

BRIGHTSIDE CAPITAL

EQUILIBRIUM

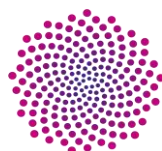


"I find myself in the middle of the wire. And I feel the void. And although a wire-walker should never look down... I do. And it was... It was beautiful. It was calm and beautiful, and serene, and "not-dangerous."

The Wire, 2015

Quando oggi si parla di asset digitali molto spesso si fa riferimento alle piattaforme di smart contracts (come Ethereum e Solana), alle applicazioni legate alla finanza decentralizzata (Aave per il lending, Uniswap per il trading) oppure più in generale all'asset che funge da "*store of value*", Bitcoin. Di sovente ci si dimentica però di una categoria forse più "noiosa" perché non soggetta alle forti fluttuazioni di prezzo che caratterizzano questo spazio, ma fondamentale per la crescita dell'intero ecosistema digitale: gli **stablecoin**.

Gli stablecoin sono attività monetarie al portatore progettate per riflettere il prezzo delle valute *fiat* utilizzando un meccanismo di stabilizzazione (o *peg*). Essenzialmente, gli stablecoin sono una rappresentazione digitale della valuta fiat che vive su blockchain pubbliche. La definizione che riteniamo più interessante è quella che fornisce Nic Carter, partner di Castle Island Ventures: "**Gli stablecoin combinano le caratteristiche di bassa volatilità delle valute sovrane con le garanzie di regolamento delle blockchain pubbliche, consentendo alla valuta**



fiat di essere trasferita e regolata ovunque su internet con una limitata interferenza da parte del sistema bancario tradizionale”.

Gli stablecoin sono stati inizialmente creati come uno strumento a disposizione dei trader di criptovalute per “uscire” dalle posizioni come Bitcoin ed Ethereum nei momenti di correzione di mercato, evitando di dover ri-convertire la valuta digitale in valuta *fiat*. **Entrando in una criptovaluta più stabile, i traders erano in grado di proteggere i profitti e il capitale durante i periodi di alta volatilità.** Si è poi rapidamente affermato un secondo possibile impiego: infatti gli stablecoin sono stati utilizzati anche da coloro che volevano trasferire del valore monetario da un exchange all’altro senza abbandonare l’ecosistema degli asset digitali. Questo ha permesso una maggiore libertà dei flussi tra i vari exchanges, portando ad un forte incremento della liquidità disponibile per il trading di asset digitali. Altri *use cases* che stanno prendendo piede più di recente al di fuori delle applicazioni di trading e finanza decentralizzata sono quelle legate ai pagamenti: gli stablecoin garantiscono maggiore velocità di transazione, commissioni più basse e pagamenti “senza frontiere” e, soprattutto, senza la necessità di avere accesso ad un istituto di credito (ricordiamo che al mondo ci sono ancora 1.7BN di “*unbanked people*”). Alcuni provider in questo ambito hanno infatti iniziato già da tempo a riflettere in maniera strategica sul settore (da Bloomberg del 7 gennaio 2022):

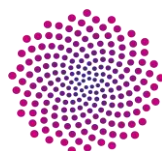
PayPal Explores Launch of Own Stablecoin in Crypto Push

- Company says it would work with regulators ahead of launch
- Evidence of ‘PayPal Coin’ work found in company’s iPhone app

A seconda del meccanismo di stabilizzazione che li caratterizza, gli stablecoin possono essere raggruppati all’interno di tre categorie.

1. Stablecoin collateralizzati da valuta *fiat*

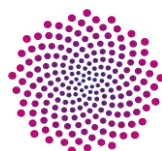
Questa tipologia di stablecoin è emessa da una terza parte centralizzata ed è legata ad una valuta *fiat* (principalmente da USD). Gli USD sottostanti (o asset finanziari con lo stesso valore in USD) sono detenuti all’interno di conti bancari e possono essere riscattati in qualsiasi momento. Questa tipologia di stablecoin rimane “stabile” se il mercato ha fiducia che l’emittente abbia effettivamente tutte le riserve necessarie per consentire ai possessori del token digitale il riscatto per valuta *fiat*. Per aumentare il livello di trasparenza, questi emittenti si sottopongono ad audit mensili o trimestrali per confermare la qualità e la quantità delle



proprie riserve, anche se al momento non vi sono obblighi regolamentari in tal senso (torneremo più avanti su questo punto). Gli emittenti più importanti in questa categoria sono Circle (USDC) e Tether (USDT).

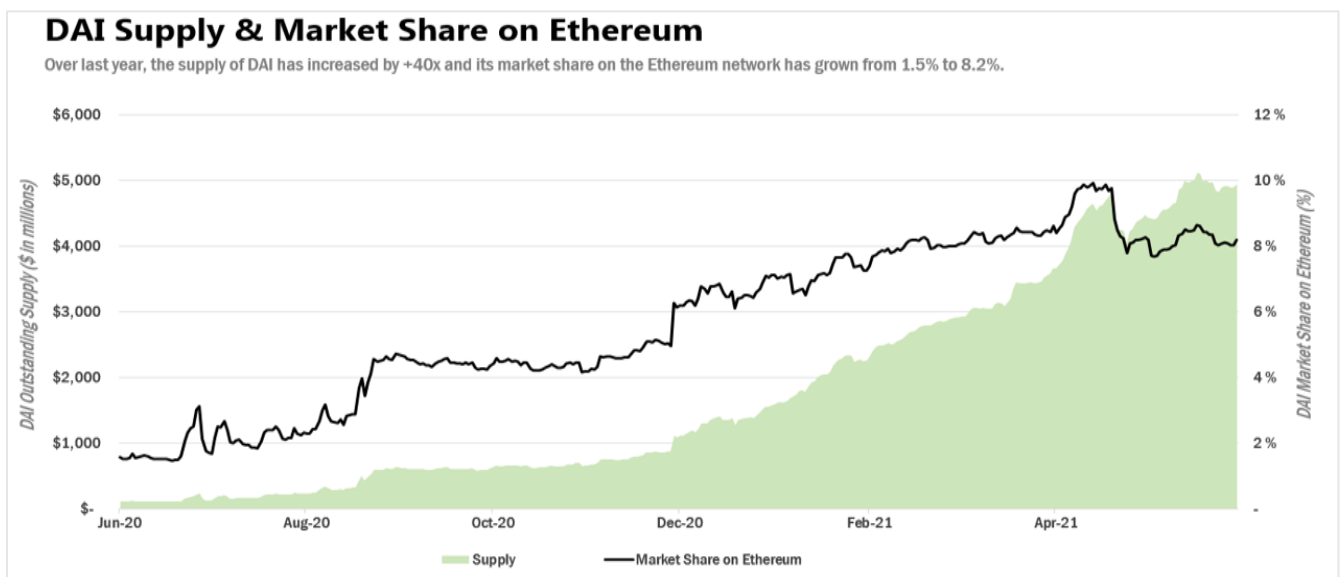
2. Stablecoin Algoritmici

Questa tipologia di stablecoin (anche detta “non collateralizzata”) ha un’offerta flessibile, che è governata da un algoritmo che fornisce un incentivo finanziario (**possibilità di accumulare un piccolo guadagno tramite un arbitraggio**) ai partecipanti a comprare o vendere lo stablecoin al fine di mantenere la stabilità dei prezzi della valuta prevista. Generalmente il meccanismo di stabilizzazione si basa su un design a “**doppio token**” (stablecoin + un altro token). Quando il prezzo dello stablecoin è più alto rispetto al *peg*, l’algoritmo emette automaticamente nuovi stablecoin e li mette all’asta, ma questi ultimi possono essere acquistati solo dai possessori del secondo token (che viene usato per l’acquisto). Al contrario, quando il prezzo dello stablecoin scende al di sotto del *peg*, l’algoritmo emette nuovi token che vengono messi all’asta e che possono essere acquistati utilizzando lo stablecoin. Il progetto di maggior successo nello spazio è rappresentato da **Terra (LUNA)**, fondata da un imprenditore sud-coreano nel 2018 con l’obiettivo di integrare il mondo degli asset digitali con l’infrastruttura di pagamento tradizionale tramite partnership con primarie società di e-commerce / mobile del sud-est asiatico (TMON, Qoo10, Tiki e Baemin). Il protocollo conta ad oggi circa 3M di utenti e la capitalizzazione di mercato dello stablecoin UST è arrivata a toccare, a fine 2021, i 10BN USD, come mostrato nel grafico sotto tratto da Delphi Digital.



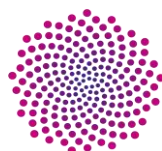
3. Stablecoin sovra-collateralizzati da asset digitali

Gli stablecoin sovra-collateralizzati da asset digitali sono emessi da protocolli di “lending e borrowing” decentralizzati, che **permettono agli utenti di prendere in prestito stablecoin che sono legati a una valuta fiat mettendo come collaterale una criptovaluta**. Chi desidera accedere allo stablecoin deve “bloccare” più del 100% in asset digitali, come avviene ad esempio in un prestito Lombard nella finanza tradizionale. Il *peg* è mantenuto attraverso la combinazione di arbitraggio e politica monetaria (attraverso tassi di interesse variabili). Quando il *peg* è al di sotto della soglia desiderata il tasso di interesse del protocollo può essere aumentato, e chi ha preso a prestito lo stablecoin è incentivato a riacquistare quest’ultimo con uno sconto per ripagare il loan ad un costo minore. Quando il *peg* è invece sopra il livello desiderato, il protocollo può diminuire i tassi di interesse spingendo gli arbitraggisti nel riequilibrare domanda e offerta dello stablecoin. Il progetto che nello spazio ha acquisito maggiore rilevanza e quota di mercato è **MakerDAO (DAI)**, attivo sulla blockchain di Ethereum.



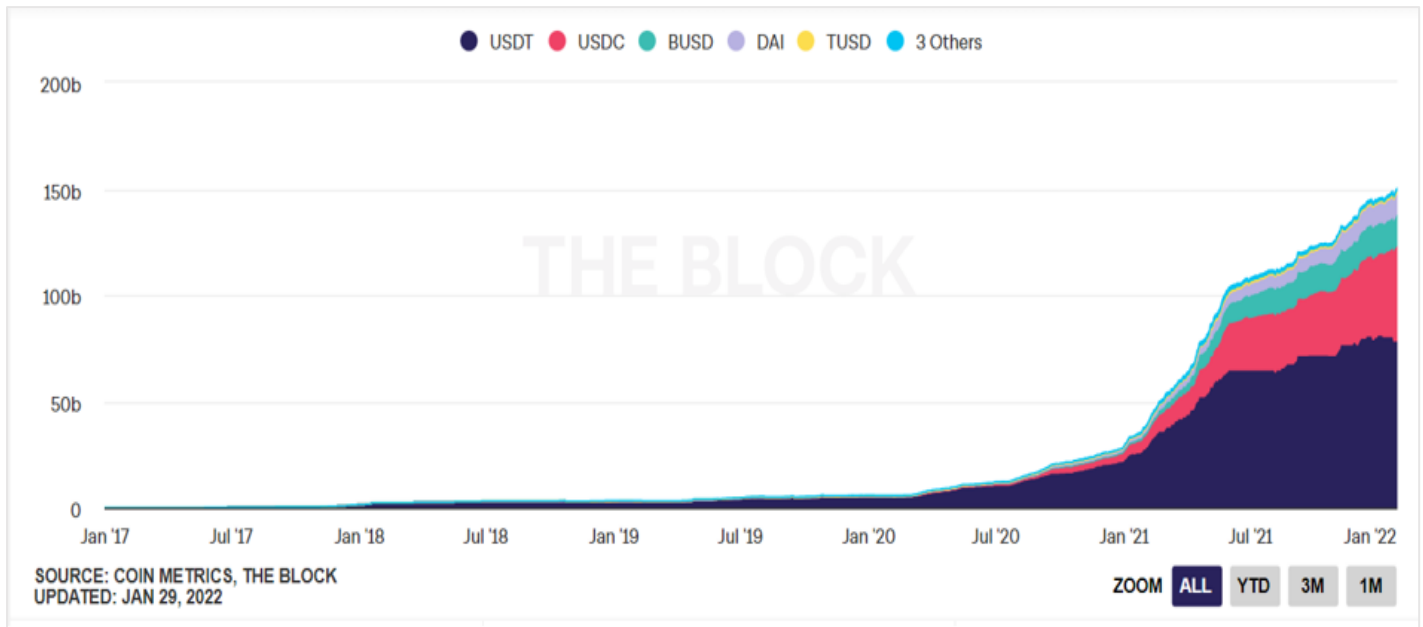
Regulatory Jump Balls

Durante il 2021 l’interesse degli investitori retail ed istituzionali per gli asset digitali è cresciuto vertiginosamente e questo ha portato con sé, ovviamente, una maggiore attenzione all’asset class dal punto di vista regolatorio. **JP Morgan stima che le ore spese dai regolatori globali su questo tema siano passate dal 2% del totale nel 2020 al 40% nella seconda metà del 2021.**

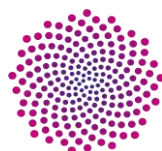


BRIGHTSIDE CAPITAL

All'interno dell'universo degli asset digitali la categoria degli stablecoin è quella che sta certamente attirando il maggiore scrutinio: la supply totale di mercato di questi ultimi è infatti cresciuta verticalmente passando dai 23BN USD di inizio 2021 a 145BN USD alla fine dell'anno, come mostrato nel grafico di seguito tratto da The Block.

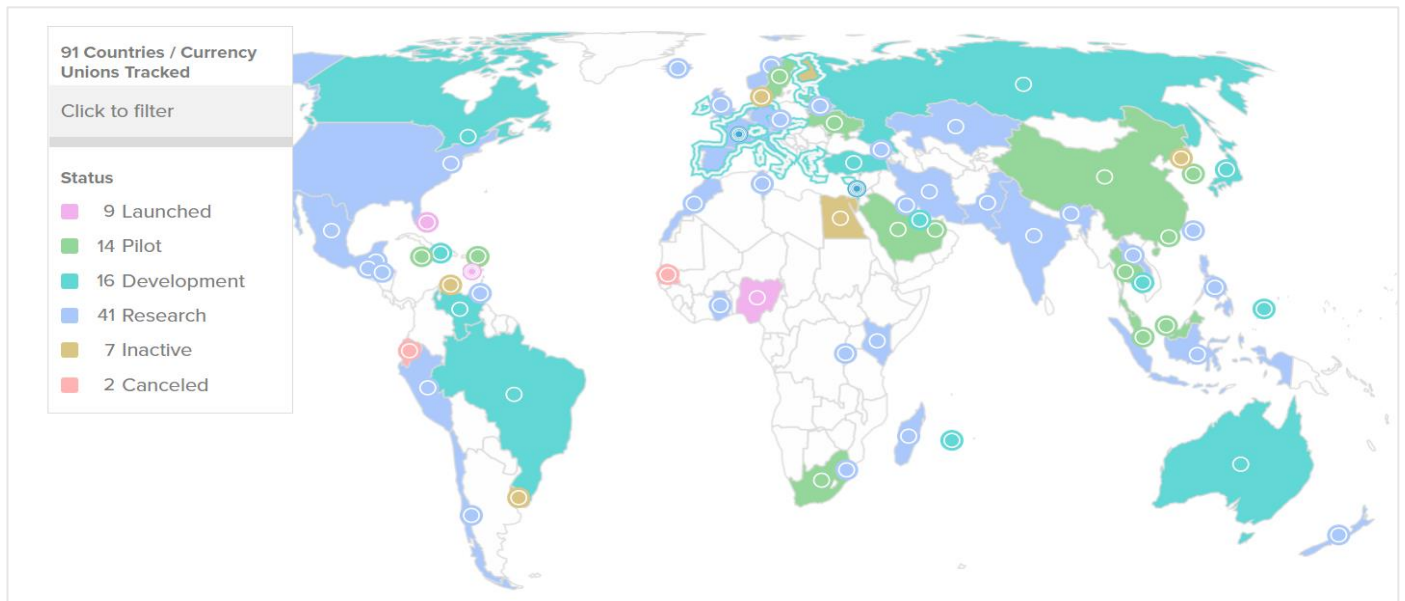


Il maggiore interesse delle autorità nei confronti di questa categoria è principalmente dovuto a due motivi. In primis, i regolatori temono che gli emittenti di stablecoin stiano contribuendo a creare una sorta di **“economia parallela”** basata su un USD digitale e, quindi, in grado di sfuggire alla meccanismi di vigilanza del sistema tradizionale; non solo, ma gli stablecoin sono anche la via di accesso al mondo della finanza decentralizzata, dove il tasso di interesse per prestare queste valute digitali (indicativamente tra il 2% ed il 7%, da Celsius.com) supera i tassi che si possono ottenere nel mondo bancario tradizionale. In secondo luogo, i regolatori sono preoccupati dal fatto che gli stablecoin possano potenzialmente rappresentare una valida alternativa privata al ruolo delle valute digitali (CBDC - Central Bank Digital Currency) che le Banche Centrali stanno pianificando di emettere nel (prossimo) futuro. **JP Morgan stima, infatti, che più di 100 paesi al mondo stiano esplorando, creando o pensando di creare una CBDC.** Proprio negli **Stati Uniti**, a fine gennaio, è stato pubblicato il tanto atteso paper della FED sui pro ed i contro legati alla potenziale adozione di un dollaro digitale, nel quale la banca



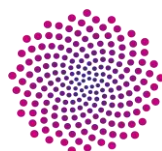
BRIGHTSIDE CAPITAL

centrale ha mantenuto però una posizione neutrale sul tema ed ha affermato che sarà compito del Congresso prendere decisioni in merito.



Fonte: <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>

Ritornando agli stablecoin, il primo passo concreto verso la definizione di un framework regolatorio per l'asset class negli Stati Uniti è avvenuto ad inizio novembre 2021. Infatti, a seguito delle [pressioni](#) esercitate quest'estate dal Segretario del Tesoro americano Janet Yellen che richiedeva di agire rapidamente in questo senso, Il "Presidential Working Group" (PWG), ovvero un comitato composto da FED, SEC (organo di vigilanza sulla borsa), CFTC (ente che regola il mercato dei derivati) e ministero del Tesoro supportati dagli enti che forniscono assicurazione sui depositi bancari (FDIC) e vigilano sugli istituti di credito (OCC) ha pubblicato un report di 26 pagine **all'interno del quale ha discusso i potenziali rischi legati agli stablecoin nonché formulato delle raccomandazioni al Congresso (in quanto il PWG non è un organo decisionale) con l'obiettivo di delineare un quadro normativo chiaro per gli emittenti privati di valute digitali.** A questo proposito è interessante notare come l'attuale presidente della SEC Gary Gensler, ex Goldman Sachs nonché grande esperto del mondo degli asset digitali (sono famose le sue [lezioni](#) sul tema tenute nel 2018 presso la celebre università MIT Sloan di Boston), nel riferirsi agli stablecoin, abbia proprio da qualche mese iniziato ad utilizzare il termine "stable value coins", equiparandoli in un certo senso agli "stable value funds", strumenti obbligazionari regolati dalla SEC.



BRIGHTSIDE CAPITAL



Caitlin Long
@CaitlinLong_

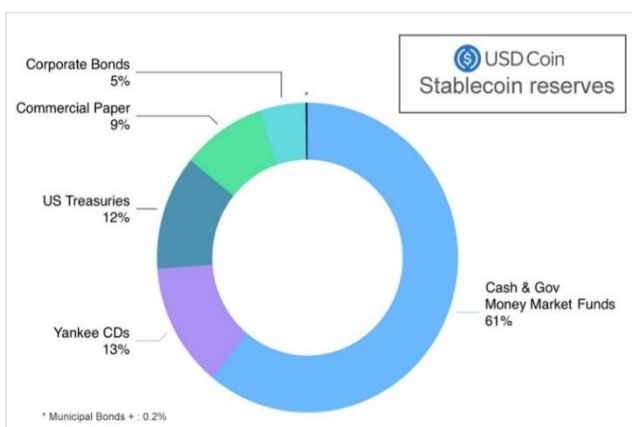
...

GARY GENSLE testimony in front of Senate Banking tomorrow is out. Tone is negative--more so than his previous remarks. Something else interesting--instead of [#stablecoins](#) he's calling them "stable value coins." Stable value funds are SEC-regulated so... 🤔
banking.senate.gov/imo/media/doc/...

Il report, che evidenzia come, se ben progettati e regolamentati, gli stablecoin possano offrire un'alternativa di pagamento migliore e più efficiente rispetto a quelle oggi disponibili, si sofferma in particolare su due punti:

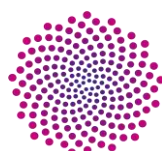
- 1) Le preoccupazioni del PWG circa la mancanza di **pratiche trasparenti con riferimento alla liquidità ed alla composizione delle riserve (valuta fiat o asset finanziari) detenute dagli emittenti a supporto dei token digitali**;
- 2) La necessità che gli emittenti di stablecoin **siano soggetti alla stessa regolamentazione applicata agli istituti di deposito assicurati** (in sostanza equiparandoli alle banche tradizionali), e siano quindi sotto la giurisdizione della FED da un punto di vista normativo.

Sul primo punto il giudizio di tutti i partecipanti al mondo degli asset digitali è unanime: **gli emittenti centralizzati di stablecoin devono aumentare il grado di trasparenza circa le proprie riserve**, ovvero gli asset finanziari a supporto del peg uno a uno con la valuta fiat, e devono essere in grado di provare, senza dubbi, la perfetta convertibilità del token tramite audit e controlli certificati con cadenza regolare. Questo è necessario per garantire che, in caso di situazioni di tensione finanziaria, gli emittenti possano permettere in qualunque momento il rimborso dello stablecoin per l'effettivo controvalore in USD. Il principale emittente di *fiat-pegged* stablecoin, **Tether (USDT)**, è stato infatti in passato al centro di alcune controversie (che si sono poi risolte ad ottobre 2021 con una multa di 41M USD) a causa di false affermazioni della società circa la tipologia di asset detenuti come riserve e, da marzo 2021,



ha iniziato ad emettere su base trimestrale un documento che ne attesta la composizione e la cui veridicità viene certificata dall'auditor indipendente Moore.

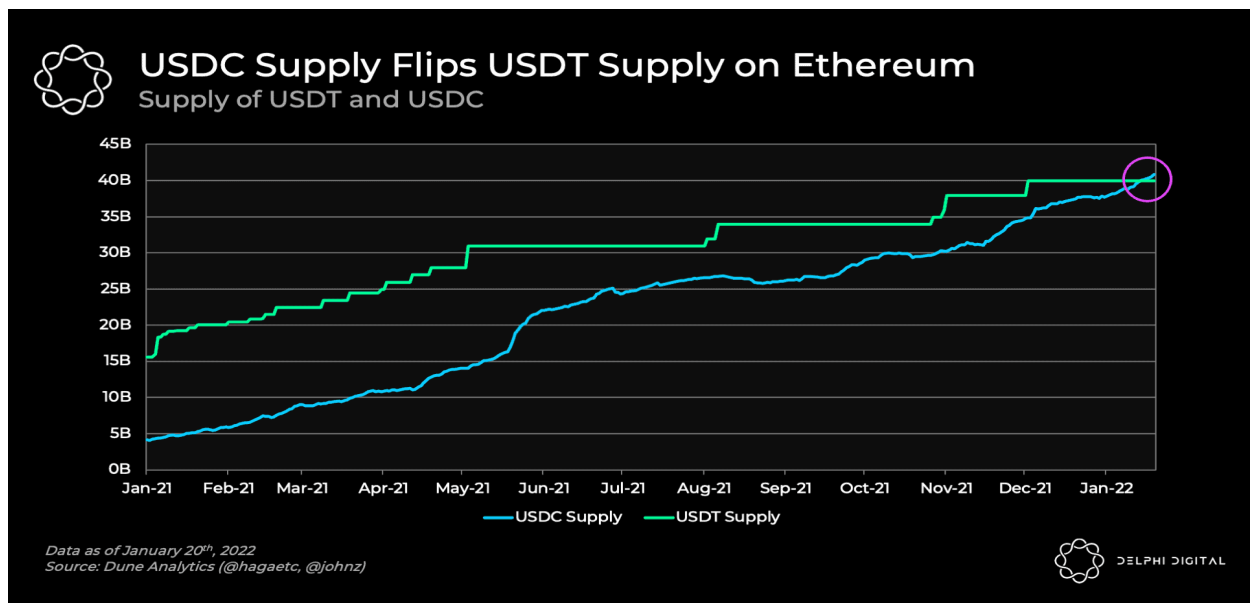
Il secondo maggiore emittente di stablecoin, **Circle (USDC)**, che sta anche valutando la possibilità di quotarsi in borsa e che quest'estate ha presentato domanda per ricevere una licenza bancaria negli



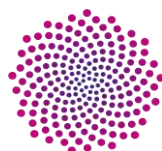
BRIGHTSIDE CAPITAL

US, è invece considerato attore più trasparente: attesta mensilmente le sue riserve da ottobre 2018, fa verificare la validità della sua attestazione da un auditor di standing elevato (Grant Thornton) e, da maggio 2021, fornisce un maggiore dettaglio circa la tipologia di asset.

Anche la domanda di mercato si sta lentamente spostando verso gli attori come Circle che promuovono maggiore trasparenza: durante l'ultimo mese, secondo le analisi di Delphi Digital, la supply totale di stablecoin è aumentata di 5.3BN USD, di cui 5.2BN USD emessi da Circle e solo 700M USD da Tether; inoltre, **il totale di USDC in circolazione sulla blockchain di Ethereum ha da poco superato per la prima volta quello di USDT, come da evidenza grafica sotto.**



Circa il secondo punto, ovvero la necessità che gli emittenti di stablecoin vengano regolati secondo gli stessi criteri utilizzati per le istituzioni bancarie, alcune delle maggiori associazioni di settore e lobby presenti a Washington come *Blockchain Association* o *Coin Center* (dal Tweet sotto) fanno notare come **molte società Fintech che facilitano i pagamenti quali PayPal o Venmo** abbiano partnership consolidate con istituti bancari, e questo permette di eliminare la necessità che queste ultime diventino delle banche a sé stanti.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Tuttavia, non ci stupiremmo se l'obiettivo finale degli enti che vogliono regolamentare lo spazio (FED, SEC) fosse quello di, indirettamente, aiutare i colossi bancari servendo loro su un piatto d'argento un'opportunità del genere in un segmento ad altissima crescita.

Alcuni enti finanziari si stanno già muovendo in tal senso:

US Banks Form Group to Offer USDF Stablecoin

Founding members of the USDF Consortium include New York Community Bank, FirstBank and Sterling National Bank.

🕒 Jan 12, 2022 at 2:34 p.m.

È difficile immaginare come lo spazio evolverà nel prossimo futuro: quello di cui però siamo certi è che **maggiore chiarezza da un punto di vista regolatorio e, soprattutto, maggiore presa di coscienza da parte del mondo della politica che lo spazio degli asset digitali non può più essere ignorato** non possono che essere visti come fattori positivi per lo sviluppo di un'industria che sta crescendo a tassi simili a quelli che hanno caratterizzato l'adozione di internet nei primi anni 2000.

Chiudiamo con un thread Twitter di @punk6529, che riflette sul ruolo che gli Stati Uniti potrebbero avere nello sviluppo dell'intero spazio degli asset digitali (<https://twitter.com/punk6529/status/1457278102405623811>)



Lugano, 06/02/2022

