

APPROFONDIMENTI

Blockchain bond: verso un mercato maturo

Marzo 2026

Emiliano La Sala, Partner, CMS



Emiliano La Sala, Partner, CMS

> Emiliano La Sala

Emiliano La Sala inizia la sua attività di collaborazione con lo studio nel 2025 all'interno del dipartimento di Diritto Bancario e Finanziario in qualità di Partner responsabile del dipartimento di Debt Capital Markets. La sua attività si concentra sulle operazioni di debt capital markets per emittenti bancari italiani e stranieri, sia nell'ambito di programmi MTN sia nell'ambito di programmi per prodotti strutturati (structured notes, certificates e warrants) sia in operazioni standalone e private placement, con particolare specializzazione in emissioni di bond rivolti sia ad investitori istituzionali sia al retail, prodotti strutturati e finanza digitale, inclusi i blockchain bond ed in operazioni di liability management.

1. Introduzione: i blockchain bond e la nuova frontiera dei mercati dei capitali

L'emissione di strumenti finanziari in forma digitale mediante tecnologia a registro distribuito (DLT) rappresenta uno degli sviluppi più concreti e promettenti dell'innovazione tecnologica applicata ai mercati finanziari, ossia di quel fenomeno comunemente noto come *fintech*. Non si tratta di un fenomeno meramente sperimentale: le prime emissioni di blockchain bond risalgono al 2017, nell'ambito del sandbox regolamentare dell'autorità inglese FCA e, da allora, il mercato europeo ha conosciuto un'accelerazione progressiva, con operazioni condotte ormai da numerosi emittenti europei.

Il presente contributo si propone di offrire una breve ricognizione di taglio pratico del fenomeno dei blockchain bond (o digital bond), muovendo da alcuni cenni alla tecnologia sottostante per poi esaminare il quadro normativo europeo e italiano, le prime esperienze operative, alcuni degli attuali ostacoli allo sviluppo di un mercato più maturo ed alcune delle proposte del Market Integration Package¹. L'obiettivo è quello di fornire agli operatori del mercato una mappa aggiornata del contesto regolamentare, evidenziando alcuni snodi critici che ancora ostacolano lo sviluppo di un mercato maturo e le risposte che il legislatore europeo sta tentando di dare.

2. La tecnologia sottostante

La tecnologia alla base dei digital bond è quella dei registri distribuiti, comunemente indicata con l'acronimo DLT (*distributed ledger technology*). Si tratta di tecnologie basate su un registro distribuito, ossia un archivio di informazioni creato, mantenuto e aggiornato da più nodi di una rete informatica, il cui aggiornamento avviene tramite un algoritmo del consenso (e.g. proof of stake, proof of work) grazie al quale i nodi pervengono ad un accordo sulle registrazioni. La blockchain rappresenta una tra le possibili tipologie di DLT ed è la più nota e diffusa.

Il token in questo caso consiste nella rappresentazione digitale degli strumenti finanziari su un registro distribuito e ne rappresenta la forma, ne consente l'emissione, il trasferimento e la gestione mediante le funzionalità proprie della DLT.

¹ https://finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-package_en

La natura diffusa e non accentrata delle informazioni tra i nodi della rete è tra gli elementi che caratterizzano la DLT, unitamente all'automatismo del meccanismo del consenso che, tramite regole e procedure, convalida le informazioni tra i nodi della rete.

3. Alcuni vantaggi pratici per emittenti e investitori

I vantaggi operativi dell'emissione di strumenti finanziari in forma digitale possono essere molteplici. Tra i principali si annoverano: la semplificazione del processo di emissione; la riduzione dei tempi e dei costi delle operazioni, nonché dei rischi di controparte, tramite il settlement istantaneo, anziché lo standard di mercato t+2; l'automatizzazione e la programmabilità degli strumenti mediante smart contract; la riduzione dei costi; la possibilità di trasferire gli strumenti ed effettuare operazioni 24/7; la possibilità di utilizzare stablecoin come corrispettivo per l'emissione e il trasferimento degli strumenti con ciò creando un collegamento tra il mondo dei cryptoasset ai sensi di MiCAR e quello degli strumenti finanziari tradizionali.

Sul piano del settlement, il vantaggio è particolarmente tangibile. Nel mercato tradizionale il regolamento di un bond avviene tipicamente in due giorni lavorativi (T+2), mentre con la tecnologia DLT il settlement può avvenire quasi simultaneamente. A ciò si aggiunge la possibilità di utilizzare smart contract per automatizzare le varie fasi del processo di emissione e il c.d. life-cycle dello strumento finanziario, come il pagamento di cedole o il rimborso del capitale, nonché la gestione di corporate action.

I vantaggi si manifestano con particolare evidenza per gli strumenti finanziari complessi: più lo strumento è strutturato (si pensi ai titoli di cartolarizzazione, ai securitized derivatives ecc.), maggiori sono i benefici in termini di automatizzazione procedurale, riduzione dei tempi e dei costi, efficienza e trasparenza grazie alla programmabilità mediante smart contract.

4. Il quadro regolamentare europeo: il DLT Pilot Regime

In Europa il quadro normativo di riferimento per la finanza digitale è costituito dal cosiddetto Digital Finance Package, che si articola su tre pilastri: il Regolamento MiCAR per le crypto-attività (Regolamento (UE) 1114/2023); il DLT Pilot Regime (Regolamento (UE) 2022/858), applicato agli strumenti finanziari emessi su DLT; e il Regolamento DORA (Regolamento (UE) 2022/2554) sulla resilienza digitale operativa.

Tra questi il DLT Pilot Regime è il regolamento che riguarda direttamente gli strumenti finanziari emessi tramite la DLT. La finalità principale di tale normativa è quella di consentire alcune deroghe alla normativa europea (MiFID², CSDR³ e MiFIR⁴) per dare la possibilità ad alcune infrastrutture di mercato di offrire servizi di negoziazione, regolamento o una combinazione dei due, per strumenti finanziari digitali. Si tratta di un regime sperimentale di natura temporanea che segue l'approccio tipico del sandbox: operando in un ambiente controllato, prevede alcune deroghe ad hoc alla disciplina vigente con l'obiettivo di permettere alle autorità di acquisire esperienza sulla nuova tecnologia.

La disciplina individua tre categorie di soggetti: gli MTF DLT, ossia i sistemi multilaterali di negoziazione che ammettono a negoziazione strumenti in forma DLT; gli SS DLT, ossia sistemi che regolano operazioni in strumenti DLT; e i TSS DLT, ossia soggetti che, proprio grazie alle potenzialità della blockchain, riescono a combinare i servizi prestati da un MTF DLT e da un SS DLT.

Per quanto attiene agli SS DLT, il Regolamento prevede la possibilità di derogare a specifiche previsioni del CSDR ritenute non compatibili con le nuove tecnologie, tra cui la necessità che lo strumento venga emesso in forma "book entry", che lo stesso sia detenuto in un "conto titoli" e che i registri siano tenuti da un depositario centrale (o CSD). Un'ulteriore caratteristica di novità è la possibilità, intrinseca nella DLT, di veder combinate in un unico soggetto (il TSS DLT) funzioni che, ad oggi, sono divise tra la società che gestisce il mercato e il CSD che gestisce il sistema di regolamento. Il DLT Pilot Regime prevede alcune importanti limitazioni: si applica alle azioni con capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro, alle obbligazioni con entità di emissione inferiore a 1 miliardo di euro e alle quote di OICR con valore di mercato inferiore ai 500 milioni, con un limite aggregato di 6 miliardi di euro per infrastruttura di mercato. La licenza concessa non può superare i sei anni e non consente l'applicazione a prodotti con componente derivativa. Come vedremo, tali limiti sono stati radicalmente rivisti dal

² Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

³ Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012.

⁴ Regolamento (UE) N. 600/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

pacchetto Market Integration.

Infine, Regolamento Pilot Regime non interviene sulla disciplina domestica di emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali, che è affidata alla normativa propria di ogni singolo Stato membro dell'Unione. Ne consegue che, in assenza di una normativa italiana sugli strumenti finanziari in forma digitale, il Regolamento Pilot Regime non avrebbe potuto essere applicato nell'ordinamento domestico. È proprio per colmare questa lacuna che il legislatore italiano ha adottato il Decreto-Legge 17 marzo 2023, n. 25, Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech (o Decreto Fintech).

5. Il Decreto Fintech: cenni

In Italia, il Decreto Fintech ha introdotto un *tertium genus* di forma e circolazione dei titoli di credito, che si aggiunge ai due già esistenti, ossia alla forma cartolare (prevista dal Codice Civile per i titoli di credito) e a quella dematerializzata (introdotta a fine anni '90 dal Decreto Euro e disciplinata dal Testo Unico della Finanza): la forma digitale.

Il Decreto Fintech ha un ambito di applicazione più ampio di quello del Regolamento Pilot Regime. Quanto alla tipologia di strumenti finanziari ammessi, esso include: le azioni; le obbligazioni; i titoli di debito emessi dalle S.r.l.; gli ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita dall'ordinamento italiano, nonché i titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti esteri; le ricevute di deposito relative ad obbligazioni; gli strumenti del mercato monetario; e le quote di OICR italiani. Inoltre, il decreto-legge non prevede soglie di ammontare predefinite. La ratio del decreto è quella di riprodurre, nel contesto digitale, la stessa scelta logico-giuridica adottata dal legislatore delegato del "decreto Euro", che nel 1998 aveva introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento un regime di emissione e circolazione degli strumenti in forma scritturale, salvaguardando nel nuovo regime alcune funzioni e principi tipici del regime cartaceo, quali la non riproducibilità del "titolo" e l'esclusività del possesso.

Il ruolo del responsabile del registro - Il Decreto Fintech prevede sostanzialmente due regimi. Un primo regime riguarda quegli strumenti digitali che sono regolati tramite un TSS DLT o un SS DLT e che sono autorizzati ai sensi del DLT Pilot Regime. Si tratta tipicamente di quegli strumenti finanziari negoziati su una sede di negoziazione. Laddove non sia coinvolto un SS DLT o un TSS DLT è prevista la necessaria

presenza di un una figura garante del rispetto dei presidi legislativi. Tale figura è il responsabile del registro.

In tal caso l'emissione è consentita solo su registri tenuti da responsabili iscritti nell'apposito elenco tenuto dalla CONSOB. Si tratta di una scelta coerente con l'approccio del legislatore europeo, che anche nel DLT Pilot Regime individua entità che si assumono la responsabilità di verificare che le operazioni siano effettuate rispettando determinate regole.

Il responsabile del registro è gravato da obblighi stringenti: deve adottare meccanismi per impedire l'uso degli strumenti da parte di soggetti non legittimati; assicurare la continuità operativa; garantire che il numero complessivo di strumenti finanziari digitali che costituisce una singola emissione non sia modificabile. Un regime di responsabilità aggravata, ricalcato sullo schema della responsabilità per danni da attività pericolose di cui all'art. 2050 del Codice Civile sulla, prevede un'inversione dell'onere della prova circa l'elemento soggettivo della colpa. In capo al responsabile del registro sono posti anche obblighi e responsabilità di disclosure sulle modalità operative del registro digitale e sui dispositivi a tutela della sua operatività.

L'accesso agli strumenti digitali - Il Decreto Fintech disciplina tre distinte modalità di accesso agli strumenti finanziari emessi in DLT, con rilevanti implicazioni operative.

Il primo schema prevede l'utilizzo di un *wallet* digitale cui si accede mediante l'impiego di credenziali, ossia chiavi crittografiche private a cui sono associate chiavi pubbliche identificative di ogni utente (c.d. meccanismo della doppia chiave). Chi dispone della chiave privata può disporre dello strumento finanziario. All'interno di questo schema si distinguono due modalità: l'accesso diretto, in cui l'investitore conserva direttamente le proprie chiavi, e l'accesso indiretto, in cui le affida ad un intermediario quale il responsabile del registro, una banca o un'impresa di investimento. Il secondo schema prevede l'accesso intermediato, nel quale l'intestatario delle chiavi non è l'investitore bensì una banca o un'impresa di investimento che agisce in nome proprio e per conto dell'investitore. L'investitore mantiene la propria posizione nei confronti dell'intermediario attraverso un conto titoli, analogamente a quanto avviene nella disciplina della gestione accentrata in regime di dematerializzazione.

6. Le prime emissioni digitali italiane

Il Lussemburgo è tra le giurisdizioni europee che, negli ultimi anni, stanno investendo maggiormente in queste nuove tecnologie con progetti lanciati da Euroclear e da Clearstream, CSD che sono da tempo leader nella gestione del post-trade per le emissioni obbligazionarie in Europa, oltre a Montis, CSD che nasce con l'obiettivo specifico di regolare strumenti finanziari tramite la DLT. Il governo lussemburghese ha inoltre emesso nel 2025 il primo certificato del tesoro tramite la DLT proprietaria di HSBC.

In Italia, il primo bond digitale ai sensi del Decreto Fintech è stato emesso nel luglio 2024 da Cassa Depositi e Prestiti, utilizzando la blockchain pubblica di Polygon ed interamente sottoscritto da Intesa Sanpaolo⁵. Più recentemente UniCredit ha emesso sia un minibond sia una obbligazione strutturata avvalendosi di Weltix come soggetto responsabile del registro⁶. In tutti i casi, la tecnologia di accesso alla blockchain pubblica Polygon è stata fornita da Blockinvest (RealHouse srl).

7. I principali limiti attuali allo sviluppo di un mercato maturo degli strumenti digitali

Già nel 2017 l'European Securities and Markets Authority (ESMA) nel report *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*⁷ evidenziava alcune problematiche sottese all'utilizzo della blockchain nel mercato dei capitali. In particolare, l'ESMA sottolineava come la necessaria presenza di un CSD per consentire la negoziazione di titoli su sedi di negoziazione ai sensi del CSDR costituisse uno tra i principali ostacoli allo sviluppo di un mercato liquido degli strumenti tokenizzati. L'ESMA prevedeva due possibili scenari di sviluppo: un primo scenario in cui la DLT sarebbe stata applicata al di fuori del perimetro di operatività del CSDR e, dunque, senza la possibilità di avere il coinvolgimento di un CSD e senza che i titoli potessero essere ammessi su sedi di negoziazione; un secondo scenario in cui il CSD sarebbe stato coinvolto nella DLT e dunque, nel rispetto del CSDR, vi sarebbe stata la possibilità

di avere titoli negoziati nelle infrastrutture di mercato. Questa seconda possibilità, alla luce delle modifiche normative successivamente intervenute, passerebbe evidentemente o da un'interpretazione favorevole all'applicazione del CSDR ai titoli digitali o all'utilizzo del DLT Pilot Regime.

Le prime emissioni di blockchain bond in Italia sono tutte collocabili nel primo scenario ma, come evidenziato in quel documento dall'ESMA, lo sviluppo di un mercato dei capitali maturo richiede che gli strumenti diventino liquidi e, pertanto, siano negoziabili su sedi di negoziazione. Quanto alla seconda fase, al momento alcuni TSS DLT sono stati autorizzati in Europa ai sensi del DLT Pilot Regime, come ad esempio 21X in Germania e, più recentemente, Securitize in Spagna. Tali infrastrutture consentirebbero in linea di principio la possibilità di combinare il trading e il post-trading di strumenti finanziari. Inoltre, in Lussemburgo la CSSF ha adottato la strada di consentire, a certe condizioni, ad alcuni CSD di operare utilizzando la blockchain senza ricorrere al DLT Pilot Regime. È questo, ad esempio, il caso di Clearstream tramite la blockchain D7 o la menzionata Montis, infrastruttura che nasce con lo specifico obiettivo di regolare strumenti in DLT. Se, in linea di principio, il DLT Pilot Regime prevede la possibilità di utilizzare l'autorizzazione ottenuta in un singolo paese in tutta Europa, l'assenza di armonizzazione a livello europeo della disciplina civilistica applicabile agli strumenti finanziari comporta la necessità di verificare di volta in volta la compatibilità dei servizi svolti dalle infrastrutture autorizzate rispetto alla normativa locale.

Ulteriori temi sono rappresentati da: durata limitata dell'autorizzazione prevista dal DLT Pilot Regime (massimo sei anni); il numero ristretto di strumenti ammissibili (ad esempio sono esclusi strumenti con componente derivativa); i limiti previsti di ammontare per strumento e per complessivo volume gestito. Tutte queste problematiche hanno rappresentato ostacoli ad uno sviluppo di un mercato secondario per i blockchain bond. Guardando poi al panorama domestico, l'assenza di soggetti che ad oggi abbiano la licenza DLT Pilot Regime rappresenta un ulteriore elemento di svantaggio competitivo per gli emittenti italiani.

Lo stesso Decreto Fintech, pur consentendo alla CONSOB di ampliare mediante regolamento la tipologia di strumenti emettabili in forma digitale, ad oggi non permette ancora di emettere strumenti derivati cartolarizzati in forma digitale, ossia i valori mobiliari di cui all'articolo 1, comma 1-bis, lett.- c) del TUF. Proprio la natura complessa di questi strumenti, come sopra ricordato, renderebbe invece auspicabile

⁵https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/cdp_emette_con_successo_il_suo_primo_digital_bond_su_blockchain_intesa_sanpaolo_sottoscrive_interamente_l'operazione?contentId=CSA48474 e <https://imi.intesa-sanpaolo.com/it/news/2024/prima-emissione-ecp-digital-intesa-sanpaolo/>.

⁶ Cfr. <https://www.unicreditgroup.eu/en/press-media/press-releases/2025/december/unicredit-structures-italy-s-first-tokenized-minibond-on-public-.html>.

⁷ <https://www.esma.europa.eu/document/report-distributed-ledger-technology-applied-securities-markets>.

la possibilità di consentire l'utilizzo di smart contract che renderebbero programmabili sulla blockchain tutta una serie di eventi legati al ciclo di vita del prodotto, con ciò apportando notevoli efficienze a tutto il ciclo di vita del prodotto.

Ulteriore elemento che frena una piena adozione della DLT è l'assenza ad oggi di soluzioni pienamente integrate per l'utilizzo di stablecoin. Gli stablecoin nella forma di e-money token, ossia rappresentazioni di valuta fiat in forma di token, consentirebbero l'interoperabilità sulla blockchain dei meccanismi di settlement, in quanto il c.d. delivery versus payment (o DVP, ossia consegna dello strumento finanziario a fronte del pagamento dell'ammontare di emissione) opererebbe direttamente sulla DLT. D'altro canto, la gestione di stablecoin, trattandosi di token disciplinati da MiCAR, richiede la compliance con tale regolamento e la relativa autorizzazione ad emettere tali strumenti e a svolgere servizi CASP. Sotto altro profilo lo stesso utilizzo delle stablecoin per effettuare i pagamenti richiede una specifica deroga all'applicazione del CSDR, laddove gli strumenti siano destinati all'ammissione a negoziazione e, dunque, ancora una volta, il coinvolgimento di soggetti autorizzati ai sensi del DLT Pilot Regime⁸.

8. Il Market Integration Package della Commissione Europea: alcuni cenni

Il 4 dicembre 2025 la Commissione Europea ha pubblicato il pacchetto di proposte legislative denominato Market Integration Package e facente parte della strategia SIU (*Savings and Investment Union*), finalizzata a "creare migliori opportunità finanziarie per i cittadini dell'UE, rafforzando al contempo la capacità del nostro sistema finanziario di collegare il risparmio con gli investimenti produttivi". Il pacchetto di riforme prevede un numero significativo di modifiche alla legislazione europea esistente. Si tratta di un intervento di ampia portata che risponde, tra l'altro, alle sollecitazioni provenienti dal mercato e dalle associazioni di categoria, tra cui l'ICMA (l'International Capital Markets Association), che nella propria risposta alla consultazione della Commissione aveva evidenziato le barriere orizzontali al trading e al post-trading, inclusi i limiti troppo stringenti, la durata limitata e l'esito incerto del DLT Pilot

⁸ La presente trattazione non affronta l'ulteriore ostacolo alla piena diffusione in Italia degli strumenti finanziari digitali rappresentato dalle relative problematiche di trattamento fiscale, in merito alle quali è auspicabile un intervento normativo. Per tali temi e per ulteriori approfondimenti sul Decreto Fintech, si rimanda all'articolo del medesimo Autore pubblicato in collaborazione con F. Guelfi: E. La Sala - F. Guelfi, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Le Società*, 11, 2023, 1235 ss.

Regime⁹.

Ai fini della presente trattazione ci limiteremo esclusivamente ad accennare alle principali modifiche proposte al DLT Pilot Regime e al CSDR che ci paiono funzionali a quanto sopra descritto.

Le novità chiave per il DLT Pilot Regime nel Market Integration Package

- Il perimetro del DLT Pilot Regime viene notevolmente esteso, ampliando la gamma di strumenti ammissibili e la portata delle attività. Gli strumenti ammissibili non sono più limitati a quelli precedentemente elencati e, per quanto riguarda la portata delle attività, la proposta aumenterebbe a 100 miliardi di EUR il valore totale massimo di mercato aggregato di tutti gli strumenti finanziari DLT che possono essere ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato. Infine, la soglia specifica per prodotto sarebbe soppressa.
- Le infrastrutture di negoziazione nell'ambito di tale regime ora verrebbero denominate sedi di negoziazione DLT (TV DLT). Verrebbe ampliata la gamma di soggetti che possono gestire una TV DLT e un sistema di negoziazione e regolamento DLT (TSS DLT) al fine di includere, oltre alle imprese di investimento e ai CSD, anche i prestatori di servizi per le crypto-attività (CASP) autorizzati a gestire una piattaforma di negoziazione di crypto-attività ai sensi MiCAR.
- Verrebbero incluse le funzionalità di "DLT notary" e di "DLT central account maintenance services" basate sulle analoghe funzioni previste dal Regolamento CSDR.
- Al fine di eliminare qualsiasi ambiguità in relazione alla sostenibilità a lungo termine del regime pilota, i termini della durata delle autorizzazioni concesse a norma del DLT Pilot Regime non dovrebbero più applicarsi.

⁹<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/CMU/ICMA-response-to-European-Commission-SIU-Implementation-Targeted-Consultation-on-the-EU-Capital-Markets-Integration-June-2025.pdf>.

Le modifiche al CSDR

Sul fronte del CSDR, le modifiche proposte sono finalizzate a rendere tecnologicamente neutrale la disciplina, consentendo ai prestatori di servizi CSD di utilizzare la DLT. Nello specifico, sono modificate le definizioni esistenti di “scrittura contabile”, “contante” e “conto titoli” e sono aggiunte le definizioni di “tecnologia a registro distribuito” e “token di moneta elettronica”. Sono proposte modifiche alla definizione di “central bank money”, “commercial bank money” e “cash” per includere modalità di denaro in forma di token. Inoltre, al fine di eliminare i rimanenti ostacoli al regime di passaporto in relazione ai servizi CSD nell’UE, viene prevista solo una notifica ex post quando un CSD dell’UE inizia a offrire i propri servizi a emittenti stabiliti in uno Stato membro diverso dallo Stato membro di rilascio dell’autorizzazione del CSD.

9. Prospettive: verso un mercato maturo dei blockchain bond

Il quadro che emerge dalla breve analisi fin qui condotta ci ha consentito di formulare alcune osservazioni preliminari sullo stato dell’arte e ci consente di guardare alle prospettive di sviluppo del mercato dei digital bond.

In questo senso, sul piano normativo europeo, il Market Integration Package rappresenta un salto qualitativo nella disciplina degli strumenti finanziari digitali. L’innalzamento delle soglie del DLT Pilot Regime, l’estensione della durata, l’inclusione di nuovi operatori e piattaforme, l’estensione a tutte le tipologie di strumenti e, soprattutto, l’introduzione nel CSDR di modifiche finalizzate a renderlo tecnologicamente neutrale e compatibile con la DLT, rappresentano importanti risposte ad alcune delle istanze espresse dal mercato e dalla comunità giuridica.

Sul piano italiano, il Decreto Fintech e la normativa secondaria CONSOB completano il quadro per l’emissione di strumenti finanziari digitali, ma necessitano di ulteriori misure, ad esempio per estendere il regime agli strumenti finanziari derivati cartolarizzati. Sarà inoltre necessario verificare come la normativa italiana si coordini con le proposte del Market Integration Package.

Da un punto di vista più ampio, la sfida per gli operatori è duplice. Da un lato, sul piano dell’infrastruttura di mercato, è essenziale che siano presto disponibili sedi di negoziazione e di settlement per bond

digitali, per superare l’attuale illiquidità del mercato secondario dei blockchain bond. Sotto un ulteriore profilo è essenziale che queste sedi consentano l’interoperabilità con stable coin e, in generale, con denaro in forma di token per sviluppare a pieno le possibilità del DVP e degli smart contract. Solo l’esperienza applicativa potrà fornire risposte conclusive circa la capacità dei blockchain bond di realizzare pienamente le promesse di efficienza, sicurezza, trasparenza e riduzione dei costi che la tecnologia DLT porta con sé.

BREVE NOTA BIBLIOGRAFICA

E. La Sala, *L’applicazione della Distributed Ledger Technology all’emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Le Società*, 6, 2019, 720 ss.

S. Lo Giudice, *Audizione della CONSOB*, Senato della Repubblica, 4 aprile 2023, 2.

E. La Sala - F. Guelfi, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Le Società*, 11, 2023, 1235 ss.

Carrière, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli, *Tokenizzazione di azioni e azioni token*, Quaderni giuridici Consob, n. 25, 2023

M. T. Rodi - V. Santoro, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1, 2024.

M. T. Rodi, *Il regolamento Consob sull’emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari*, in *Bancaria*, 3, 2024.

N. de Luca, *Strumenti finanziari digitali e principi cartolari*, *Diritto del Fintech*, M. Cian e C. Sandei (a cura di), p. 223 e ss., 2024 CEDAM

A. Gennai, *Tokenizzazione. Banche centrali in allerta per i potenziali rischi*, *IlSole24Ore Plus*, ed. 13 Dicembre 2025.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
