

# Le condizioni per l'adozione di modelli di business di trading su Digital Asset

Lettera N° 50 - Giugno 2026

Di David Mogini, Head of the Capital Market Solutions, TAS

## Abstract

Lo sviluppo dei digital asset sta ridefinendo nei capital market le modalità di emissione, negoziazione, custodia e regolamento degli strumenti. L'ingresso delle banche nei servizi di trading proprietario o in conto terzi su asset digitali regolamentati — token finanziari, stablecoin, strumenti di moneta digitale e, più selettivamente, criptovalute — è tuttavia ancora in consolidamento.

Il contributo analizza le condizioni che possono consentire alle banche italiane di entrare con fiducia in questo mercato, adottando tre modelli di business: trading proprietario, agency/brokerage e servizi di market infrastructure. I fattori abilitanti sono quattro: chiarezza regolamentare, domanda istituzionale, maturità delle infrastrutture e capacità di integrare i digital asset nei processi operativi esistenti, evitando silos tecnologici e organizzativi.

L'articolo integra iniziative pubbliche di primari gruppi bancari europei e i risultati di una survey condotta da TAS il 1° aprile 2026 nell'ambito di uno User group Capital Markets con oltre 60 esponenti delle principali banche italiane. Ne emerge un quadro in cui il trading proprietario non appare come punto di partenza, ma come fase successiva alla costruzione di presidi infrastrutturali, di custody, controllo dei rischi e compliance.

## 1. Introduzione: una trasformazione graduale, non una discontinuità immediata

Il tema dei digital asset è spesso associato a una narrativa di discontinuità radicale. Osservando il comportamento delle banche europee emerge invece una dinamica più articolata: i digital asset non stanno sostituendo immediatamente le infrastrutture finanziarie tradizionali, ma stanno introducendo nuovi livelli di operatività, soprattutto nei processi di emissione, custodia e regolamento.

La trasformazione può essere letta come il passaggio da un modello fondato su registri centralizzati e intermediari tradizionali a un modello ibrido, nel quale infrastrutture DLT e sistemi legacy coesistono. Il punto non è scegliere tra tecnologia distribuita e infrastrutture tradizionali, ma orchestrare ambienti diversi, garantendo continuità operativa, certezza giuridica e presidio dei rischi.

In questa prospettiva, il modello ibrido è una scelta operativa: consente di innovare senza interrompere l'esistente e senza duplicare sistemi, controlli e processi. Nel breve-medio termine, la configurazione più plausibile è l'interoperabilità tra registri distribuiti, core banking, post-trade, pagamenti e controlli regolamentari.

La survey conferma questa lettura. Alla domanda sui modelli di business valutati attivamente sui digital asset, il 78% dei rispondenti ha dichiarato di trovarsi ancora in fase esplorativa. Solo una minoranza ha indicato l'adozione di modelli infrastrutturali, trading proprietario o servizi di trading per clienti.

**Tabella 1 — Modelli di business valutati sui digital asset**

Fonte: survey user group Capital Markets. Domanda: Quali modelli di business state valutando attivamente sui digital asset?

Modello di business valutato	Risposte
Ancora in fase esplorativa	78%
Servizi infrastrutturali / market infrastructure	17%
Trading proprietario	13%
Altro	13%
Trading per clienti / agency brokerage	9%

## 2. Digital asset: non un mercato unico, ma più traiettorie distinte

Spesso i digital asset sono analizzati come se si trattasse di un mercato unitario. In realtà, le banche si trovano di fronte ad almeno quattro traiettorie principali: asset finanziari tokenizzati, strumenti di moneta digitale — stablecoin e CBDC — e crypto-asset non finanziari. Ciascuna asset class risponde a funzioni economiche diverse, presenta livelli differenti di maturità e richiede infrastrutture operative specifiche.

Gli asset finanziari tokenizzati rappresentano probabilmente la traiettoria più naturale per le banche attive nei capital market. Essi possono essere ricondotti a strumenti tradizionali — obbligazioni, quote di fondi, prodotti strutturati, azioni o debito privato — rappresentati digitalmente e gestiti tramite registri distribuiti o infrastrutture analoghe.

In questo ambito, la tokenizzazione non modifica necessariamente la natura economica dello strumento, ma può incidere su emissione, distribuzione, settlement, corporate action e gestione del ciclo di vita. Accanto a questi proxy token, i value token riguardano asset completamente digitali o tokenizzati, incluso il denaro tokenizzato, la cui natura economica prescinde da uno strumento finanziario tradizionale.

Le stablecoin si collocano prevalentemente nell'ambito della liquidità, dei pagamenti e del settlement. Possono abilitare modelli di regolamento più efficienti, soprattutto in ambienti digitali o cross-border, ma sollevano questioni delicate di riserva, governance, convertibilità, vigilanza e rapporto con la moneta di banca centrale.

Le Central Bank Digital Currency (CBDC) rappresentano un'evoluzione della moneta pubblica in forma digitale. Nel contesto europeo, il progetto di euro digitale si configura come una possibile implementazione a prevalente vocazione retail, con impatti indiretti sui capital market ma rilevanti implicazioni per il sistema bancario in termini di wallet, pagamenti e integrazione con infrastrutture esistenti.

Le criptovalute costituiscono invece il segmento più distante dal modello bancario tradizionale, anche se i volumi trattati sino ad oggi da soggetti non bancari sono i più consistenti se confrontati con le altre tipologie di asset digitali. La loro adozione appare da parte delle banche più selettiva, orientata inizialmente alla custody, al trading per clientela qualificata o alla costruzione di prodotti derivati e strutturati.

La survey conferma questa differenziazione. Per gli asset tradizionali tokenizzati, il 32% dei rispondenti prevede operatività nel periodo 2027–2028, mentre il 14% dichiara iniziative già attive. Stablecoin e criptovalute mostrano invece un livello di prudenza più elevato: per le stablecoin il 52% indica “non previsto”, mentre per le criptovalute tale percentuale sale al 78%.

**Tabella 2 — Tempistiche previste per digital asset tokenizzati**

Domanda: Quando prevedete di avviare un'operatività di mercato sulle seguenti tipologie di digital asset?

Asset class	Non previsto	Oltre 2028	2027-2028	2026	Già attive
Asset finanziari tokenizzati	29%	18%	32%	7%	14%
Stablecoin	52%	30%	19%	0%	0%
Criptovalute	78%	15%	4%	4%	0%

### 3. La chiarezza regolamentare come prima condizione abilitante

La prima condizione per l'ingresso ordinato delle banche nei mercati dei digital asset è la chiarezza regolamentare. In assenza di un quadro stabile, le banche tendono infatti a limitarsi a sperimentazioni o proof of concept.

A livello europeo, il principale punto di svolta è MiCA, Regolamento (UE) 2023/1114, che introduce un quadro armonizzato per emissione, offerta al pubblico e prestazione di servizi su crypto-asset non già ricompresi nella disciplina finanziaria tradizionale. MiCA disciplina, tra l'altro, asset-referenced token, e-money token e crypto-asset service providers.

Il quadro è completato dal Regolamento (UE) 2022/858 sul DLT Pilot Regime, che consente sperimentazioni regolamentate su infrastrutture di mercato DLT, e da DORA, Regolamento (UE) 2022/2554, che rafforza resilienza operativa digitale, gestione dei rischi ICT, cybersecurity e controllo dei fornitori terzi.

Sul versante della moneta digitale pubblica, la Commissione europea ha presentato nel 2023 il pacchetto legislativo sul digital euro, mentre la BCE ha avviato la fase di preparazione tecnica.

In Italia, il Decreto-legge 25/2023, convertito dalla Legge 52/2023, ha disciplinato l'emissione e la circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale; la Consob ha poi adottato il Regolamento n. 22923/2023.

Questi interventi non eliminano tutti i rischi, ma riducono l'incertezza e trasformano la regolamentazione da vincolo a condizione abilitante, consentendo alle banche di passare dalla sperimentazione a progettualità industriali.

### 4. La domanda istituzionale: condizione necessaria per superare la fase esplorativa

La seconda condizione per l'avvio dei diversi modelli di business su digital asset è la presenza di una domanda istituzionale significativa. Le banche raramente sviluppano nuove linee operative in assenza di una domanda riconoscibile da parte della clientela.

Le iniziative osservate in Europa confermano un approccio prevalentemente "client-driven". UniCredit[1] sta adottando una postura pragmatica, orientata alla domanda dei clienti e alla tokenizzazione. Unicredit partecipa al consorzio paneuropeo per la stablecoin in euro. HSBC[2] afferma che i digital asset stanno passando "dal margine al mainstream" perché sono i clienti stessi a considerarli rilevanti; il gruppo ha sviluppato iniziative su digital bond, tokenised gold e custody.

BBVA[3] rappresenta un caso particolarmente significativo: la banca ha annunciato servizi di trading ed execution su bitcoin ed ether, integrati con servizi di custodia e resi disponibili tramite i propri canali bancari in Spagna. In questo caso, il digital asset trading non appare come una sperimentazione isolata, ma come un servizio incorporato nella relazione bancaria esistente.

Tuttavia, il quadro complessivo rimane prudente. La survey mostra che solo il 9% dei rispondenti valuta attivamente servizi di agency/brokerage, mentre il 17% indica servizi infrastrutturali o market infrastructure. Questo suggerisce che la domanda esiste, ma non è ancora percepita come

sufficientemente ampia o urgente da giustificare un ingresso generalizzato nel trading.

## 5. La maturità infrastrutturale: custody, connettività, liquidità

La terza condizione è la disponibilità di infrastrutture adeguate. L'operatività su digital asset richiede un ecosistema più complesso rispetto al trading tradizionale. Non basta accedere a una venue di negoziazione: occorre presidiare custody, wallet management, pre-funding, riconciliazione, settlement, compliance e gestione della liquidità.

La survey è particolarmente esplicita. Alla domanda su quali componenti applicative siano più rilevanti per il posizionamento sui digital asset, la risposta più citata è "custody e gestione asset digitali", con il 56%. Seguono integrazione con infrastrutture e market connectivity al 37%, treasury e liquidity management al 30%, post-trade e back office al 26%, compliance e reporting al 26%. Le trading capabilities — OMS, EMS, routing — raccolgono il 22%.

Questo dato è rilevante: le banche non considerano il trading come la prima priorità applicativa. Prima del trading vengono custody, connettività, liquidità, post-trade e compliance. In altri termini, il mercato bancario percepisce i digital asset come un problema di infrastruttura operativa prima ancora che come un'opportunità di execution.

Le banche stanno quindi concentrando gli investimenti sulle componenti che garantiscono presidio operativo e controllo del rischio lungo l'intero ciclo di vita dell'asset. Le componenti applicative di trading non generano da sole un mercato sostenibile senza un'infrastruttura sottostante adeguata.

Ciò è coerente con le iniziative di Deutsche Bank[4], che ha elaborato il proprio modello operativo basato su un'infrastruttura blockchain il quale consente l'uso di token intesi sia come asset tradizionali che digitali, ma anche con il posizionamento di Commerzbank[5], che ha ottenuto una licenza in Germania per servizi di custody e trading destinati a clientela business e istituzionale.

**Tabella 3 — Componenti applicative prioritarie per il posizionamento sui digital asset**

Domanda: quali componenti applicative ritenete più rilevanti per il vostro posizionamento sui digital asset.

Componenti applicative	Risposte
Custody & gestione asset digitali	56%
Integrazione con infrastrutture / market connectivity	37%
Treasury & liquidity management	30%
Post-trade & back office	26%
Compliance & reporting	26%
Trading capabilities (OMS, EMS, Routing)	22%
Ancora in fase esplorativa	26%

## 6. I modelli di business: principal trading, agency e market infrastructure

Le banche possono adottare tre modelli principali nel mercato dei digital asset: trading proprietario, trading in conto terzi e modello infrastrutturale.

Nel trading proprietario la banca opera come controparte diretta, assumendo rischio di mercato. Le attività possibili includono market making, arbitraggio tra venue e liquidity provision. In contesti specifici, in particolare nel comparto crypto, possono essere presenti anche operatività su strumenti derivati; si affiancano inoltre esigenze di gestione della liquidità legate a strumenti di moneta digitale, come le stablecoin, più riconducibili a logiche di treasury che di trading.

È il modello con potenziale di margine più elevato, ma anche con maggiori requisiti patrimoniali, tecnologici e di risk management. Per le banche universali europee, appare verosimilmente come una fase successiva, non come il primo punto di ingresso.

Attività come market making o arbitraggio richiedono livelli di liquidità, integrazione e accesso a più venue che risultano oggi difficilmente scalabili per una parte significativa del sistema bancario tradizionale.

Il trading in conto terzi, o agency/brokerage, è più vicino al modello tradizionale delle banche commerciali e di investimento. In questo caso la banca offre ai clienti servizi di execution, custody, accesso a liquidity venues, clearing, settlement e potenzialmente prime brokerage. La banca monetizza commissioni, custody fees, servizi di financing e, in alcuni casi, spread di execution.

Alcune componenti operative possono essere fornite da soggetti terzi in modalità “as a service”, ad esempio per custody o accesso a venue.

Il terzo modello è quello infrastrutturale. La banca non opera solo come intermediario, ma come piattaforma: abilita tokenizzazione, custody, settlement, digital money, collateral tokenizzato e servizi infrastrutturali per altri operatori. In molti casi, questo modello appare oggi il più coerente con il posizionamento storico delle grandi banche nei mercati finanziari.

Société Générale / SG-Forge[6] rappresenta un caso emblematico di modello infrastrutturale orientato a stablecoin e servizi istituzionali. SG-Forge è una delle realtà europee più avanzate sullo stablecoin bancario in euro, con focus su compliance, integrazione istituzionale e interoperabilità con exchange e liquidity provider. UBS[7] mostra una traiettoria “capital markets native”: UBS Tokenize è focalizzata su fondi, obbligazioni e prodotti strutturati tokenizzati.

BNP Paribas[8] presenta un orientamento analogo, con iniziative su tokenised money market funds, tokenised bonds e infrastrutture per asset manager e investitori istituzionali.

Il dato centrale è che questi modelli non sono necessariamente alternativi.

Possono essere combinati in modo progressivo: custody, tokenizzazione, agency trading, prime brokerage e, solo in una fase avanzata, trading proprietario.

## **7. Dalla sperimentazione all’operatività: il tema del timing**

Il timing rappresenta una variabile competitiva. Entrare troppo presto può esporre a rischi regolamentari, reputazionali e tecnologici; entrare troppo tardi può determinare perdita di rilevanza, soprattutto nei confronti di competitor già posizionati.

Le evidenze disponibili suggeriscono una finestra evolutiva articolata. Gli asset tokenizzati potrebbero rappresentare il primo ambito di adozione bancaria significativa, soprattutto tra il 2027 e il 2028. Stablecoin e criptovalute sembrano invece collocarsi su orizzonti più lunghi o più selettivi, almeno per una quota rilevante del sistema bancario italiano.

Questo non significa che non esistano early mover. BBVA è già operativa su trading e custody di bitcoin ed ether. Commerzbank si muove verso un modello custody più agency trading. Société Générale / SG-Forge è già attiva sul fronte stablecoin. UBS, BNP Paribas, HSBC, Santander[9], Intesa Sanpaolo[10] e UniCredit mostrano iniziative concrete nella tokenizzazione, nei digital bond o nelle infrastrutture di mercato.

La differenza è che questi casi non rappresentano ancora la norma: sono anticipazioni di un mercato in formazione.

## **8. La sfida principale: integrare, non duplicare**

L’ingresso nei digital asset non può essere gestito costruendo sistemi paralleli, separati dai processi bancari esistenti. Il rischio sarebbe creare nuovi silos tecnologici, duplicare controlli, aumentare la complessità operativa e rendere difficile la scalabilità.

La vera sfida è l’integrazione. I digital asset devono essere gestiti attraverso sistemi esistenti “aumentati” nelle loro capabilities, non tramite l’aggiunta di nuovi sistemi che configurino una filiera autonoma. Il valore della tecnologia risiede nella capacità di integrare e governare il modello operativo, non nella tecnologia in sé.

In un modello sostenibile, i digital asset devono poter essere gestiti lungo una filiera front-to-back. È questo il livello che consente di trasformare un'iniziativa sperimentale in un modello operativo industriale.

## 9. Conclusioni: quali sono davvero le condizioni perfette?

Le condizioni per l'ingresso delle banche nei servizi di trading proprietario o in conto terzi su asset digitali regolamentati non coincidono con un singolo evento regolamentare o tecnologico. La vera condizione abilitante è la convergenza di regole chiare, domanda istituzionale, infrastrutture affidabili e capacità di integrazione operativa.

Le evidenze empiriche mostrano che il sistema bancario italiano è ancora prevalentemente esplorativo, ma le priorità indicate — custody, market connectivity, liquidity management, post-trade e compliance — mostrano che il mercato sta costruendo le fondamenta operative che precedono il trading.

L'adozione dei modelli di business su digital asset va quindi interpretata come risultato di un percorso di maturazione. Le banche entreranno quando potranno farlo senza compromettere la propria architettura di controllo, senza aumentare eccessivamente il rischio operativo e senza creare fratture tra sistemi tradizionali e infrastrutture digitali.

Il vantaggio competitivo scaturirà dalla capacità di integrare i digital asset nel modello operativo della banca, garantendo sicurezza, conformità, resilienza e scalabilità. Le banche che sapranno costruire questa capacità potranno diventare attori rilevanti nei nuovi mercati digitali; le altre rischieranno di rimanere osservatrici di una trasformazione graduale ma difficilmente reversibile.

## Disclaimer

I contenuti sono riferibili unicamente all'autore ed esprimono una personale opinione alla data di redazione, non impegnando le società e istituzioni di appartenenza.

### [1] Fonti su Unicredit:

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

<https://www.unicreditgroup.eu/en/press-media/press-releases/2025/september/nine-major-european-banks-join-forces-to-issue-stablecoin.html>

<https://www.industriaitaliana.it/unicredit-orcel-vodeno-ai-cloud-tokenizzazione/>

### [2] Fonti su HSBC:

<https://www.hsbc.com/who-we-are/hsbc-and-digital/hsbc-and-digital-assets-and-currencies>

<https://www.business.hsbc.com/en-gb/insights/the-shift-of-digital-assets-from-fringe-to-mainstream>

### [3] Fonti su BBVA:

<https://www.bbva.com/en/es/innovation/bbva-launches-its-bitcoin-and-ether-trading-and-custody-service-for-all-retail-customers-in-spain/>

<https://www.bbva.com/en/innovation/bbva-will-offer-bitcoin-and-ether-trading-and-custody-services-in-spain/>

<https://www.bbva.es/en/personas/productos/criptoactivos.html>

### [4] Fonti su Deutsche Bank:

Deutsche Bank's digital asset experts publish paper on a token-based operating model – Corporates and Institutions

### [5] Fonti su Commerzbank:

<https://www.commerzbank.de/group/newsroom/press-releases/crypto-custody-licence.html>

### [6] Fonti su Société Générale / SG-Forge:

<https://www.sgforge.com/product/convertible/>  
<https://www.sgforge.com/stablecoin-elevation/>

**[7] Fonti su UBS:**

<https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/tokenize.html>  
<https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20241101-first-tokenized-investment-fund.html>

**[8] Fonti su BNL Paribas:**

<https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-explores-public-blockchain-infrastructure-for-money-market-fund-tokenisation>  
<https://securities.cib.bnpparibas/tokenisation-mmfs/>

**[9] Fonti su Santander:**

<https://www.santander.com/en/press-room/press-releases/santander-launches-the-first-end-to-end-blockchain-bond>

**[10] Fonti su Intesa San Paolo**

<https://group.intesasanpaolo.com/it/newsroom/tutte-le-news/news/2024/primo-digital-bond-su-blockchain-in-italia>  
<https://group.intesasanpaolo.com/it/newsroom/comunicati-stampa/2024/07/cdp-emette-con-successo-il-suo-primo-digital-bond-su-blockchain->

**Autore:**

David Mogini, Head of the Capital Market Solutions, TAS