

Con CLARITY in stallo, la SEC procede sull'on-chain

*La Innovation Exemption della SEC mette alla prova il trading regolamentato
di titoli attraverso smart contract e blockchain pubbliche*

Il 15 settembre, il Senato degli Stati Uniti non è riuscito a far avanzare il Digital Asset Market Clarity Act: la mozione di cloture relativa a H.R. 3633 è stata respinta con 49 voti favorevoli e 50 contrari. Due giorni dopo, la Securities and Exchange Commission ha emanato la propria Innovation Exemption, introducendo un regime temporaneo di cinque anni nel quale le Tokenized Securities Venues qualificate possono facilitare la negoziazione di azioni statunitensi quotate attraverso automated market makers permissioned e liquidity pools operanti su distributed ledgers pubblici e permissionless. La SEC ha inoltre concesso esenzioni condizionate rispetto alle tradizionali definizioni di “exchange” per queste piattaforme e di “dealer” per determinati liquidity providers.

La vicinanza temporale colloca i due sviluppi all'interno della stessa fase di riforma della market structure statunitense per i digital asset. Il presidente della SEC Paul Atkins, nell'annunciare l'esenzione, ha fatto esplicito riferimento al mancato avanzamento del CLARITY Act in Congresso e ha dichiarato che la Commissione avrebbe continuato ad agire nell'ambito della propria statutory authority. Le due iniziative intervengono su livelli regolamentari differenti. Nel loro insieme mostrano come la regolamentazione finanziaria on-chain negli Stati Uniti possa evolvere attraverso percorsi legislativi e regolamentari paralleli, anziché dipendere da un unico quadro normativo complessivo.

Due diversi livelli regolamentari

Il CLARITY Act è concepito per definire un quadro giuridico più ampio per il mercato statunitense dei digital asset. Tra i suoi obiettivi principali rientrano la delimitazione dei rispettivi ruoli della SEC e della Commodity Futures Trading Commission, una maggiore chiarezza sul trattamento di digital securities e digital commodities e la definizione di percorsi regolamentari per gli intermediari di mercato. Il suo campo di applicazione parte quindi dalla natura giuridica degli asset e dal perimetro istituzionale entro cui questi vengono regolamentati.

La Innovation Exemption parte invece da un presupposto già definito. Le tokenized NMS stocks interessate dal framework rimangono securities. Devono attribuire ai detentori gli stessi diritti e privilegi delle corrispondenti azioni convenzionali, inclusi i diritti di voto e di percezione dei dividendi. Le synthetic stock exposures restano escluse dal regime. Il tema regolamentare si sposta quindi direttamente sulla struttura attraverso cui questi titoli vengono negoziati.

La questione si estende così al funzionamento stesso del mercato. Una volta definita la natura giuridica dell'asset, diventa rilevante stabilire quale parte della market infrastructure possa essere eseguita attraverso smart contract, automated market makers, liquidity pools e blockchain pubbliche.

Negli ultimi anni, l'institutional tokenization si è concentrata sempre più sulla registrazione, proprietà, trasferimento e regolamento degli asset finanziari. La Innovation Exemption estende ora l'esperimento all'execution layer. Meccanismi di trading, fornitura di liquidità e alcune funzioni tipiche delle trading venues possono essere testati all'interno di un'infrastruttura programmabile, pur restando soggetti ai requisiti del mercato mobiliare.

Sviluppare la market structure nell'ambito dei poteri esistenti

Qualora il CLARITY Act diventasse legge, la Innovation Exemption continuerebbe a svolgere una funzione distinta. Un quadro legislativo più ampio potrebbe definire il regulatory perimeter dei digital asset, mentre i tokenized securities continuerebbero a richiedere regole operative su execution, liquidity, market access e sull'applicazione dei requisiti di exchange e dealer ai meccanismi blockchain-native.

La relazione tra i due livelli può essere sintetizzata così:

CLARITY definisce il regulatory perimeter.

La Innovation Exemption mette alla prova la market architecture al suo interno.

Se invece una legislazione organica sulla market structure dovesse rimanere irrisolta, la SEC potrebbe comunque proseguire questo specifico esperimento, perché la natura di security delle azioni statunitensi quotate è già stabilita. La Commissione sta utilizzando i poteri di esenzione previsti dall'attuale Exchange Act per testare nuove infrastrutture in un ambito nel quale la propria giurisdizione è relativamente chiara.

Questo crea una distinzione potenzialmente importante tra crypto-native finance e tokenized traditional finance. Alcune parti del mercato crypto-native continuano a dipendere da questioni ancora aperte relative alla classificazione degli asset, alla giurisdizione regolamentare e alla divisione delle competenze tra SEC e CFTC. I tokenized traditional securities possono invece partire da un'identità giuridica già definita e concentrarsi direttamente sulla progettazione dell'infrastruttura.

Gli asset finanziari tradizionali potrebbero quindi diventare uno dei canali più chiari attraverso cui gli Stati Uniti sperimentano l'utilizzo di infrastrutture blockchain pubbliche all'interno dei mercati dei capitali regolamentati.

Quando le funzioni di mercato diventano codice

Nello stesso giorno dell'annuncio della SEC, S&P Global ha sottoscritto un accordo per acquisire OpenZeppelin, società specializzata nella sicurezza degli smart contract. S&P Global ha dichiarato che l'acquisizione amplierà le proprie capacità nelle on-chain security assessments, nei benchmark e nell'analisi del technology risk, in un contesto nel quale i capital markets stanno progressivamente migrando on-chain. Gli OpenZeppelin Contracts hanno supportato oltre 37.000 miliardi di dollari di valore trasferito e sono utilizzati in importanti stablecoin, tokenized funds e altre applicazioni finanziarie on-chain.

L'acquisizione non ha un legame istituzionale diretto con la Innovation Exemption della SEC. Riflette tuttavia uno sviluppo connesso nell'infrastruttura che sostiene l'on-chain finance.

Quando trading, liquidity e asset transfer vengono sempre più eseguiti attraverso codice, l'integrità degli smart contract entra progressivamente nel perimetro della valutazione istituzionale del rischio finanziario.

I mercati tradizionali dispongono già di framework consolidati per credit risk, market risk, operational risk, counterparty risk e infrastructure risk. La programmable financial infrastructure introduce un ulteriore oggetto di analisi: il software che esegue le regole di mercato, trasferisce gli asset e governa la liquidità.

La SEC sta testando fino a che punto le funzioni di mercato possano operare attraverso codice. S&P Global sta ampliando la propria capacità di valutare la sicurezza e il technology risk di quel codice. Architettura regolamentare, market infrastructure e valutazione istituzionale del rischio stanno iniziando a convergere attorno agli stessi sistemi sottostanti.

Dai tokenized assets alle funzioni di mercato on-chain

La Innovation Exemption rimane un esperimento controllato della durata di cinque anni. Il numero di securities e i volumi di trading sono limitati, l'accesso alle AMM liquidity pools è permissioned, gli emittenti mantengono la possibilità di opporsi ad alcune forme di tokenizzazione effettuate da terzi e le negoziazioni devono essere sospese quando il titolo sottostante viene sospeso sul relativo mercato di quotazione principale. Il framework non dimostra che gli AMM sostituiranno gli order books né che i mercati azionari statunitensi migreranno su larga scala verso blockchain pubbliche.

Definisce però un campo più ampio per la sperimentazione regolamentare.

Le prime fasi della tokenizzazione si sono concentrate soprattutto sulla possibilità di rappresentare, detenere, trasferire e regolare legalmente asset finanziari su infrastruttura blockchain. La SEC sta ora verificando se alcune delle funzioni di mercato che circondano questi asset possano operare sulla stessa infrastruttura continuando a rispettare la securities law, la vigilanza di mercato e i meccanismi di investor protection.

Questo mostra anche che lo sviluppo dell'on-chain finance statunitense non dipende necessariamente dal completamento preventivo di una legislazione organica sui digital asset. Il Congresso può continuare a occuparsi della classificazione degli asset e della giurisdizione regolamentare, mentre la SEC utilizza i propri poteri esistenti nei mercati mobiliari chiaramente definiti per sperimentare nuove forme di market architecture.

La tokenizzazione sta quindi entrando in una fase nuova. Il suo perimetro si estende dalla rappresentazione degli asset finanziari alle funzioni attraverso cui i mercati operano. Anche la discussione regolamentare si sta spostando di conseguenza, dall'identità giuridica dell'asset verso l'architettura del mercato nel quale quell'asset viene negoziato.

References

U.S. Securities and Exchange Commission. "SEC Issues 'Innovation Exemption' to Facilitate the Trading of Tokenized NMS Stock and Request for Comment." September 17, 2026.

U.S. Securities and Exchange Commission, Paul S. Atkins. "Statement on the Innovation Exemption: A Bridge Toward Durable Rulemaking." September 17, 2026.

U.S. Securities and Exchange Commission. "Order Granting Temporary Conditional Exemptive Relief for Trading of Tokenized NMS Stock on Tokenized Securities Venues." Release No. 34-106402, September 17, 2026.

U.S. House of Representatives. "Digital Asset Market Clarity Act of 2025." H.R. 3633, 2025.

U.S. Senate. "Roll Call Vote No. 234: Motion to Invoke Cloture on H.R. 3633." September 15, 2026.

S&P Global. "S&P Global Announces Agreement to Acquire OpenZeppelin." September 17, 2026.