# Wenn der Bitcoin doppelt zählt

## Einleitung: Die neue Logik der Börse

Was ist ein Bitcoin wert? Auf dem freien Markt ist das leicht zu beantworten – heute vielleicht 65.000 US-Dollar. Doch in der Bilanz eines börsennotierten Unternehmens kann derselbe Bitcoin offenbar doppelt so viel zählen. Denn die Kapitalmärkte haben begonnen, Unternehmensanteile mit Krypto-Beständen signifikant über dem Marktwert dieser Bestände zu bewerten. Die Marktkapitalisierung solcher Firmen steigt nicht linear zum Bitcoin-Kurs, sondern exponentiell. Das Paradebeispiel: **MicroStrategy**, heute schlicht „Strategy" genannt.

Die Börse bewertet jeden Dollar Bitcoin bei Strategy mit zwei Dollar Unternehmenswert. Was wie ein Irrtum aussieht, ist in Wahrheit ein neues Phänomen, das mehrere ökonomische und psychologische Mechanismen vereint – und das strukturelle Dilemma institutioneller Investoren offenlegt.[1]

## Teil 1: Die doppelte Bewertung von Bitcoin bei Strategy

MicroStrategy (jetzt: Strategy) besitzt aktuell rund 600.000 Bitcoin – Stand Juli 2025 –, was einem Marktwert von über 70 Mrd. USD entspricht. Die Marktkapitalisierung des Unternehmens liegt jedoch bei etwa 138 Mrd. USD. Diese *Krypto-Treasury-Strategie*, wie sie von CEO Michael Saylor initiiert wurde, bedeutet: ein Unternehmen verwandelt sich in einen börsennotierten Bitcoin-Speicher.

Doch warum ist das Unternehmen mehr wert als seine Bitcoin? Drei Theorien stehen im Raum:

### These 1: Die unternehmerische Nutzung rechtfertigt die Prämie

Strategy und ähnliche Firmen argumentieren, sie würden mit ihrem Bitcoin „arbeiten": durch Lending, Staking, Tokenisierung, oder als Basis für weitere Finanzprodukte. Der Bitcoin im Unternehmen sei produktiver als im privaten Wallet. Diese These ist ökonomisch nachvollziehbar, aber bisher wenig überzeugend belegt. Strategy zum Beispiel erzielt kaum operative Erträge aus diesen Mechanismen.

### These 2: Institutionelle Investoren brauchen Vehikel

Einige institutionelle Fonds – insbesondere konservative, regulierte US-Fonds – dürfen kein Krypto direkt halten. Sie dürfen aber Aktien erwerben. Damit werden Unternehmen wie Strategy zum *legalen Proxy für Bitcoin Exposure*. Wer nicht in Bitcoin investieren darf, kauft eben Anteile an einem Unternehmen, das Bitcoin hält. Der Preis dafür ist ein saftiger Aufschlag. Das erklärt möglicherweise einen Teil der Bewertung.

---

[1] Der zentrale Gedanke stammt direkt aus dem „Money Stuff"-Newsletter von Matt Levine vom **15. Juli 2025**, mit dem Titel **„Put the Crypto in the Index Funds"**.

Ein Beispiel: Der zweitgrößte Aktionär von Strategy ist laut Bloomberg-Daten die **Capital Group**, einer der größten aktiven Fondsmanager weltweit. Strategy ist in ihrem Flaggschiff-Fonds *Growth Fund of America* enthalten – obwohl der Fonds gar keine Krypto halten darf. Also zahlt er 100 % Aufpreis für das Bitcoin-Exposure durch eine Aktie.

### These 3: Der Meme-Faktor regiert – "lol retail"

Die plausibelste Erklärung ist zugleich die banalste: Anleger kaufen euphorisch Aktien von Unternehmen mit Krypto-Bezug, ohne sich über den realen inneren Wert Gedanken zu machen. Die Geschichte "Firma X kauft Bitcoin" reicht, um Retail-Investoren zum Kauf zu bewegen. Die Kurse steigen, ohne dass sich am Geschäftsmodell etwas ändert.

MicroStrategy hat diesen Mechanismus perfektioniert – als Meme-Aktie mit seriösem Anstrich. Und das Narrativ "wir sind das erste börsennotierte Bitcoin-Unternehmen" hat gewirkt.

## Teil 2: Wenn der Index zur Kryptoanlage wird – unfreiwillig

Das eigentliche Paradoxon entfaltet sich jedoch auf einer anderen Ebene: **Indexfonds, die keine Krypto halten wollen, halten trotzdem Krypto – weil es im Index ist.**

### Vanguard und das Krypto-Paradox

Die Vanguard Group – eine Bastion konservativen Index-Investierens – lehnt Kryptowährungen explizit ab. In offiziellen Statements heißt es, Krypto sei spekulativ, volatil, ohne intrinsischen Wert. Dennoch ist Vanguard heute der größte Aktionär von Strategy – über 8 % der Anteile befinden sich in ihren Fonds.

Wie das sein kann? Die Erklärung liegt in der Natur des Indexing. Strategy ist Bestandteil zahlreicher Indizes (z. B. Total Stock Market Index, Momentum-, Growth- und Value-Indizes). Wer also einen Vanguard ETF auf den US-Aktienmarkt hält, besitzt indirekt Anteile an einem Bitcoin-Vehikel – auch wenn das nicht gewollt ist.

„Das ist die Ironie des Indexzeitalters: Du investierst nicht in das, was du willst – du investierst in das, was der Markt will.“ – Matt Levine

Der ETF-Boom führt dazu, dass Kapitalströme automatisch in Unternehmen fließen, sobald sie in die Benchmark aufgenommen werden – unabhängig von Substanz oder Geschäftsmodell.

### Börsenindizes als heimlicher Krypto-Zugang

Was früher absurd schien, ist heute Realität: Der Kauf eines Total-Market-ETFs auf den US-Aktienmarkt bedeutet auch Exposure zu Bitcoin. Und je mehr Unternehmen ihre Bilanzen mit Krypto aufladen, desto größer wird dieser Anteil.

Es entsteht eine zweite Ebene des Krypto-Marketings:

- Für Unternehmen: Die Aufnahme in einen Index sorgt für stabile Nachfrage.

- Für Anleger: Der Index wirkt wie ein "sanfter" Einstieg in Krypto, ohne Wallet oder technische Hürden.
- Für die Märkte: Die Korrelation zwischen Aktien und Bitcoin steigt – ungewollt und unterschätzt.

# Fazit: Der Bitcoin als Troja im Indexsystem – und der stille Ruf zur Eigenverantwortung

Die Prämien, die Anleger für Bitcoin-Treasury-Firmen wie Strategy zahlen, sind irrational – und zugleich strukturell erklärbar. Was als Spekulationsmechanismus begann (These 3), wird durch institutionelle Beschränkungen (These 2) und passive Indexmechanismen verstärkt.

Doch genau darin liegt die eigentliche Lehre dieser Entwicklung: **Die Märkte zeigen, was möglich wäre – aber viele Anleger machen es nicht selbst.**

Die doppelte Bewertung von Bitcoin-Beständen in Aktienkursen ist kein technisches Wunder, sondern eine Folge von *Umwegen*. Wer MicroStrategy-Aktien kauft, weil er nicht direkt Bitcoin kaufen *kann* oder *will*, zahlt letztlich den Preis für Bequemlichkeit, Unsicherheit oder regulatorische Einschränkungen. Dabei könnten – rechtlich und technisch – viele Privatanleger längst selbst:

- einen kleinen Bitcoin-Bestand als digitale Reserve halten,
- über regulierte Broker direkt investieren,
- Cold-Wallets für langfristige Sicherheit nutzen.

Dass man stattdessen überteuerte Umwege über Unternehmen geht, ist ein ökonomischer Anachronismus in einer digitalen Finanzwelt, die längst individuelle Verantwortung erlaubt.

**Die Ironie ist deutlich: Anleger zahlen einen Aufpreis für etwas, das sie längst selbst besitzen könnten – sicherer, günstiger und transparenter.**

## Der implizite Aufruf: Werde dein eigener Krypto-Verwalter

In einer Finanzwelt, die zunehmend tokenisiert, digitalisiert und dezentralisiert wird, bedeutet dieser Trend: **Die Zukunft gehört denen, die Verantwortung übernehmen – nicht denen, die Indexpfade folgen.**