

BRIGHTSIDE CAPITAL

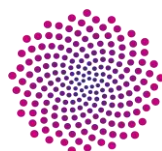
“RISE AND FALL”



*My life was never gonna be the same
'Cause with the money came a different status
That's when things change
Now I'm too concerned with all the things I own
Blinded by all the pretty girls I see
I'm beginning to lose my integrity*

*Craig David - Rise and Fall
Slicker than your average, 2002*

Durante le prime due settimane di novembre il mondo degli asset digitali è stato travolto dal fallimento di FTX, il quarto maggiore exchange di criptovalute al mondo, che è passato da una valutazione di 32BN USD a gennaio 2022 alla bancarotta in soli dieci mesi. Come è potuta avvenire una tale distruzione di valore e ricchezza in così poco tempo? Il fondatore di FTX ed i suoi collaboratori più fidati avevano messo in atto una frode utilizzando i fondi depositati dai clienti per coprire il buco finanziario creato dalla società “sorella” di FTX, Alameda Research, che aveva registrato perdite enormi a seguito dei ribassi del mercato di maggio successivi al tracollo dello stablecoin Terra LUNA. Le dimensioni della frode sono così rilevanti tanto che quest’ultima è già stata accostata alle truffe messe in atto da Bernanrd Madoff nel 2008 o dalla società energetica Enron nel 2001. Con lo scritto di oggi non vogliamo soffermarci sui



BRIGHTSIDE CAPITAL

dettagli legati alla bancarotta della società, che sono già stati ampiamente descritti dalle principali testate finanziarie, ma piuttosto fornire una prospettiva laterale che permetta di cogliere alcuni aspetti meno immediati ma comunque di grande rilievo per contestualizzare questa vicenda. Ma prima facciamo un passo indietro e proviamo a riassumere cosa è successo.

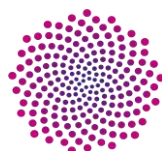
Timeline

Sam Bankman Fried (SBF) era riuscito, nel corso degli ultimi anni, a creare un vero e proprio impero nel mondo crypto: nel 2017 aveva fondato Alameda Research, società di trading ed investimenti (che era divenuta uno dei maggiori operatori di mercato nel settore) e, nel 2019, l'exchange di cryptovalute FTX, che negli ultimi due anni era cresciuto a dismisura fino a processare 30BN USD di volumi di scambio su Bitcoin in un mese (dati relativi a giugno 2022).

Il catalizzatore che ha portato ai primi dubbi sulla società risale allo scorso 2 novembre, quando CoinDesk (un importante portale di news legate al mondo crypto) ha pubblicato [un articolo](#) sollevando interrogativi sulla solidità del bilancio di Alameda Research. **L'articolo evidenziava che, secondo indiscrezioni, circa un terzo degli attivi della società (14.6BN USD in totale al 30 giugno) erano rappresentati da FTT, il token nativo emesso da FTX.**

In seguito a questa notizia, Changpeng Zhao (CZ), CEO e fondatore della più grande piattaforma di scambio di criptovalute al mondo, Binance, ha scritto su Twitter che avrebbe liquidato ogni posizione in FTT presente in portafoglio (Binance era stata tra i primi investitori dell'exchange, ma nel 2021 FTX aveva riacquistato la partecipazione pagando tramite stablecoins e tramite il proprio token nativo, FTT). Che non si trattasse di una normale operazione di risk management, quanto piuttosto di una chiara scelta strategica, è apparso chiaro nel momento in cui la vendita è stata giustificata sottolineando che **Binance non avrebbe voluto schierarsi al fianco di chi agisce alle spalle e fa lobby a discapito di altri attori di questo spazio.** Questa dichiarazione è stata la miccia che ha innescato la cascata di vendite

sul token FTT (in ribasso del -80% nei 5 giorni successivi) e messo in ginocchio FTX che ha, in un primo momento rallentato, e poi sospeso definitivamente i prelievi dall'exchange da parte dei propri utenti. Secondo Reuters, in 72 ore l'exchange aveva avuto richieste di prelievi per un totale di 6BN USD.



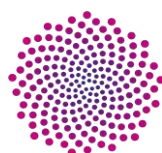
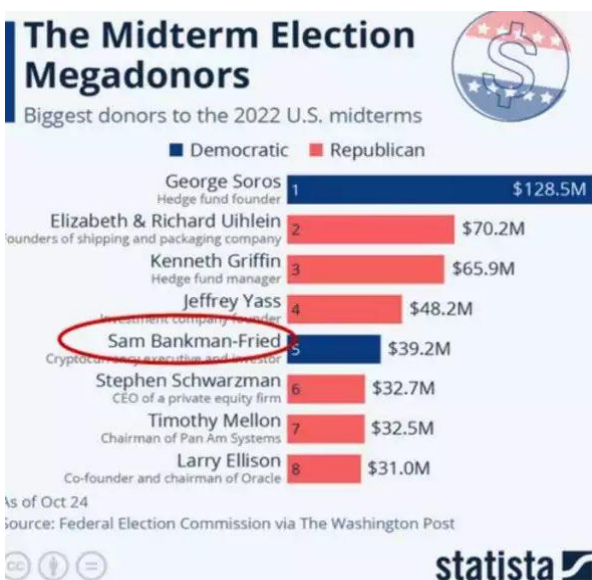
BRIGHTSIDE CAPITAL

L'8 novembre proprio da Binance, che aveva dato il via a questa spirale di vendite, era arrivato un segnale di speranza per FTX: CZ e SBF avevano infatti siglato un accordo non vincolante per la vendita di FTX al suo principale competitor ma già il giorno successivo Binance, a seguito della due diligence sulla società, ha annunciato di non voler proseguire in questa direzione. La situazione era infatti ancora peggiore del previsto: il "buco" di asset nel bilancio di FTX risultava essere di almeno 8BN USD, fondi che erano stati sottratti da FTX per coprire appunto le perdite di Alameda Research. Si arriva così all'11 novembre, data in cui SBF ha annunciato le dimissioni da CEO di FTX ed ha applicato per il "Chapter 11" negli Stati Uniti, dando via alla procedura di fallimento per le 130 (!) società del gruppo. Secondo quanto riportato poi da Reuters, FTX ha utilizzato 4BN USD di depositi dei propri clienti a titolo di prestito verso Alameda, il cui collaterale erano proprio token FTT: il forte ribasso del token degli ultimi giorni ha poi determinato il crollo nel valore del collaterale stesso.

"It's all about endorsements, baby!"

Se sulla procedura fallimentare ci sono ancora molti interrogativi ai quali dare una risposta, una cosa è certa: **SBF era riuscito a tessere una rete di contatti ed amicizie importanti che spaziavano dal mondo dell'istruzione a quello dei media, dallo sport fino ad arrivare alla politica.** Insomma, Sam era ben visto e posizionato nei circoli delle *elite* più importanti d'America dove, come vedremo più avanti, il confine tra l'interesse pubblico e quello personale / privato si fanno molto, molto sottili.

Secondo Forbes, il fondatore di FTX è stato il secondo maggior donatore del Partito Democratico americano (con 39.2M USD) durante la campagna per le elezioni Mid Terms che si sono tenute lo scorso 8 novembre, secondo soltanto a George Soros, e a maggio di quest'anno ha affermato che avrebbe potuto spendere fino a 1BN USD per le elezioni del 2024. Inoltre, la madre di SBF, Barbara Fried, è anche co-fondatrice del comitato di azione politica di sinistra Mind The Gap, che aiuta a raccogliere fondi per il partito democratico. Le donazioni, tuttavia, non erano soltanto a favore dei democratici: il Co-CEO di FTX Digital Markets, Ryan Salame, è risultato essere il decimo maggiore

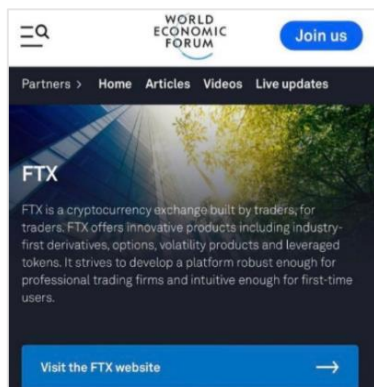


BRIGHTSIDE CAPITAL

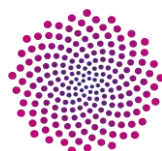
donatore per il partito repubblicano durante le ultime Mid Terms, con 19M USD.

Il fratello di Sam, Gabe, ex membro dello staff del Congresso americano, è stato il fondatore ed il direttore di “Guarding Against Pandemics”, un’organizzazione creata nel 2020 per supportare gli sforzi del Congresso per la prevenzione della prossima pandemia. Il movimento è stato creato sulla filosofia dell’Altruismo Efficace (EA), al quale entrambi i fratelli si sentono fortemente vicini. Secondo il Washington Post, da ottobre 2021 i due fratelli, anche tramite l’FTX Future Fund, una fondazione filantropica finanziata da SBF, hanno donato somme ingenti: circa 70M USD in progetti di ricerca, donazioni per campagne ed altre iniziative intese a migliorare la bio-security e a prevenire la prossima pandemia.

Non poteva poi mancare l’affiliazione con il World Economic Forum, che negli scorsi giorni ha prontamente rimosso l’exchange dall’elenco dei partner; sempre parlando di “eventi che contano”, SBF aveva partecipato e tenuto uno speech al meeting di Davos a maggio 2022 e, sempre nello stesso mese, aveva organizzato una conferenza di 4 giorni alle Bahamas dove erano stati invitati l’ex presidente americano Bill Clinton e l’ex Primo Ministro inglese Tony Blair, che avevano condiviso il palco con il fondatore dell’exchange.



I legami di SBF erano piuttosto rilevanti anche nel mondo universitario ed accademico, nello specifico con alcuni di quelli che sono considerati i migliori atenei al mondo: la madre di Sam è professoressa di giurisprudenza presso l’università di Stanford ed il padre è specialista di diritto tributario e politica fiscale sempre nella stessa università, nonché advisor su tematiche fiscali della Senatrice Warren, che da sempre mantiene posizioni molto ostili nei confronti degli asset digitali. Infine, il padre di Caroline Ellison, la giovane CEO di Alameda, è a capo del dipartimento di economia presso il Massachusetts Institute of Technology (MIT) di Boston dove l’attuale capo della SEC, Gary Gensler, era stato professore ed aveva tenuto lezioni sugli asset digitali.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Durante il 2021 SBF era anche riuscito ad “acquistare” grande visibilità con investimenti in pubblicità molto ingenti nel mondo dello sport. Qualche esempio può aiutare a rendere l’idea della diffusione di questo brand tra alcuni degli sport più importanti del pianeta:

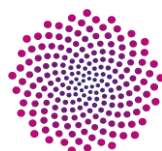
- Lo stadio dei Miami Heat, una delle franchigie NBA più famose al mondo, avrebbe dovuto chiamarsi FTX Arena fino al 2040 in seguito ad un accordo di sponsorizzazione del valore di 135M USD;
- La Major League Baseball (MLB) aveva accolto FTX come principale sponsor tra i brand di asset digitali;
- TMS, un giocatore di e-sport professionista, aveva chiuso un accordo per 10 anni ed un controvalore di USD 210M per cambiare il proprio nome in TMS FTX;
- Nel mondo dei college, FTX aveva siglato una partnership di 10 anni e 17.5M USD con Berkeley, la rinomata università della California, per la sponsorizzazione dello stadio di calcio della scuola;
- FTX aveva anche come ambassador sportivi famosi come la leggenda del football Tom Brady, che aveva una partecipazione diretta nel capitale di FTX, ed il giocatore di basket Stephen Curry tramite la sua fondazione Eat.Learn.Play;
- Anche il team di Formula 1 Mercedes-AMG Petronas aveva scelto FTX come partner.



Se il mondo dello sport e della politica erano rimasti completamente “folgorati” dalla figura di SBF, **possiamo affermare lo stesso anche per il mondo dei media**. Alcune tra le riviste più famose al mondo avevano infatti già dedicato al fondatore di FTX le prime pagine del proprio giornale, sancendo una vera e propria “adulazione” nei confronti dell’*enfant prodige*.

Marc Cohodes, ex gestore Hedge Fund noto per le sue capacità di scovare situazioni societarie fraudolente e trarne profitto vendendone allo scoperto le azioni, **afferma che a luglio era entrato in contatto con il team che segue gli asset digitali presso**

Bloomberg, il più famoso provider di informazione finanziaria al mondo, dopo aver individuato alcuni elementi dubbi legati alla storia di FTX: ad esempio, Marc si era accorto che Dan Friedberg, il consulente legale di FTX, era stato coinvolto in passato in una frode legata ad una società attiva nel mondo del poker, Ultimate Bet, che aveva sottratto 50M USD dagli utenti nel 2008. Marc aveva individuato anche altri elementi poco chiari, come ad esempio il background del Chief Technology Officer e co-fondatore cinese della società, Gary Wang, sul



BRIGHTSIDE CAPITAL

quale non era possibile trovare alcuna informazione su internet sebbene fosse da poco divenuto, secondo Forbes, il più giovane miliardario degli Stati Uniti a 29 anni (4.6BN USD di patrimonio). Per tutta risposta, i giornalisti di Bloomberg hanno affermato che analizzare quanto riportato da Marc avrebbe necessitato di troppo tempo e ricerca, ma soprattutto che non volevano infastidire SBF e sprecare l'opportunità di intervistarla per fargli questo tipo di domande, chiudendosi magari la porta di accesso nei suoi confronti in futuro. Risulta piuttosto strano pensare che Bloomberg, con 2300 dipendenti, non avesse risorse sufficienti per analizzare rivelazioni così importanti, a maggior ragione se provenienti da un ex gestore di fondi specializzato nello scoprire frodi societarie.

Bloomberg sembra, comunque, essere in “buona compagnia”: la prima intervista rilasciata da Sam e successiva alla dichiarazione di bancarotta di FTX è stata quella al New York Times, pubblicata il 14 novembre ed il giornale, noto per le posizioni molto dure utilizzate nei confronti dell'industria tech americana o degli altri exchange di cryptovalute, sembra invece utilizzare toni molto, per non dire troppo, “accomodanti” nel raccontare la storia del giovane americano.



Trung Phan
@TrungTPhan

Word count NYT's puff piece on SBF:

"Fraud": 0
"Enron": 0
"Crime": 0
"Illiquid": 0
"Stolen": 0
"Hidden": 0
"Criminal": 0
"Back door": 0
"He's getting sleep": 1



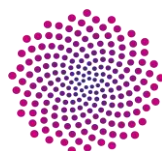
Mike Solana
@micsolana · 15 nov

nyt on every major tech company for the last ten years: “evil, this is basically fraud”

nyt on actual fraud: “listen mistakes were made”

Investor Base

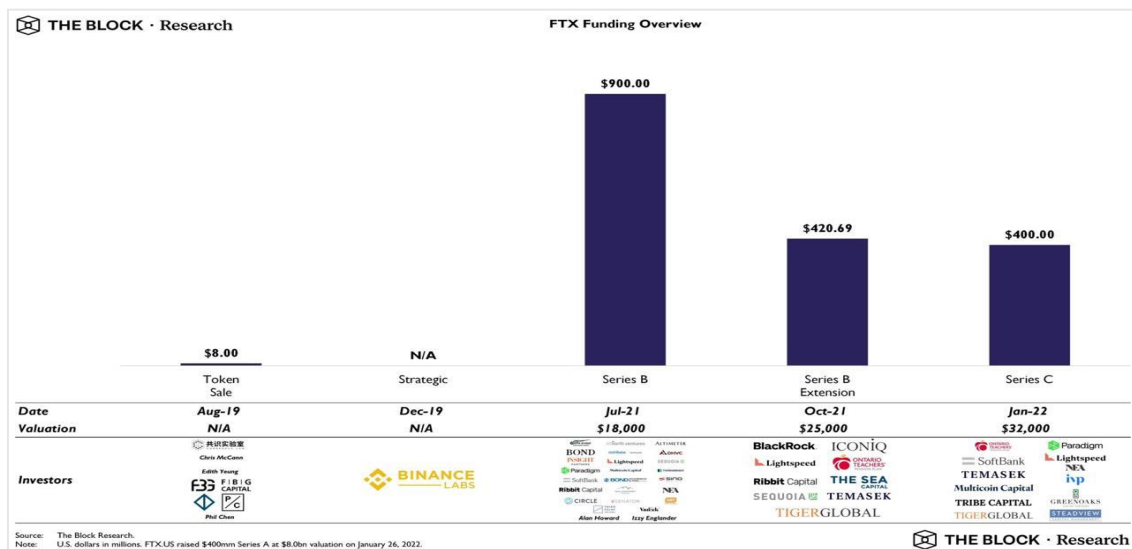
Per supportare la crescita di FTX, Sam è riuscito a raccogliere, nell'ultimo anno e mezzo, più di 1.5BN USD tra i vari round di investimento. Tra gli investitori figurano alcuni dei nomi più rinomati del mondo della finanza (la timeline sotto mostra i diversi round nonché i livelli di valutazione della società all'ingresso): il gigante del private equity Sequoia, Softbank, Tiger Global, il fondo sovrano di Singapore Temasek, Blackrock, il family office di Mark Zuckerberg Iconiq, nonché il family office di Paul Tudor Jones, Izzy Englander, fondatore dell'hedge fund Millenium Capital, ed Alan Howard, fondatore dell'hedge fund Brevan Howard. FTX era considerata una “macchina da profitti” (secondo alcune stime riusciva a generare 4M USD di ricavi al giorno grazie ai volumi di scambi processati) ed evidentemente, per non rischiare di “perdere il treno più veloce”, gli investitori sono stati piuttosto leggeri nella fase di due diligence. **Questo ci ricorda ancora una volta come avere nomi importanti tra i propri azionisti non sia mai, in alcun modo, una garanzia di successo dell'investimento.** Da qui il detto piuttosto famoso nel mondo degli asset digitali: “*Do your own research*” (DYOR), che invita i



BRIGHTSIDE CAPITAL

partecipanti al mondo degli asset digitali ad analizzare i temi di investimento invece che superficialmente affidarsi al valore segnaletico del famoso investitore di turno.

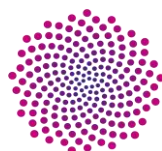
La rete di interessi intrecciati nella struttura di capitale di FTX si fa ancora più fitta quando poi si scopre (fonte: Financial Times) che lo stesso FTX aveva, a sua volta, investito 200M USD in due fondi di venture capital di Sequoia. Secondo la testata giornalistica, questa è comunque una pratica non del tutto usuale ma che trova dei precedenti nel mondo degli investimenti.



Un altro elemento interessante che emerge dal Financial Times è legato ai 300M USD che SBF, tramite Alameda, aveva investito nel fondo K5 Global, la società di investimenti fondata da Michael Kives. Quest'ultimo, che in passato aveva prima lavorato con Bill e Hillary Clinton e poi successivamente si era spostato presso la CAA, una delle maggiori agenzie di talenti di Hollywood (e allo stesso tempo siede tuttora nel consiglio di amministrazione di Yahoo) pare avesse investito a sua volta 225M USD del capitale apportato da SBF in alcuni business tra i quali Space-X, la società di Elon Musk.

Legame con i regolatori

Nel mondo degli asset digitali uno dei temi centrali e più complessi per la legittimazione dell'asset class è sempre stato quello rappresentato dalla regolamentazione: perché i regolatori non hanno potuto fare niente per evitare questo disastro e proteggere i clienti dell'exchange? Perché persiste una limitata chiarezza da un punto di vista normativo e la SEC procede invece secondo il mantra *"regulation by enforcement"* (regolazione mediante applicazione)?



BRIGHTSIDE CAPITAL

Innanzitutto, è necessario ricordare che FTX International, la holding company, aveva sede in una giurisdizione offshore (le Bahamas) con regolamentazioni molto “light”, proprio per eludere i quadri normativi più severi come quello degli Stati Uniti e, solo successivamente, a metà 2020 aveva aperto una sussidiaria completamente americana (FTX US).

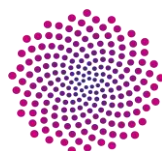


Sebbene i risvolti legali per i clienti di FTX US siano ancora in fase di sviluppo, gli sforzi di lobbying di SBF avevano permesso a quest'ultimo di arrivare a diretto contatto con i massimi esponenti delle autorità di vigilanza americane ben prima che si verificasse il fallimento.

A novembre 2021 FTX aveva assunto Mark Wetjen come “Head of Policy and Regulatory Strategy” (l'ultimo a destra nella foto qui a fianco): Mark era stato a capo della CFTC, l'agenzia che regola la negoziazione di futures, swap e derivati in America. Al centro invece Caroline Pham, attuale capo della CFTC, nominata dai repubblicani, mentre in fondo a sinistra Sam. Il commissario della CFTC ha poi rimosso la foto dai social media.

Durante il primo trimestre di quest'anno SBF era anche riuscito ad entrare in contatto con la **massima figura dell'autorità di vigilanza americana, ovvero Gary Gensler, il capo della SEC**. Secondo Fox News, SBF aveva incontrato “virtualmente” Gary Gensler il 23 marzo di quest'anno. Sembra infatti che, in quel periodo, Sam stesse pensando di lanciare una nuova piattaforma di trading di cryptovalute in collaborazione con l'exchange americano già esistente IEX, che permette agli utenti di acquistare e vendere azioni quotate, e che questa iniziativa sarebbe stata portata avanti rispettando le leggi americane. Ad aprile è arrivato poi l'annuncio ufficiale dell'investimento strategico di FTX in IEX che, come recita il [comunicato](#), “avrebbe permesso alle due società di lavorare insieme per creare un mercato semplice e trasparente per acquistare e vendere asset digitali”. Questa mossa avrebbe, ovviamente, fornito un grande vantaggio competitivo a FTX permettendogli di espandere la propria base di clienti e, allo stesso tempo, legittimandola ulteriormente da un punto di vista normativo.

A seguito dei ribassi degli asset digitali successivi alla spirale di liquidazioni causata dal fallimento di Terra LUNA a maggio, **FTX sembrava essere l'unica società con ampie riserve di cassa in grado di acquistare i player in forte situazione di stress finanziario**. SBF, che in quel



BRIGHTSIDE CAPITAL

periodo i media avevano paragonato al “cavaliere bianco” à la JP Morgan durante la crisi finanziaria del 2008 quale “lender of last resort”, era riuscito ad acquistare con successo Voyager Digital (per 1.4BN USD), una società che forniva prestiti nel mondo crypto, ed aveva “salvato” BlockFi, società che forniva tassi di interesse sui depositi in crypto e che era prossima al fallimento: a quest’ultima FTX aveva esteso una linea di credito per 250M USD con l’opzione di acquisirne il capitale per 240M USD. In caso di acquisizione portata a termine, tramite questa operazione FTX avrebbe anche beneficiato del recente *settlement* da 100M USD che la società aveva raggiunto con la SEC circa l’offerta di prodotti legati agli asset digitali con un tasso di rendimento.

Un’altra speculazione molto forte tra i partecipanti al mondo degli asset digitali è che SBF si stesse prodigando per salvare queste società perché, in caso di fallimento e successiva liquidazione degli asset detenuti dalle piattaforme, questo avrebbe comportato forti vendite del token FTT, che Alameda Research aveva utilizzato come collaterale per richiedere prestiti, e la discesa del prezzo avrebbe causato una *margin call* per la società di SBF.

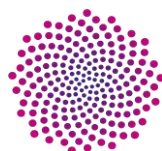
Crypto Ethos



Tutti i fallimenti che si sono verificati nel mondo degli asset digitali quest’anno, dal crollo di Terra LUNA, alle debacles delle piattaforme di lending BlockFi, Voyager e Celsius, passando per i fallimenti dell’hedge fund Three Arrows Capital e dell’exchange di FTX hanno un denominatore comune: **si tratta, in tutti i casi, di piattaforme centralizzate** (da qui la definizione di CeFi,

Centralized Finance, opposta a quella di DeFi, Decentralized Finance) che forniscono servizi di finanza tradizionale agli utenti.

In tutti i casi i fallimenti sono stati causati dalle decisioni (o dalle frodi) messe in atto da esseri umani, e non dalla blockchain o da una linea di codice. È infatti importante separare gli asset sottostanti da coloro che li gestiscono o li custodiscono: se il guardiano dello zoo commettesse un crimine, nessuno se la prenderebbe con i leoni, le tigri o gli orsi. L’impatto che questi eventi avranno sull’adozione dell’asset class da parte di player istituzionali sarà certamente importante e, al momento, appare difficile trovare una nota di ottimismo legata ai recenti avvenimenti. Ci proviamo lo stesso menzionando due elementi: in primis, il fiasco di FTX ha



BRIGHTSIDE CAPITAL

spinto, con grande rapidità, buona parte degli altri exchange (i.e. Binance, Crypto.com) a muoversi nella direzione della trasparenza tramite la *Proof Of Reserves*, una sorta di audit in formato crittografico che certifica che tutti gli asset detenuti dagli utenti sono effettivamente depositati sull'exchange (altri exchange come Kraken o Coinbase già lo facevano).

Collapse of FTX Might Prove to be the Catalyst that Moves the Utility Value of Crypto Two Steps Forward

• Collapse of FTX a Painful Step Back but Might Prove to be the Catalyst that Moves Crypto Two Steps Forward. With FTX emerging earlier this year as a white knight, bailing out troubled crypto-related companies, the news of FTX itself collapsing this week sent shockwaves through the crypto markets. While this is certainly a major short-term setback, we see the widely publicized collapse of FTX as potentially dramatically *accelerating the timeline* to which crypto-related regulation will be ushered in (similar to new banking regulation which followed the GFC). As a result, we see the news surrounding FTX as one step back, but one that could prove to be the catalyst to move the crypto economy two steps forward (further unlocking the utility value of blockchain). In fact, we see the establishment of a regulatory framework as *the needed catalyst* to massively ramp the institutional adoption of crypto. Moreover, while the news of the collapse of FTX is empowering crypto skeptics, we would point out that *all of the recent collapses* in the crypto ecosystem have been from centralized players and not from decentralized protocols.

In secundis, il nostro augurio è che i recenti eventi siano un'ulteriore spinta verso la regolamentazione dell'asset class (come postulato da JP Morgan nella loro nota sul tema a sinistra) e verso l'adozione di modelli più decentralizzati: i volumi di trading sulle piattaforme decentralizzate successivi al collasso di FTX sono aumentati del 66% a 21BN USD sulla settimana (fonte: Arca), registrando il primo incremento da maggio 2022.

Lugano, 20/11/2022

