DIGITAL ASSET SOLUTIONS

Digital Asset Solutions AG
Gotthardstrasse 26, CH-6300 Zug
info@da.solutions
www.da.solutions

Marktbericht | 07.02.2023

Marktrückblick 2022: Überhebelte Marktteilnehmer läuten das vorzeitige Ende des Bullenzyklus ein

Im Einklang mit dem Richtungswechsel der US-Notenbank markierte der Krypto-Bullenmarkt im November 2021 den Höhepunkt seines Zyklus. Nach knapp zwei Jahren beachtlicher Preissteigerungen zeigten sich erste Risse im Fundament, welche zu einem späteren Zeitpunkt zum Zusammenbruch etlicher angesehener Marktteilnehmer führen sollte.

Just im November 2021 verzeichneten die meisten Kryptowährungen ihren Höhepunkt. Es folgte, was irgendwann kommen musste: Die Nachfrageseite konnte das täglich neu kreierte Angebot an neuen Token nicht mehr absorbieren. Der durch Quantitatives Tightening (QT) umgeschlagene Risk-Off Trend an den globalen Märkten hat im Jahr 2022 insbesondere auf den überhitzten Sektor der digitalen Vermögenswerte durchgeschlagen.

Die neue Strömung brachte tiefgreifende Probleme an das Tageslicht, von denen sich die Branche dank fortlaufender Preissteigerungen (zu) lange entziehen konnte. Die Euphorie rund um das noch in den Kinderschuhen steckende Web3 hatte viele unausgereifte Projekte hervorgebracht, die zudem oft mit ponzinomischen "Tokenomics" bestückt waren. Projekte ohne reellen Nutzen und Token, die nur mit stetig neuer Adoption am Leben erhalten werden konnten, trafen auf überhebelte Marktteilnehmer. Die toxische Mischung entfaltete sich in einer Abwärtsspirale, die erste Insolvenzen namhafter Akteure nach sich zog und in einem Ansteckungseffekt ("Contagion") auf alle anderen schwach aufgestellten Spekulanten überschwappte.

Grayscale Bitcoin Trust (GBTC): erste Schatten am Horizont

Der Grundstein einer Leverage-Kette wurde bereits im Jahr 2020 gelegt. In den Vereinigten Staaten herrschte ein Vakuum an börsengehandelten Instrumenten, um an den rapide steigenden Preisen digitaler Assets partizipieren zu können. Ein börsengehandeltes Produkt in der Form eines Trusts der Kryptospezialistin Grayscale stellte für viele Anleger die einzige Option dar, von Preissteigerungen der grössten Kryptowährung zu profitieren. Doch das Instrument mit dem Namen Grayscale Bitcoin Trust (GBTC) war mit einen einseitigen Mechanismus ausgestattet. Der geschlossene Fonds enthielt die Möglichkeit, Bitcoins in GBTC einzutauschen, um diese später an der Börse zu verkaufen - jedoch nicht umgekehrt. Dedizierte Marktteilnehmer konnten also nach einer Sperrfrist von 6 Monaten ihre gegen Bitcoin erhaltenen Anteile an der Börse verkaufen. Während immer mehr Anleger in GBTC investierten, etablierte sich in dem börsengehandelten Produkt eine beachtliche Prämie im zweistelligen Prozentbereich.

Gefundenes Fressen für Krypto-Hedgefonds, die ohnehin schon Bitcoin hielten. Durch einen verzögerten Arbitrage-Handel konnten die Fonds ihre Bitcoin Bestände für Grayscale Bitcoin (GBTC) einlösen, ein halbes Jahr warten und dann die Prämie abkassieren. Findige Markteilnehmer mit mehr Risikotoleranz fremdfinanzierten den ganzen Trade und hinterlegten während der Wartezeit die GBTC Anteile wiederum als Sicherheit, um mit noch mehr Fremdkapital in die lukrative Schleife erneut einzusteigen. Dabei wird schnell ersichtlich, dass das hochlukrative Geschäft nur in der optimistischen Konstellation, in der GBTC eine Prämie aufweist, funktioniert.

Digital Asset Solutions AG
Gotthardstrasse 26, CH-6300 Zug
info@da.solutions
www.da.solutions

Mangelhaftes Risikomanagement bringt die ersten überhebelten Akteure zu Fall

Im Beispiel des GBTC -Trades wird deutlich: es gab für gehebelte Geschäfte genügend Kreditgeber. In der Kryptowelt werden diese als "zentralisierte Lender" bezeichnet. Denn auch das "Lending Business", also die Kreditvergabe gegen digitale Sicherheiten, war im Bullenmarkt ein sehr lukratives Geschäft.

Mit zunehmender Effizienz der Kryptomärkte sowie neuen Anlageprodukten baute sich die anfängliche GBTC-Prämie kontinuierlich ab und verwandelte den Trust in eine tickende Zeitbombe. Mit sinkenden Kryptopreisen drehte die Prämie schon bald in einen Abschlag. Da das börsengehandelte Produkt auch als Sicherheit für die Kreditlimiten eingesetzt wurde, entwickelte sich GBTC zu einem Problem, das die Bücher der involvierten Parteien immer tiefer belastete. Krypto-Hedgefonds wie Three Arrows Capital (3AC) waren durch ihre hohes Engagement in diesem Trade besonders von der sich umkehrenden Kreditspirale betroffen. Entsprechend wurden auch Kreditgeber durch die dahinschmelzenden Sicherheiten erfasst: die unter Grayscales Mutterhaus amtierende Kreditgeberin Genesis Global Trading reichte später eine Forderung über 1.2 Mrd. USD an den zu dieser Zeit schon insolventen Hedgefonds 3AC ein.

Terra/Luna-Crash frisst weitere Löcher in die Bilanzen

Ein Unglück kommt selten allein. Im Bullenmarkt traf eine massive Nachfrage nach digitalen Assets auf eine ebenso aktive und kreative Neuschaffung von verschiedenartigen Token. Ein neuartiges Konstrukt, das sich in diesem Umfeld präsentierte, war der algorithmische Stablecoin UST – dessen Sicherheit auf neu geschaffenen Seigniorage Token LUNA basierte. Die Beschaffenheiten solcher Mechanismen funktionieren prinzipiell nur bei stetig steigender Nachfrage. Und so kam es im geänderten Umfeld, wie es kommen musste. Das damals 60 Mrd. USD schwere Konstrukt wurde innerhalb weniger Tage von seinem eigenen ponzinomischen Mechanismus erdrückt. Der Marktwert des gesamten Ökosystems brach auf unter eine Milliarde ein und hinterliess etliche Marktakteure mit einem Totalverlust.

Abbildung 1: Terra LUNA/USDT Chart | Quelle: Tradingview

Dass so viele Investoren an Terra/Luna beteiligt waren, lag nicht zuletzt an der garantierten Rendite über 20% p.a., die Anleger bei Hinterlegung ihrer UST Stablecoins beim angeschlossenen Kreditportal Anchor-Protokoll erhielten. Ein Warnsignal, das zu diesem Zeitpunkt oftmals ignoriert wurde. So fielen nicht nur risikofreudige Risikokapitalgeber (3AC) dem Terra-Konstrukt zum Opfer. Auch zentralisierte Krypto-Kreditdienste wie Celsius und BlockFi, die ihren Kunden zweistellige Renditen auf ihre Einlagen versprachen, wurden mit übermässiger Terra/Luna Exponierung ertappt. Die erste Kettenreaktion startet.

FTX/Alameda – dilettantisches Risikomanagement schlägt in Betrug über

Eine der letzten Rettungsleinen für die notleidenden Kreditplattformen kam vorerst von der damals zweitgrössten Kryptobörse FTX. Die Börse wurde im Jahr 2019 von Sam Bankman-Fried und Gary Wang gegründet und hat sich schnell zu einer der innovativsten und am schnellsten wachsenden Plattformen in der Kryptowelt entwickelt. Die ursprünglich auf quantitative Handelsstrategien fokussierte Tochterfirma Alameda Research agierte über die Zeit zusehends als Risikokapitalgeber. Über die Zeit tätigte das Konglomerat etliche Beteiligungen. Es wurden Kredite vergeben und bezogen, während der CEO beider Unternehmen Sam Bankman-Fried (SBF) grosszügige Spenden an US-Politiker tätigte und Werbedeals im dreistelligen Millionenbereich unterschrieb.

Digital Asset Solutions AG
Gotthardstrasse 26, CH-6300 Zug
info@da.solutions
www.da.solutions

Was zu dem Zeitpunkt niemand wusste: Zwischen der Kryptobörse FTX und dem Handelshaus Alameda bestand keine Gewaltentrennung. Noch schlimmer: FTX verschob entgegen den eigenen Richtlinien Gelder ihrer Kunden auf die Bilanz von Alameda und erhielt im Gegenzug als Sicherheit zweitklassige illiquide Token der hauseigenen Börse (FTT). Das gegen aussen vorerst als finanziell gesund wahrgenommene Konstrukt war in Tat und Wahrheit ein äusserst labiles Gebilde, das bei Entdeckung des Bilanzbetrugs innerhalb von knapp zwei Wochen zusammenbrach.

Die Auswirkungen der Enthüllung des FTX-Skandals dringen tief in die Branche ein. Das Handeln des CEOs SBF und weiteren FTX/Alameda Verantwortlichen muss aufgrund der letzten Enthüllungen als kriminell eingestuft werden. Neben den Verlusten in Milliardenhöhe, die Kunden und Gegenparteien zu beklagen haben, ist der Ruf des gesamten Sektors massiv geschädigt.

Kryptos Enron führt zu "Lehman Moment"

Parallelen zwischen der 2008er-Finanzkrise und der aktuellen Situation in den Kryptomärkten sind naheliegend. Eine Gruppe halb-regulierter Finanzakteure jagt ansprechenden Renditen nach, die angesichts leicht erhältlicher Fremdfinanzierung noch höher ausfallen. Das Spiel gestaltet sich einfach, denn Kredite können mit illiquiden, zweitklassigen Sicherheiten besichert werden: was früher als ein Haufen Junk Hypotheken im AAA-Kleid daherkam, ersetzt man im digitalen Zeitalter durch selbst geschaffene "Utility" oder "Governance" Token – und man befindet sich im exakt selben Film.

Die Schwachstellen der angezählten Institute unterscheiden sich nicht vom traditionellen Finanzmarkt. Leverage, mangelnde Diversifikation und unrealistisches Bilanzstrukturmanagement führen in Stresssituationen oft zum Zusammenbruch. Im Krypto-Markt existiert jedoch keine Notenbank, die "too big to fail" Marktteilnehmern zur Hilfe eilt und mit einem nicht marktkonformen Zinsumfeld Zombiefirmen kreiert. Hier entscheidet der freie Markt über Leben und Sterben. Nur so entsteht ein robuster, gegenüber dem traditionellen Finanzmarkt überlegener und beständiger Markt, besetzt mit krisenresistenten Marktteilnehmern, die ihre Risiken im Griff haben (müssen).

Krypto ist gekommen, um zu bleiben

Der Trümmerhaufen, den die Marktkorrektur hinterlassen hat, ist auf den ersten Blick gross. Zu den Kursverlusten gesellt sich ein verständliches Misstrauen des generellen Betrachters des Bereichs, dessen Vertrauen nun langwierig wieder hergestellt werden muss. Was bei allem Unheil nicht vergessen werden sollte: Der Ursprung der Misere, in die sich die Branche hineinmanövriert hat, hat nur wenig mit Bitcoin oder der Blockchain zu tun, dessen Integrität seit Bestehen unangetastet ist. Schliesslich baut ein Blockchain-System auf mathematischen Beweisen und nicht auf Vertrauen. Trifft zuviel des Letzteren auf hochspekulative und teilweise unlautere Mitspieler, sind die Uraltingredienzen einer Finanzkrise gegeben. Diese Krise durchlebt die Branche momentan und das Endergebnis dürfte eine besser aufgestelle und auf Nachhaltigkeit getrimmte Infrastruktur sein.

Richtet man seinen Blick auf die fundamentalen Entwicklungen der Blockchain-Branche, kann man zweifelsohne einen gewaltigen Fortschritt erkennen. Die 2 Jahre Bullenmarkt waren wild und der Kater der Party entsprechend. Die weiterentwickelte Infrastruktur rund um Krypto und deren Derivate ist dennoch bemerkenswert. Risikokapitalgeber investierten zuletzt Milliarden in die Infrastruktur und mittlerweile benutzen geschätzte 300 Millionen Menschen weltweit Krypto-Anwendungen. Mit einer Wachstumsrate von gegen 100% könnte die Milliardengrenze bereits 2024 überschritten werden.

Abbildung 2: Aktive Bitcoin-Adressen | Quelle: Messari

Digital Asset Solutions AG
Gotthardstrasse 26, CH-6300 Zug
info@da.solutions
www.da.solutions

Die Kombination der hinzugekommenen Ingredienzien hat das Potenzial, Interaktionen im Internet zu revolutionieren. Über Token werden Benutzer direkt in ein Ökosystem eingebunden - das haben mittlerweile auch renommierte Firmen ausserhalb der Finanzwelt entdeckt. Die Synthese blockchainbasierter Anwendungen mit Web2 sowie Realweltanwendungen führt schlussendlich zum Metaversum oder Web3; ein Bereich mit unbegrenzten Möglichkeiten. Durch den erfolgreichen Ethereum-Merge wird dies in einem umweltfreundlichen (PoS) Rahmen ermöglicht.

Die neue Finanzwelt verschmilzt mit der alten

Dank einer fortgesetzten Regulierung fusioniert das Gebiet zusehends mit dem traditionellen Finanzbereich. Dies macht durchaus Sinn. Dank blockchainbasierter Finanzsysteme entstehen transparente, manipulationsfreie und effiziente Abwicklungsprozesse, die den aktuellen Finanzinfrastrukturen überlegen sind. 24/7 verfügbare Märkte und durch Smart Contracts kontrollierte Risikosysteme liquidieren untergedeckte Kreditlinien, ohne Wenn und Aber. Das Finanzsystem 2.0 oder das Web3 wird aber nicht autark existieren.

Eine Fusion der jeweiligen Systeme wird über die Zeit zum grössten Nutzen führen und uns in die nächste Ära leiten, die ähnlich wie das Aufkommen des Internets in den 2000er-Jahren einzustufen ist. Wann genau die Musik weiterspielt, liegt in den Sternen. Was jedoch feststeht: die zuletzt gesehene Preiskorrektur ist nicht unüblich für den Markt. Exponenziell wachsende Märkte weisen gegenüber etablierten Anlageklassen eine höhere Volatilität auf. Das zusätzliche Risiko muss bezahlt werden, um an exponenziellen Entwicklungen partizipieren zu können.

Digital Asset Solutions AG
Gotthardstrasse 26, CH-6300 Zug
info@da.solutions
www.da.solutions

Disclaimer

Die vorliegenden Informationen dienen ausschliesslich Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Diese Publikation berücksichtigt nicht die individuellen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die spezifischen Bedürfnisse einzelner Empfänger.

Die enthaltenen Einschätzungen basieren auf zum Zeitpunkt der Erstellung verfügbaren Informationen, geben die aktuelle Einschätzung von Digital Asset Solutions AG wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Zukunftsgerichtete Aussagen sind keine Garantie für künftige Entwicklungen.

Eine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Inhalte wird ausgeschlossen. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Digitale Assets sind mit erheblichen Risiken verbunden, einschliesslich hoher Volatilität, regulatorischer Unsicherheit und möglichem Totalverlust des eingesetzten Kapitals.

Diese Publikation ist vertraulich und ausschliesslich für den bezeichneten Empfängerkreis bestimmt. Vervielfältigung oder Weitergabe ohne vorherige Zustimmung ist untersagt.