nest siste avsnitt.

Ligner en aksje

Kryptovaluta, eller tokens, som er koblet mot et selskap, eller en teknologi, kan ha en verdi på samme måte som en aksje kan ha verdi og utstedes gjennom en såkalt Initial Coin Offering (ICO – spiller på navnet Initial Public Offering som er engelsk for børsnotering).

Selv om noen av dem som utsteder tokens gjennom ICOs, har ærlige hensikter, er visstnok flere blitt svindlet og bakmenn skal ha gått i dekning etter å

ha hentet inn ekte penger i hard valuta gjennom en ICO.

Fremfor en kapitalinnhenting i tradisjonell valuta med aksjeemisjon, børsnotering eller crowdfunding kan det for mange selskaper sikkert være fristende å bruke en ICO siden de slipper både prospektplikt og informasjonsplikt. Den nåværende teknouforien gjør det også lettere å få en bedre prisning, men det kan endres raskt.



Hvis det er en valuta: hvorfor er det ingen verdiskapning som backer verdsettelsen – og hvis det var backing – hvor er maktapparatet som skal kunne inndrive disse verdiene?

For en investor betyr imidlertid manglende regulering, blant annet når det gjelder prospekt- og informasjonsplikt, en økt risiko for å gjøre en dårlig investering og for i verste fall å bli svindlet.

Kryptovaluta som et fenomen kan det likevel lønne seg å være positiv til. La oss først ta en nærmere titt på hva kryptovaluta er, og hva det ikke er? Blir det da noe igjen etter at løken er skrelt, lag for lag?

Hvor er verdiskapningen?

Vi starter med det første åpenbare laget på løken. Hvis det er en valuta: hvorfor er det ingen verdiskapning som understøtter verdsettelsen? Og hvis valutaen hadde vært understøttet av verdiskapning: hvor er maktapparatet som skal kunne inndrive disse verdiene? Kryptovaluta mangler altså retten til å skattelege verdiskapningen i et økonomisk område, og et forsvar og politi til å beskytte og håndheve innkreving. Som valuta er den fundamentale verdien derfor etter min vurdering null.

Fundamental verdi?

Rent praktisk er det dessuten utfordringer. Det er nå etablert et avledet

instrument (derivat) som gir eksponering til verdiutviklingen på Bitcoin og Ether. Derivatet er en Exchange Traded Note (ETN) som gir investoren syntetisk eksponering. Den eneste grunnen til at et slikt syntetisk produkt trenger å eksistere, er hvis det er lettere å omsette enn det underliggende papiret. Smak på det: en valuta er så vanskelig å omsette at det er lettere å handle eksponeringen syntetisk mot et meglerhus. Siden jeg ikke finner at kryptovaluta har fundamental verdi som valuta, går vi videre og ser på om produktet kan ha andre former for verdi.

Null verdt som aksje

De neste lagene på løken vi skreller av, er ulike former for verdipapirer. Hvis kryptovaluta er en obligasjon: – hvorfor er det ingen kupong og ingen forfallsdato? Som obligasjon er verdien lik nåverdien av forventet fremtidig konstantstrøm som er null. Hvis det er en aksje – hvorfor er det intet utbytte og ingen inntjening som kan gi håp om fremtidige utbytter? Som aksje er verdien null.

Hvordan bli forledet?

Det er likevel slik at kryptovaluta har vært priset som dot.com-aksjer på slutten av nittitallet. Kryptovalutane har noen åpenbare suksessfaktorer som kan være med på å forklare hvorfor folk lar seg forlede.

En begrenset mengde av noe verdiløst

Det er begrenset mengde av eksempelvis Bitcoin, og dette brukes av mange som argument for at det må ha verdi – man må forte seg å få tak i varen før det er for sent. Virkeligheten er den samme for en aksje, eller en obligasjon. Verdien kan likevel være null, som mange har erfart når et foretak går konkurs uten restverdier i boet. En begrenset mengde av noe verdiløst, forblir verdiløst.

Omgår offisielle kanaler

Kryptovaluta fremstår attraktivt for å omgå offisielle kanaler. Alt fra hvitvasking av midler fra kriminalitet, skatteunndragelser og terrorfinansiering, via fravær av fungerende offisiell valuta



Historisk sett har privates pengetrykking blitt sett på som falskmyntneri. Hvis alle skulle ha rett til å trykke penger – hvorfor skulle man da ha tillit til slike valutaer?

(eks. Zimbabwe), til mistillit til sentralbankenes uansvarlige, ekspansive pengepolitikk, kan være grunner til at folk ikke ønsker offisielle betalingskanaler.

Svindler dem som har noe å skjule

En suksessfaktor som er en gjenganger for mange typer svindel, er at det alltid er mest attraktivt å svindle folk som har noe å skjule, for de ønsker i utgangspunktet ikke å anmelde. Hvis du har valgt kryptovalutaen Zcash for å kunne overføre penger anonymt, er du neppe den første til å kritisere den fundamentale verdien av produktet selv om du er aldri så skeptisk. Har du investert stort i en ICO, har du interesse av at boblen holder for at du ikke skal tape din egen investering.

Spillegalskap er ikke merket «pyramidespill»

Vi kommer heller ikke unna teknoeufori, spillegalskap og manglende

kunnskap som drivende faktorer. I disse dager stiger aksjer som inneholder ordene fintech, blockchain, crypto eller coin irrasjonelt mye sammenlignet med sammenlignbare aksjer. Mange elsker gambling – enten kasinoet selger tradisjonelle pengespill, gearede derivatinvesteringer (contract for difference) eller luft. Luft kan komme i form av kryptovaluta eller andre pyramidespill som The 5 percent community. Sistnevnte ble jo heller ikke presentert som et pyramidespill på grunn av tilleggsfunksjoner som skulle tåkelegge hvordan oppsettet var designet: Grunnleggerne ville bli rike, de første som kom inn ville tjene noe, og de siste til å delta ville tape alt. Slik var det designet, og slik ble det. Intet vellykket pyramidespill vil være merket pyramidespill.

Avskiltet kryptobank

En artig observasjon fra de siste ukene er avskiltningen av den amerikanske kryptobanken Arisebank. Myndighetene la beslag på selskapets eiendeler. Dagen før uttalte kryptobanksjefen at det ikke var behov for å regulere eller ha innskuddsgaranti på grunn av den desentraliserte strukturen som gjorde at ingen andre enn innskyterne ville ha tilgang til midlene. Så feil kan man ta. Myndigheter og andre kritikere har begynt å ta tak i nettopp sikkerhet, samt miljøaspektet ved at bitcoin-mining er svært energikrevende. Bitcoin-mining krevde i 2017 visstnok like mye strøm som nasjonen Danmark. Fra et ressurs- og miljøperspektiv er dette forkastelig og burde etter min mening vært forbudt aktivitet.

Avhengig av tillit

Jeg legger inn en generell kommentar fra vår makroøkonom Kyrre Aamdal om verdien av penger og noen tanker om kryptovaluta som modererer mitt syn noe: «En valuta, eller penger, er avhengig av tillit til at det kan brukes som betalingsmiddel i fremtiden og at verdien er noenlunde stabil. I tidligere tider valgte man en vare som fungerte som betalingsmiddel, f.eks. beverskinn. Den hadde også en egenverdi, og derfor tillit til at pengene ville ha en verdi også i fremtiden. Gull og sølv ble

også brukt, og senere ble pengene ofte knyttet til verdien av gull eller sølv. Med fiat-penger har myndighetenes garanti for stabil verdi vært viktig for tillit. Bitcoin har ingen egenverdi eller myndighet som understøtter verdien. Men om brukerne har tillit, kan den likevel fungere som valuta. Risikoen er at tilliten forsvinner som dugg for solen. Det kan likevel ikke utelukkes at Bitcoin kan fungere i lang tid parallelt med andre betalingssystemer. Det har fungert i ni år allerede, men kun i begrenset omfang. Som investeringsobjekt er derimot pyramidespill-analogien god».



En begrenset mengde av noe verdiløst, forblir verdiløst.

ICOMedy

Jeg oppfordrer alle som har interesse av å forstå mer om fenomenet ICOs til å lese Financial Times fabelaktige Alphaville hvor de har en underseksjon dedikert til kryptovaluta ved navn ICO-medy. Les gjerne kommentaren av Equi Capital fra 9. februar. Management mottar 35 % av tokens pluss betydelige honorarer. Disse tokens kan likevel ikke omsettes, da Equi Capital og deres tokens ikke er regulert av det britiske finansilsynet FCA, og småinvestorene vil være avhengige både av at den underliggende forretningsideen lykkes og at det stadig kommer inn nye penger fra flere investorer. Hvis alt dette slår til, blir selvsagt grunnleggerne veldig mye rikere enn småinvestorene.

Jeg liker egentlig best å analysere kredittrisiko og verdien av kredittobligasjoner. I det siste har jeg følt et behov for å se på såkalt kryptovaluta fra et finansperspektiv. Jeg fant ingen kjerne i løken, og ingen fundamental verdi for kryptovaluta. Men jeg ønsker ikke at man kaster teknologien ut med badevannet.