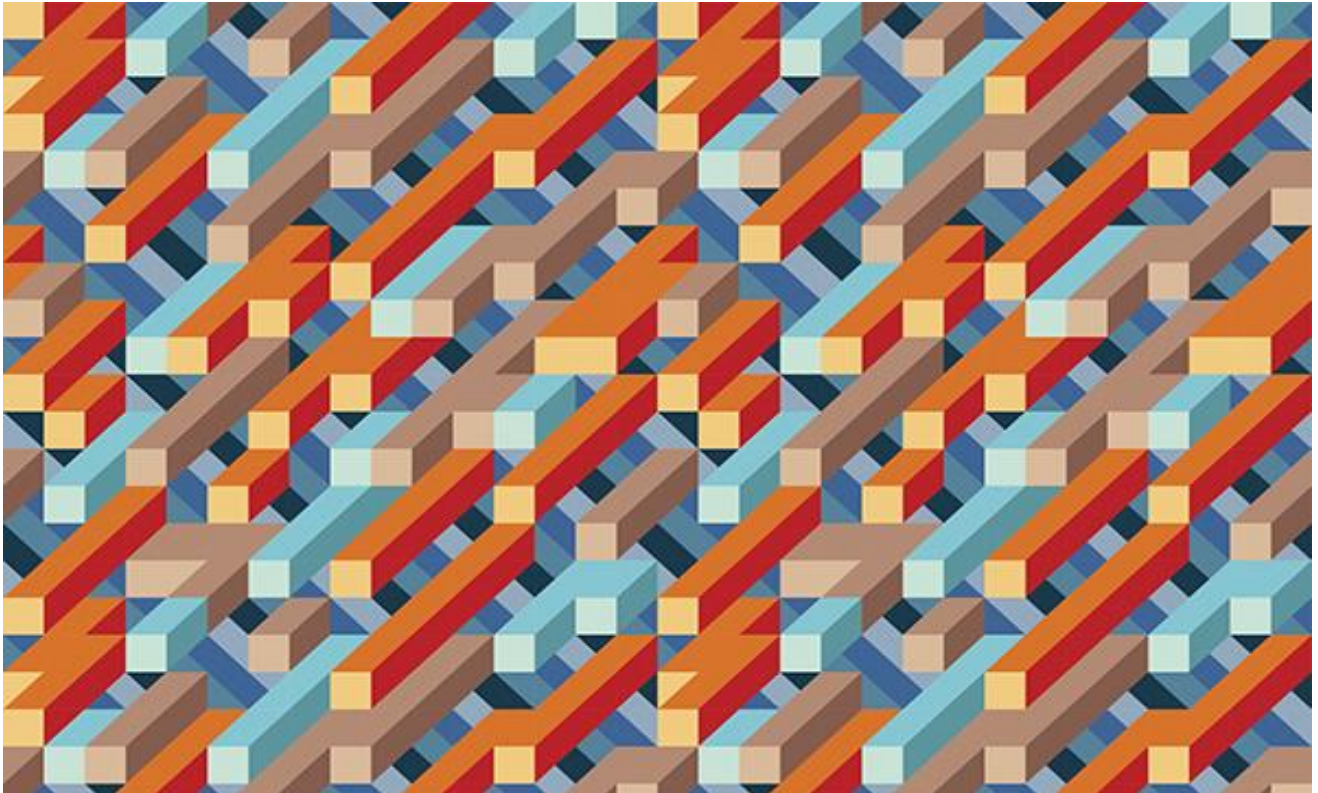


BRIGHTSIDE CAPITAL

(R)EVOLUTION

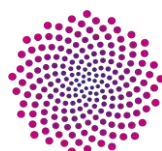


"I don't think you're ever done with digital transformation. It's a muscle that you're constantly building and you're constantly honing to get better at."

Kate Smaje, McKinsey Senior Partner

Nel corso dell'ultimo mese due notizie hanno catturato l'attenzione dei partecipanti al mondo degli asset digitali, ed entrambe hanno come comune denominatore **il coinvolgimento di attori di finanza tradizionale (TradFi) nel mondo crypto**. Nonostante il bear market, i fallimenti a catena che hanno caratterizzato l'universo crypto nel 2022 ed i severi provvedimenti regolamentari degli ultimi mesi negli Stati Uniti, sembra che il mondo della finanza tradizionale voglia approfittare (come avevamo ipotizzato circa [un anno fa](#)) di questa fase per posizionarsi e per cogliere le opportunità, presenti e future, che questa asset class potrebbe presentare.

Il 15 giugno **Blackrock**, il più grande asset manager al mondo con 9.4TN USD di attivi in gestione, annuncia di aver presentato domanda presso la Security and Exchange Commission



(SEC) per l'emissione di un ETF spot sul Bitcoin, nonostante l'ente regolatorio abbia sinora rifiutato tutte le applicazioni depositate nel corso degli ultimi 10 anni da altre istituzioni per questo tipo di prodotto (avendo altresì accettato le domande per l'approvazione di ETF su Bitcoin basati sugli strumenti derivati *futures*).

BlackRock Tries for Spot-Bitcoin ETF With Fresh Filing

- BlackRock is great at reading regulatory tea leaves: Seyffart
- Spot-Bitcoin ETF filings have been rebuffed by SEC in the past

Secondo i commentatori di mercato la domanda presentata da Blackrock è difficilmente paragonabile a quella degli altri asset manager, non

soltanto perché il track record del gestore nell'approvazione di ETF parla da sé (575 approvazioni, 1 bocciatura) ma, anche da un punto di vista più simbolico, **questo evento segna una svolta importante nell'atteggiamento dell'azienda guidata da Larry Fink che, fino al 2017, descriveva il Bitcoin come “un indice per riciclare denaro”.**

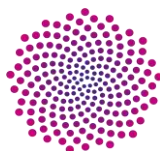
Pochi giorni dopo, il 20 giugno, negli Stati Uniti viene lanciato il nuovo exchange per trading su criptovalute EDX Markets supportato, in qualità di azionisti, da rilevanti player di finanza tradizionale come Charles Schwab (l'undicesima banca più grande negli Stati Uniti), Fidelity (il quarto più grande gestore di fondi comuni e fondi pensione al mondo) e Citadel (uno dei maggiori *market makers* al mondo nonché hedge fund da 62BN USD in asset). Il nuovo progetto, che si propone di fungere da “piattaforma” per facilitare il trading senza custodire direttamente i token degli utenti, ambisce ad offrire maggiore trasparenza a chi acquista e vende crypto, fornendo quotazioni separate per investitori retail ed istituzionali al fine di garantire un'esecuzione più competitiva.

Crypto Exchange Backed by Fidelity, Schwab and Citadel Launches With Additional Investors

EDX Markets has a different business model than other crypto exchanges, which regulators like, its CEO Jamil Nazarali told CoinDesk in an interview in April.

Con lo scritto odierno, partendo proprio da alcuni commenti recenti dell'amministratore delegato di Blackrock Larry Fink che proponiamo di seguito, vogliamo approfondire un'applicazione del mondo crypto, e più nello specifico della tecnologia blockchain, che potrebbe rappresentare una vera e propria rivoluzione nella prossima decade, per il mondo finanziario e non solo: la tokenizzazione di asset sulla blockchain.

“Credo che la prossima generazione per i mercati, la prossima generazione per gli strumenti finanziari, sia rappresentata dalla tokenizzazione.” “Pensate al regolamento istantaneo di



BRIGHTSIDE CAPITAL

azioni ed obbligazioni, senza la necessità di alcun intermediario... abbasseremo in maniera ancora più drammatica i costi.”

Larry Fink, New York Times DealBookSummit, 30.11.2022

“Per l’industria dell’asset management, pensiamo che il potenziale delle tecnologie sottostanti al mondo degli asset digitali potrà avere applicazioni entusiasmanti. In particolare, la tokenizzazione delle asset class offre la prospettiva di promuovere efficienze nei mercati dei capitali, accorciando le catene del valore e migliorando i costi e l’accesso per gli investitori. Presso Blackrock continuiamo ad esplorare l’ecosistema degli asset digitali, specialmente le aree più rilevanti per i nostri clienti come le blockchain private e la tokenizzazione di azioni ed obbligazioni.”

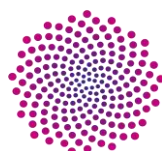
Larry Fink, lettera annuale agli azionisti di Blackrock, 17.03.2023

“Tokenize Everything”

Prima di addentrarci nell’analisi dei casi d’uso, attuali e potenziali, della tokenizzazione, proviamo a definire di seguito il concetto: per tokenizzazione si intende il processo di creazione di rappresentazioni digitali e programmabili di asset, finanziari e tradizionali, che possono essere scambiati e tracciati sulla blockchain tramite token.

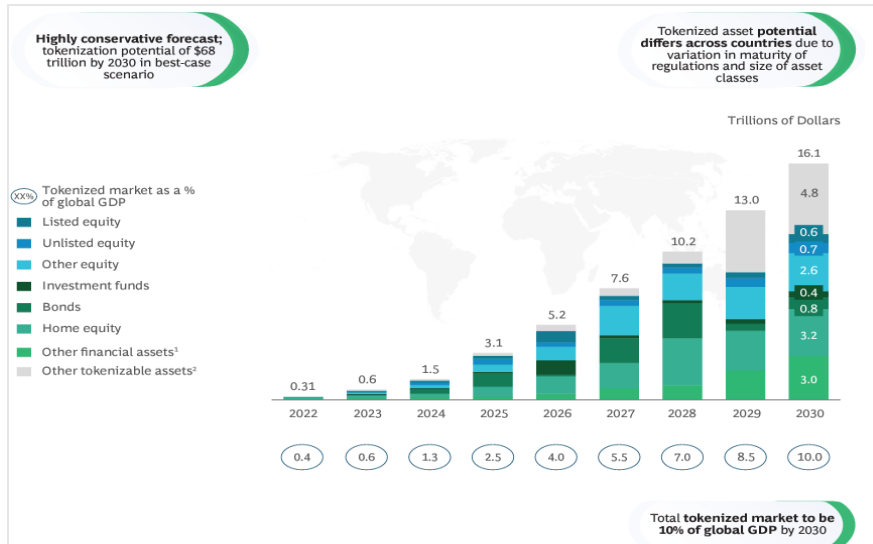
In sostanza, quindi, ogni asset viene associato ad un token che ne rappresenta la proprietà digitale, mentre l’asset “reale” ad esso collegato continua ad esistere anche al di fuori della blockchain. Il processo di tokenizzazione consente quindi di registrare - e tenere traccia - della proprietà di un asset sulla blockchain, facendo leva sulle proprietà che caratterizzano quest’ultima: decentralizzazione, trasparenza, immutabilità ed assenza di intermediari. Questi elementi sono in netto contrasto con i sistemi informativi oggi in uso per la registrazione digitale di informazioni relative ad asset reali e non, essendo questi ultimi centralizzati, non trasparenti e non interoperabili.

Bank of America (BoFA), che a fine giugno ha pubblicato un report di 100 pagine sul tema scrive, in maniera quasi provocatoria intitolando un paragrafo del documento **“Welcome to the Token Economy”**, che *“...In un futuro non troppo lontano, gli investitori istituzionali e retail potrebbero aprire un'app sull'iPhone per controllare il valore di mercato in tempo reale delle loro partecipazioni tokenizzate in portafoglio, che includono dollari su blockchain, azioni Apple, obbligazioni societarie, quote di un fondo di private equity e la proprietà frazionata di un*



BRIGHTSIDE CAPITAL

edificio commerciale che si trova in un altro continente. Le partecipazioni in portafoglio possono includere anche diritti sulle royalties generate dalle canzoni di Rihanna, interessi in un fondo artistico blue-chip diversificato, Bitcoin ed altri token”.



Inoltre, in uno studio pubblicato a maggio 2022, **Boston Consulting Group (BCG)** stima che, in uno scenario conservativo, il mercato di asset tokenizzati potrebbe raggiungere il 10% del PIL globale entro il 2030, o 16TN USD.

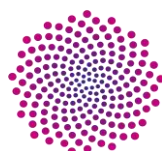
Nei paragrafi di seguito proveremo a capire, da un lato, quali sono i benefici ed i vantaggi

che offre la tokenizzazione rispetto ai sistemi ed all’infrastruttura attuale, e dall’altro analizzeremo i casi d’uso ed i progetti che sono già stati attuati da istituzioni finanziarie e non.

Perché ora?

La digitalizzazione degli asset finanziari è iniziata nel 1971, quando il Nasdaq ha introdotto l'infrastruttura che ha permesso di creare la prima borsa valori elettronica al mondo; tuttavia soltanto nel 2001, quando la SEC ordinò a tutti i mercati azionari statunitensi di passare al sistema decimale (riducendo lo spread minimo di prezzo degli strumenti da 0.00625 USD a 0.001 USD), si è assistito ad una riduzione nella dimensione minima degli ordini e ad un conseguente aumento nei volumi e nella liquidità degli scambi. Allo stesso modo ci si potrebbe attendere che il paradigma tecnologico offerto dalla nascente infrastruttura blockchain, sfruttando i meccanismi della tokenizzazione (che, come vedremo più avanti, consente una più efficiente frazionizzazione degli attivi) e la tecnologia degli smart contract (o “contratti intelligenti” che vengono eseguiti automaticamente al verificarsi di determinate condizioni, di cui abbiamo parlato [qui](#)), possa gradualmente sostituire le soluzioni odierne, che presentano numerosi svantaggi ed inefficienze.

Perché proprio ora? Riportiamo di seguito qualche dato:



BRIGHTSIDE CAPITAL

- Si stima che il 27% degli attuali sistemi di regolamento (*settlement*) globali si basi ancora su un'infrastruttura *legacy* vecchia di più di 20 anni
- I pagamenti *cross-border* possono richiedere fino a 7 giorni per essere regolati, coinvolgere 5 o più intermediari e costare 10 volte di più rispetto ai pagamenti nazionali; inoltre, questa tipologia di trasferimenti di denaro è costata alle aziende 120BN USD in commissioni di transazione nel 2020
- Oltre un terzo di tutti i dati relativi ai pagamenti è stato validato con processi manuali nel 2020 (fonte: Bank Of America)

Che il periodo storico sia quello giusto e la tecnologia matura abbastanza per prestarsi ad applicazioni reali sembra essere ormai pensiero condiviso tanto che, dal 2020, più di metà delle 100 più grandi aziende Statunitensi (*Fortune 100*) hanno lanciato progetti che sfruttano la tecnologia blockchain, e la tokenizzazione è tra i casi d'uso che vengono menzionati più di frequente (fonte: The State of Crypto: Corporate Adoption, The Block and Coinbase).

Tokenization set to revolutionize concept of trade and trade relations - Visa Vice President

ICT | Materials | 25 July 2023 09:55 (UTC +04:00)

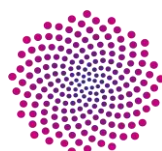
Mastercard Is Piloting Tokenized Bank Deposits in New UK Testbed

The company is launching what it calls a Multi-Token Network (MTN), which will begin by testing tokenized bank deposits and move onto experiments using stablecoins and CBDCs.

Vantaggi

L'adozione dell'infrastruttura blockchain porta vantaggi che trascendono uno specifico settore, ma l'esempio più lampante è appunto quello relativo al sistema finanziario odierno. Proviamo quindi ad elencare di seguito i vantaggi potenziali che la tokenizzazione e, più in generale, l'utilizzo di infrastruttura blockchain potrebbero apportare al mondo dei servizi finanziari:

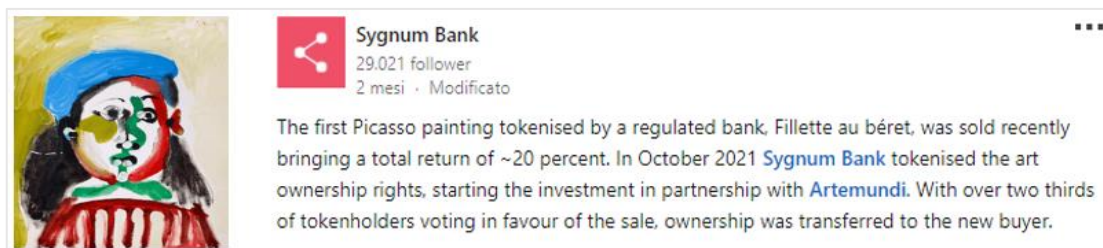
- **Costi più bassi e maggiori efficienze operative:** ci si attende che i processi di tokenizzazione e l'utilizzo di *smart contracts* potranno consentire il *settlement* immediato delle operazioni automatizzando gran parte del processo di compensazione e regolamento; questo include la verifica relativa alle informazioni di identificazione del mittente e beneficiario, nonché la conformità ai requisiti antiriciclaggio e *Know Your Customer* ed infine l'accredito e l'addebito dei conti dei clienti. A questo proposito, si stima che i costi legati al regolamento delle operazioni siano in aumento del 14% ogni



BRIGHTSIDE CAPITAL

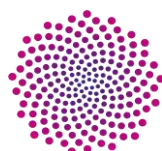
anno ed il 5-10% di tutte le operazioni effettuate ogni giorno fallisca, in gran parte a causa dell'errore umano (fonte: Bank of America).

- **Accessibilità e trasparenza:** una delle proprietà più apprezzate della tecnologia blockchain è quella legata alla inerente trasparenza dei dati che deriva dall'utilizzo di un registro distribuito. Questo porta a vantaggi ovvi legati alla possibilità di analisi di dati in maniera chiara e, soprattutto, *real-time*: si può affermare senza difficoltà che, se i mutui utilizzati come collaterale per i complessi prodotti finanziari impacchettati da Wall Street che hanno causato la Grande Crisi del 2008 fossero stati tokenizzati e resi disponibili su blockchain, le banche avrebbero potuto valutare ed analizzare in modo più rapido i rischi ad essi collegati e mitigare, se non evitare del tutto, il successivo crollo delle quotazioni.
- **Frazionamento:** uno degli aspetti più interessanti legati alla tokenizzazione è quello relativo alla possibilità del frazionamento **della proprietà di un asset, caratteristica particolarmente rilevante nel caso di classi di attivi più illiquide (come i private markets o l'immobiliare) o anche semplicemente terreni, arte o infrastrutture pubbliche.** Come vedremo negli esempi in fondo, il frazionamento permette di democratizzare l'accesso ad investimenti che, di sovente, hanno ticket minimi di ingresso elevati (tra 250k USD e 5M USD) o prezzi fuori dalla portata dell'investitore retail, come nel caso di pezzi di arte pregiata o i diritti sulle royalties di artisti famosi nel mondo della musica. Questo permette, a sua volta, di migliorare la liquidità dell'asset stesso e di creare un mercato secondario che prima era poco (o non) presente.



Casi d'uso reali

Di seguito evidenziamo una serie di iniziative che hanno preso forma nel corso degli ultimi anni a testimonianza che quanto appena discusso non è solo pura speculazione ma sta avvenendo realmente: come recita il detto anglosassone, *"Gradually, then suddenly..."* ("Gradualmente, poi improvvisamente...").



Bond tokenizzati

Nel sistema finanziario tradizionale l'emissione di un'obbligazione richiede in media sei settimane (il cosiddetto *time to market*) e richiede l'impiego di oltre 100 persone per completare oltre 2000 attività manuali. Attraverso la tokenizzazione, alcune importanti banche europee hanno ridotto i tempi di emissione degli strumenti da giorni a minuti, diminuendo in maniera sostanziale il numero di risorse e di attività manuali necessarie a completare le operazioni, rendendo inoltre automatico il pagamento degli interessi. La principale banca d'investimento francese, **Société Generale**, ha emesso in totale tre obbligazioni tokenizzate (quotate sulla borsa del Lussemburgo) per un importo complessivo di 140M EUR. In maniera analoga, anche la **Banca Europea per gli Investimenti (BEI)** ha emesso tre obbligazioni tokenizzate, l'ultima delle quali a gennaio 2023, per un importo complessivo di 250M EUR, riducendo i tempi di regolamento dell'operazione ad un giorno. Anche **BBVA**, primaria banca spagnola, ha recentemente emesso un'obbligazione tokenizzata da 10M EUR su una versione privata della blockchain Ethereum. Sviluppi analoghi di rilievo sono anche quelli annunciati dalla società tedesca **Siemens**, che ha emesso un'obbligazione da 64M USD sulla blockchain Polygon nel febbraio 2023, e da **Franklin Templeton** (uno dei maggiori gestori di finanziari statunitensi con 1,4TN USD in gestione), che ha annunciato un fondo monetario governativo statunitense tokenizzato nell'aprile 2023.

Fondi tokenizzati

Exhibit 45: PE firms are tokenizing funds to enable lower minimum investments and retail investment

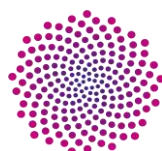
A non-exhaustive list of PE firms that have tokenized portions of funds

PE Firm	Fund	Min Investment	Partners
KKR	Health Care	\$100k	Avalanche
	Strategic Growth Fund II		Securitize
Hamilton Lane	Senior Credit	\$10k (\$2mn prior)	Figure Technologies
	Opportunities Fund		Polygon Securitize
Hamilton Lane	Equity Opportunities Fund V	\$20k (\$5mn prior)	Figure Technologies
			Polygon Securitize
Hamilton Lane	Global Private Assets Fund	\$10k (\$125k prior)	ADDX Ethereum
Partners Group	Global Value SICAV Fund	\$10k	ADDX
Apollo	TBD	TBD	Figure Technologies

Source: BofA Global Research

BofA GLOBAL RESEARCH

Anche nel mondo degli investimenti alternativi abbiamo assistito a sviluppi rilevanti durante gli ultimi due anni in questo campo. Giganti nel mondo del Private Equity come **KKR** (491BN USD in gestione), **Hamilton Lane** (857BN USD) e **Partners Group** (142BN USD) hanno iniziato a tokenizzare i propri fondi utilizzando blockchain pubbliche come Avalanche o Polygon (tabella a fianco). Come già brevemente discusso, il duplice vantaggio di maggior trasparenza e minori ticket minimi di ingresso, nonché costi amministrativi più contenuti e la possibilità di estendere la propria offerta di prodotti ad un pubblico più



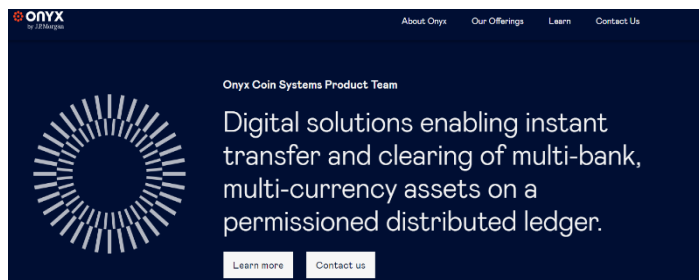
BRIGHTSIDE CAPITAL

vasto rendono questo sviluppo una situazione “win-win” per il fondo e per gli investitori. Per quotare le parole del Global Head of Operations di Hamilton Lane Frederick Shaw, *“Il nostro obiettivo è quello di garantire l’accesso agli elevati rendimenti e opportunità di performance generate nello spazio dei mercati privati ad una nuova tipologia di investitore, aumentando al contempo la trasparenza della nostra offerta tramite la tecnologia blockchain”*.

Sistemi di settlement

Abbiamo discusso di come gli attuali sistemi di regolamento delle operazioni finanziarie siano fortemente inefficienti e richiedano un elevato livello di operatività manuale: a questo proposito, banche come **Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan e Société Générale** stanno costruendo internamente le loro infrastrutture digitali per asset tramite partnership con piattaforme di blockchain come Ethereum, Hyperledger e Tezos per ridurre tempi e costi delle operazioni di regolamento e di movimentazione dei fondi.

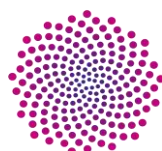
JP Morgan ha introdotto una stablecoin (una cryptovaluta progettata per mantenere un valore di mercato stabile tramite meccanismi di peg, legando il proprio valore ad un altro asset, in questo caso il USD) denominata **JPM Coin**, garantita dalle riserve tokenizzate della tesoreria della banca. I dati relativi a queste riserve sono registrati sulla blockchain privata della banca,



denominata **Onyx**. Inizialmente progettata per regolare le movimentazioni di denaro tra clienti all’interno del sistema, JPM Coin è stata in seguito adottata ed utilizzata da altre banche come Goldman Sachs, BNP Paribas e DBS Bank.

Grazie al successo riscontrato, JP Morgan ha esteso l'uso di JPM Coin ai pagamenti dei clienti *corporate*. Questa soluzione innovativa di stablecoin consente alle banche di prestare attività in modo sicuro senza che queste escano dai loro bilanci. Questo, a sua volta, minimizza il rischio di liquidità, riducendo al contempo in modo significativo i tempi di regolamento dai tradizionali 1-2 giorni a sole poche ore.

Sempre in un ambito simile, è di maggio la notizia che **Goldman Sachs sta collaborando con Microsoft, Deloitte, Moody’s, il CBOE** (la più grande borsa di strumenti derivati negli Stati Uniti) ed altre società tecnologiche per lanciare una rete blockchain denominata Canton Network,



BRIGHTSIDE CAPITAL

per consentire maggiore interoperabilità di dati e sistemi garantendone la sicurezza tramite la tecnologia degli *smart contract*.

Non solo finanza

Non è solo il settore finanziario ad adottare la tokenizzazione e ad impiegare tempo, e capitale, al servizio dell'innovazione. **Platinum Group**, che emette biglietti per gli eventi di Formula 1, ha recentemente tokenizzato i biglietti per il più rinomato di tutti i circuiti di F1, il Gran Premio di Monaco di maggio 2023, grazie a una partnership con Elemint, una società di infrastrutture blockchain. Inoltre, **la motorizzazione dello Stato della California** ha in programma di trasformare il proprio sistema di gestione dei titoli di proprietà e dei trasferimenti dei veicoli, tokenizzando gli oltre 14 milioni di automobili registrate nello Stato. La motorizzazione tokenizzerà i titoli di proprietà dei veicoli, che saranno registrati in modo immutabile su una versione privata della blockchain Tezos. Nel segmento dei beni di lusso, un consorzio di marchi leader a livello mondiale, tra cui **LVMH, Mercedes-Benz, Prada e Richemont**, ha costituito un

A revolution in the luxury industry

THE FIRST BLOCKCHAIN SOLUTION MADE BY LUXURY BRANDS FOR LUXURY BRANDS

The Aura Blockchain Consortium was created in April 2021 by LVMH, Prada Group and Cartier, part of Richemont. Together with the OTB Group that joined in October 2021 and Mercedes-Benz in May 2022, it has the aim to develop the applications of blockchain technology and raise the standards of luxury.

consorzio per garantire l'autenticazione dei prodotti, la trasparenza delle supply chains e la sicurezza dei trasferimenti di proprietà.

Come abbiamo avuto modo di discutere, le iniziative nello spazio non mancano e nemmeno gli incentivi per le aziende (di ogni tipo) a continuare ad investire nella tecnologia. Non si tratterà certamente di una rivoluzione che avverrà da un giorno all'altro in quanto questa tipologia di trasformazioni a livello di infrastruttura generalmente necessita di tempo, tuttavia la direzione sembra chiara e siamo certi che i prossimi 5-10 anni porteranno a sviluppi interessanti in questo ambito.

Approfondimento a cura di **Andrea Accatino** e **Alban Zerweck**

Lugano, 30/07/2023

