

Quando la tokenizzazione arriva all'infrastruttura di trading

La prossima fase dell'equity on-chain va oltre il settlement e arriva al design stesso del mercato

Il 4 ottobre, OKXICE, joint venture tra OKX e Intercontinental Exchange (ICE), ha pubblicato un notice che illustra il progetto di una Tokenized Securities Venue nell'ambito della Innovation Exemption introdotta dalla U.S. Securities and Exchange Commission il 17 settembre. La piattaforma proposta è destinata alle azioni statunitensi tokenizzate e prevede l'utilizzo di automated market maker (AMM) permissioned e liquidity pool, con execution su infrastruttura blockchain e negoziazione continua. Il progetto si trova ancora in una fase iniziale e la venue non è operativa.

Il dato più rilevante riguarda però il contesto in cui nasce: meno di tre settimane dopo la creazione da parte della SEC di un nuovo percorso regolamentare per le Tokenized Securities Venues, gli operatori di mercato hanno già iniziato a progettare infrastrutture specificamente costruite attorno a quel framework. La tokenizzazione sta così diventando una variabile nel design della market structure stessa.

La regolamentazione inizia a produrre architettura

La Innovation Exemption della SEC crea un quadro controllato di sperimentazione e non una liberalizzazione generale della normativa sui titoli. Per cinque anni, le Tokenized Securities Venues che soddisfano determinate condizioni possono beneficiare di un'esenzione temporanea e condizionata dalla definizione di "exchange" prevista dal Securities Exchange Act, consentendo a partecipanti permissioned di negoziare azioni NMS tokenizzate attraverso

automated market maker e liquidity pool. I titoli tokenizzati negoziati nell'ambito del framework devono attribuire ai detentori gli stessi diritti e privilegi delle corrispondenti azioni tradizionali. Il regime introduce inoltre limiti sul numero di strumenti e sui volumi, diritti di opposizione per gli emittenti, requisiti di trasparenza delle negoziazioni e conservazione dei registri, presidi tecnologici e coordinamento con eventuali trading halt dei titoli sottostanti. Gli smart contract utilizzati dalla venue devono essere pubblici, verificabili e distribuiti su una distributed ledger pubblica e permissionless.

Il framework apre quindi uno spazio per sperimentare una forma di organizzazione del mercato azionario diversa dal modello tradizionale di exchange. Il mercato statunitense dell'equity si è sviluppato attorno a central limit order book, broker-dealer, market maker, clearing system e sessioni di negoziazione definite. Una TSV riunisce invece tokenised securities, partecipanti permissioned, AMM liquidity pool ed execution su distributed ledger all'interno dello stesso ambiente regolamentato. I diritti giuridici ed economici del titolo restano collegati all'azione NMS sottostante, mentre l'infrastruttura attraverso cui avviene la negoziazione può seguire una logica differente.

OKXICE assume particolare rilevanza proprio in questo contesto. ICE controlla il New York Stock Exchange e gestisce alcune delle principali infrastrutture globali di trading, clearing e market data. OKX proviene invece dai mercati degli asset digitali e dal trading basato su blockchain. La loro joint venture porta quindi infrastruttura finanziaria tradizionale e architettura di trading crypto-native all'interno dello stesso esperimento regolamentare.

Il trading venue entra nella questione della tokenizzazione

Gran parte del dibattito sulla tokenizzazione dei titoli si è concentrata finora sull'asset. Per anni, il settore ha lavorato su come rappresentare azioni, obbligazioni e fondi sotto forma di token, come registrare la proprietà, quale ruolo attribuire ai transfer agent, come effettuare il settlement e come collegare gli asset tokenizzati alle infrastrutture esistenti di custody e cash. Con il progressivo consolidamento di percorsi istituzionali per queste funzioni, emerge ora una domanda ulteriore: se i titoli possono esistere in forma tokenizzata, quanta parte dell'architettura tradizionale del trading venue deve necessariamente essere replicata?

Il framework TSV della SEC crea un ambiente controllato nel quale questa domanda può essere testata. Le borse tradizionali organizzano prevalentemente la liquidità attraverso order book, nei quali compratori e venditori inseriscono ordini e i partecipanti contribuiscono al processo continuo di price discovery. L'architettura AMM utilizza invece liquidity pool e meccanismi algoritmici per facilitare lo scambio tra asset. Nel framework TSV, tali meccanismi operano all'interno di un ambiente permissioned in cui restano applicabili standard di accesso, requisiti di eleggibilità dei partecipanti e tutele previste dalla securities regulation.

Le implicazioni vanno quindi oltre la rappresentazione digitale del titolo. La tokenizzazione comincia a interessare execution model, formazione della liquidità, market access e rapporto tra titoli e cash leg. L'identità giuridica dell'asset può restare invariata mentre l'infrastruttura che ne organizza la negoziazione comincia a cambiare.

Il trading 24/7 è una conseguenza dell'architettura

La negoziazione continua rappresenta l'elemento più visibile del progetto OKXICE. Le azioni statunitensi sono già negoziabili oltre la sessione principale attraverso pre-market e after-hours trading, ma liquidità e price discovery rimangono fortemente concentrati durante gli orari centrali di mercato. L'infrastruttura blockchain e liquidity pool disponibili in modo continuo rendono tecnicamente possibile estendere la negoziazione anche alle ore notturne e ai fine settimana.

Il valore economico del trading 24/7 dipenderà tuttavia dalla qualità del mercato disponibile durante quelle ore. Profondità della liquidità, partecipazione dei market maker, affidabilità del price discovery, corporate actions, risk management e disponibilità di reference price credibili quando i mercati tradizionali sono chiusi rimarranno elementi determinanti. Ampliare l'accesso temporale non garantisce automaticamente un mercato continuo efficiente.

Più rilevante è l'architettura che rende possibile questa continuità. Gli orari tradizionali di negoziazione si sono sviluppati insieme alle finestre operative di exchange, sistemi di clearing, banche e altri intermediari. Con la progressiva digitalizzazione di securities, settlement assets ed execution infrastructure, una parte di questi vincoli temporali potrebbe trasformarsi gradualmente da necessità tecnica a scelta di market design. Il trading continuo rappresenta quindi una possibile conseguenza di un cambiamento infrastrutturale più ampio.

Dal permesso regolamentare alla market structure

OKXICE è ancora lontana dal dimostrare che questo modello possa funzionare su scala significativa. Un public notice non offre ancora evidenze su trading volume, profondità della liquidità, partecipazione istituzionale o formazione dei prezzi. Resta inoltre da verificare se strutture basate su AMM possano offrire la qualità di liquidità richiesta per le azioni statunitensi più negoziate. La stessa esenzione della SEC è temporanea e condizionata, con limiti espliciti sugli strumenti ammessi e sui volumi di negoziazione. Una delle sue finalità consiste proprio nel produrre dati di mercato osservabili che possano contribuire alla futura definizione delle regole.

Lo sviluppo stabilisce comunque una sequenza istituzionale chiara. La regolamentazione ha creato uno spazio definito per la sperimentazione. Gli operatori stanno iniziando a progettare trading venue attorno a quello spazio. Queste venue possono combinare tokenised securities, accesso permissioned, liquidità AMM ed execution su blockchain all'interno di un framework regolamentato. La policy regolamentare comincia quindi a influenzare concretamente l'architettura tecnica ed economica dei mercati mobiliari on-chain.

Le prime fasi della tokenizzazione si sono concentrate principalmente sulla possibilità di trasferire asset finanziari esistenti su infrastrutture blockchain. Con il progredire di questo processo, l'attenzione si sposta verso i mercati nei quali tali asset vengono negoziati. La competizione tra future venue per l'equity tokenizzata potrebbe dipendere sempre più dalla capacità delle diverse architetture di costruire liquidità credibile, price discovery robusto, market integrity e fiducia istituzionale.

La tokenizzazione sta iniziando ad andare oltre l'asset e il suo settlement, entrando nel design stesso del trading venue.

OKXICE deve ancora dimostrare che l'architettura proposta sia in grado di produrre questi risultati. L'esperimento regolamentare della SEC ha tuttavia creato le condizioni affinché il mercato inizi a rispondere a questa domanda all'interno di vincoli regolamentari reali. È questo

che rende la prossima fase dei tokenised securities statunitensi uno sviluppo di market structure da osservare.

References

- *U.S. Securities and Exchange Commission, “SEC Issues ‘Innovation Exemption’ to Facilitate the Trading of Tokenized NMS Stock and Request for Comment”, 17 September 2026.*
- *U.S. Securities and Exchange Commission, “Order Granting Temporary Conditional Exemptive Relief”, Release No. 34-106402, File No. 4-927, 17 September 2026.*
- *U.S. Securities and Exchange Commission, Mark T. Uyeda, “Statement on the Innovation Exemption”, 17 September 2026.*
- *OKXICE, “OKXICE TSV Public Notice”, 4 October 2026.*
- *Reuters, “OKX joint venture files with SEC to launch tokenized trading platform”, 5 October 2026.*