DIGITAL GOLD INSTITUTE

Q3 2026

# Report trimestrale del Digital Gold Institute

## Q3 2026



# Executive summary

Il terzo trimestre del 2026 ha segnato il ritorno alla crescita del mercato cripto dopo tre trimestri consecutivi di contrazione. Bitcoin ha registrato un rendimento del 43%, chiudendo a 83.576 dollari, mentre Ether ha guadagnato il 71%. La capitalizzazione complessiva è aumentata del 40%, raggiungendo 2,96 mila miliardi di dollari. Il recupero ha ridotto le perdite accumulate nei trimestri precedenti, lasciando tuttavia Bitcoin in calo del 26,7% su base annua e del 4,6% da inizio anno, con una quotazione ancora inferiore di circa un terzo al massimo storico di ottobre 2025.

La lettura dei flussi e dei derivati aiuta a qualificare questa ripresa. Gli ETF su Bitcoin ed Ether quotati negli Stati Uniti hanno raccolto afflussi netti per 9,3 miliardi di dollari, invertendo i deflussi record del secondo trimestre. Il rialzo dei prezzi si è accompagnato a una diminuzione del 7,6% dei volumi complessivi di scambio e a un'ulteriore contrazione dei volumi dei futures. I tassi di finanziamento dei contratti perpetui sono inoltre rimasti inferiori al livello di riferimento per l'intero periodo. Nel complesso, queste evidenze suggeriscono un contributo rilevante della domanda spot, sostenuta dai flussi verso strumenti regolamentati, in presenza di una pressione più contenuta delle posizioni rialziste a leva.

Al recupero dei rendimenti si affianca un'evoluzione del profilo di rischio di Bitcoin. La volatilità su una finestra di due anni si è stabilizzata intorno al 42%, il valore più basso tra le principali cripto-attività, comparabile a quello di Nvidia e inferiore a quello del petrolio. Le correlazioni contenute con gli asset tradizionali continuano a sostenere il potenziale di diversificazione in un portafoglio tradizionale; quelle comprese tra il 75% e l'80% con le altre principali cripto-attività indicano invece un beneficio più limitato all'interno del mercato cripto. Gli indicatori di rendimento corretto per il rischio sono tornati positivi, ma restano inferiori a quelli dell'S&P 500 e dell'oro.

L'integrazione con la finanza tradizionale, visibile nei flussi verso gli ETF, si è estesa anche alle infrastrutture di mercato. Deutsche Bank ha annunciato un servizio di custodia di cripto-attività per la clientela istituzionale europea, mentre Nasdaq ha concordato un investimento di 100 milioni di dollari in Payward, la società che controlla Kraken, per lo sviluppo delle azioni tokenizzate. Sul versante del regolamento, l'Eurosistema ha avviato Pontes, che consente di regolare le transazioni all'ingrosso in asset tokenizzati in moneta di banca centrale. Questi sviluppi si inseriscono in un mercato degli asset tradizionali tokenizzati la cui capitalizzazione ha raggiunto 41,6 miliardi di dollari, in crescita del 13% nel trimestre.

L'evoluzione dei servizi e delle infrastrutture si accompagna all'applicazione del quadro regolamentare. In Europa, il registro ESMA conta 360 prestatori di servizi autorizzati ai sensi del MiCAR, con autorizzazioni rilasciate da 27 Paesi. L'Italia registra nove autorizzazioni domestiche e 192 operatori esteri che hanno notificato l'intenzione di operare nel Paese tramite passaporto europeo. Accanto al regime autorizzativo, la prima sanzione MiCAR pubblicata in Austria evidenzia la crescente rilevanza della vigilanza sulle modalità di offerta e commercializzazione. Prosegue inoltre il confronto sulla calibrazione delle regole, con la proposta del Sistema europeo di banche centrali sui requisiti di riserva delle stablecoin e, in Italia, quella dell'intergruppo parlamentare sugli asset digitali per il ritorno al 26% dell'aliquota sulle plusvalenze cripto. Negli Stati Uniti, l'iter del CLARITY Act ha invece subito una battuta d'arresto in Senato.

In questo percorso di integrazione, gli incidenti di sicurezza hanno richiamato l'attenzione sulla solidità operativa dell'intera catena di servizio. Gli attacchi a Bitget e alla rete Liquid di Blockstream hanno comportato trasferimenti non autorizzati per circa 388 e 320 milioni di dollari, rispettivamente, senza compromissione delle chiavi private. Le vulnerabilità hanno interessato processi autorizzativi, software di terze parti e logiche di validazione, mostrando la rilevanza dei controlli attraverso cui vengono predisposte ed eseguite le operazioni. La falla nel firmware dei dispositivi Coldcard ha esteso questa evidenza alla custodia offline, la cui sicurezza dipende anche dalla corretta generazione delle chiavi.

Nel complesso, il trimestre delinea una ripresa sostenuta dalla domanda attraverso veicoli regolamentati, con indicatori di finanziamento meno tesi rispetto alle precedenti fasi speculative, mentre prosegue l'integrazione con la finanza tradizionale. La distanza dai massimi e la sottoperformance da inizio anno rispetto ad azioni e oro richiedono tuttavia di distinguere il recupero congiunturale dall'andamento di medio periodo. Per gli intermediari, la valutazione del mercato deve quindi comprendere sia il profilo di rischio degli asset sia la solidità delle controparti e l'adeguatezza dei controlli dei fornitori di custodia e negoziazione.

# Indice

01 Mercato

02 Ecosistema

03 Regolamentazione

04 Tecnologia



# Mercato

CAPITOLO 1

## Rendimenti e capitalizzazione

La capitalizzazione complessiva del mercato cripto è cresciuta del 40% nel terzo trimestre del 2026, raggiungendo 2,96 mila miliardi di dollari e avvicinandosi nuovamente alla soglia dei 3 mila miliardi. Bitcoin, con 1,68 mila miliardi, rappresenta circa il 57% del totale; Ether si attesta a 328 miliardi. I due asset concentrano quindi circa due terzi della capitalizzazione del comparto. La ripresa ha coinvolto tutte le principali cripto-attività, con una dispersione significativa dei rendimenti.

Bitcoin ha chiuso il trimestre a 83.576 dollari, con un rialzo del 43%. Ether ha registrato una performance del 71%, raggiungendo 2.685 dollari, mentre Solana è salita del 60%, a 118 dollari. XRP e BNB hanno guadagnato rispettivamente il 43% e il 41%, chiudendo a 1,49 e 769 dollari; Tron ha registrato un incremento del 7%. Tra le prime dieci cripto-attività, Zcash ha conseguito il rendimento più elevato, pari al 260%. La lettura di questa performance richiede di considerare anche la correzione di giugno, successiva alla scoperta di una vulnerabilità nel protocollo.

La composizione delle maggiori capitalizzazioni riflette l'ampliamento delle attività rappresentate

sul mercato. Figure Heloc, token collegato a crediti ipotecari, si colloca al decimo posto con 24 miliardi di dollari, segnando l'ingresso stabile di un asset tradizionale tokenizzato tra le prime dieci cripto-attività. Nella stessa classifica figurano Tether e USDC, con una capitalizzazione congiunta di 258 miliardi di dollari.

Il recupero delle valutazioni si è accompagnato a una riduzione dell'attività di scambio. I volumi complessivi sono diminuiti del 7,6%, a 6.745 miliardi di dollari nel trimestre, pur mostrando una ripresa nelle ultime settimane di settembre. L'andamento è coerente con una maggiore incidenza degli acquisti spot rispetto alla rotazione speculativa e con una domanda orientata a orizzonti di investimento più lunghi.

TABELLA 1

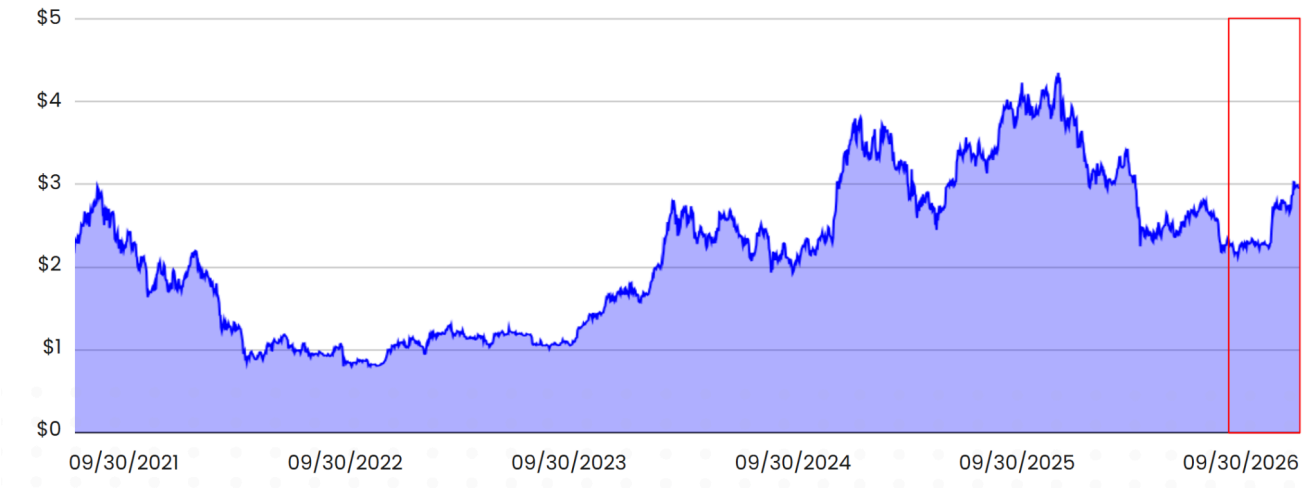
## PRINCIPALI CRIPTO-ATTIVITÀ PER CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO

| Asset | Price | Market cap | Share of market cap | QoQ price change |
|---|---|---|---|---|
| Bitcoin (BTC) | $83,576.13 | $1.68tn | 56.67% | 42.70% |
| Ethereum (ETH) | $2,684.71 | $327.78bn | 11.06% | 71.02% |
| Tether (USDT) | $0.9995 | $183.79bn | 6.20% | 0.08% |
| BNB (BNB) | $768.80 | $102.37bn | 3.46% | 40.84% |
| XRP (XRP) | $1.49 | $93.98bn | 3.17% | 43.49% |
| USDC (USDC) | $0.9998 | $73.99bn | 2.50% | 0.04% |
| Solana (SOL) | $118.04 | $69.41bn | 2.34% | 60.46% |
| TRON (TRX) | $0.3374 | $32.05bn | 1.08% | 7.10% |
| Zcash (ZEC) | $1,438.21 | $24.39bn | 0.82% | 260.17% |
| Figure Heloc (FIGR_HELOC) | $1.03 | $23.99bn | 0.81% | 1.22% |

FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO

GRAFICO 1

## CAPITALIZZAZIONE COMPLESSIVA DEL MERCATO CRIPTO (MILA MILIARDI DI DOLLARI)




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO

## Andamento di Bitcoin

Il rialzo del 43% registrato da Bitcoin nel terzo trimestre rappresenta la migliore performance trimestrale dal quarto trimestre del 2024 e interrompe la sequenza negativa successiva ai massimi di ottobre 2025. Nei tre trimestri precedenti, Bitcoin aveva perso rispettivamente il 23%, il 24% e il 14%. Il recupero non ha tuttavia compensato integralmente le perdite accumulate: il rendimento resta negativo del 26,7% su base annua e del 4,6% da inizio anno.

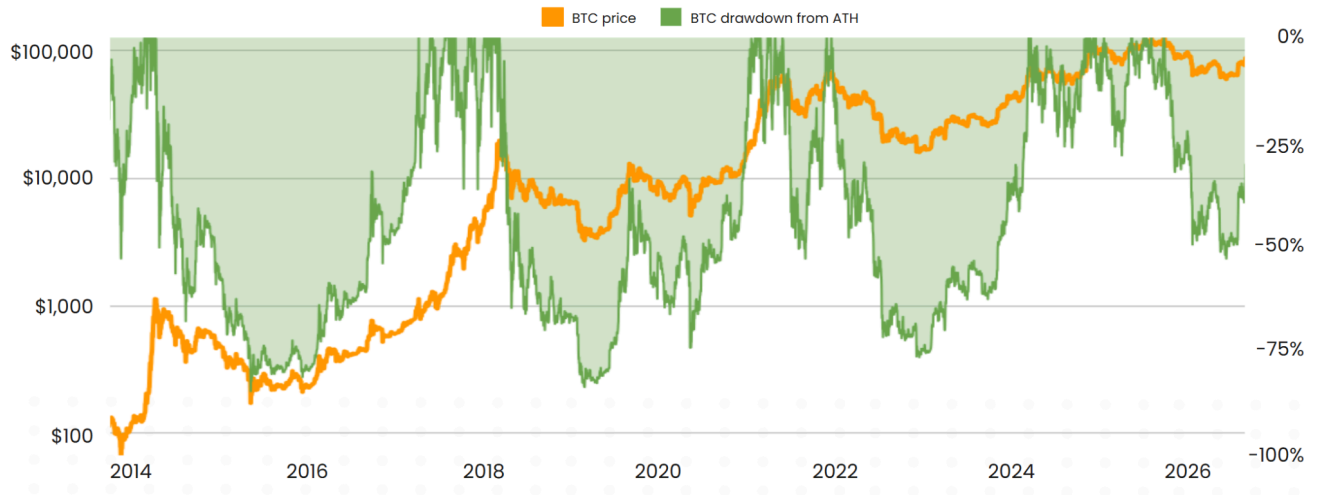
Il recupero ha ridotto il drawdown dal massimo storico, passato dal 53% di giugno a circa il 33% a fine settembre. Il minimo di giugno, pari a 58.205 dollari, si confronta con un massimo di 124.774 dollari; per recuperare tale livello sarebbe necessario un ulteriore rialzo del 49%. La flessione massima di questa fase rimane comunque inferiore a quelle delle principali correzioni precedenti, pari al 93% nel 2011, all'83% sia nel 2013/14 sia nel 2017/18 e al 77% nel 2021/22.

Per gli investitori con valuta di riferimento in euro, l'indebolimento della moneta unica rispetto al dollaro ha attenuato le perdite. Il rendimento di Bitcoin in euro si attesta al −24,3% su base annua e al −1,3% da inizio anno, rispetto al −26,7% e al −4,6% in dollari. Il cambio ha quindi fornito un contributo positivo di circa 2,4 punti percentuali su base annua e di 3,3 punti da inizio anno, evidenziando il peso della componente valutaria sui rendimenti di un portafoglio denominato in euro.

Alla ripresa delle quotazioni si è accompagnato un miglioramento del sentiment. Il Fear & Greed Index, che misura il sentiment degli investitori su Bitcoin su una scala da 0 a 100, è passato dalla fascia di paura estrema di inizio luglio a un valore prossimo a 75 a fine settembre, corrispondente alla fascia di avidità.

GRAFICO 2

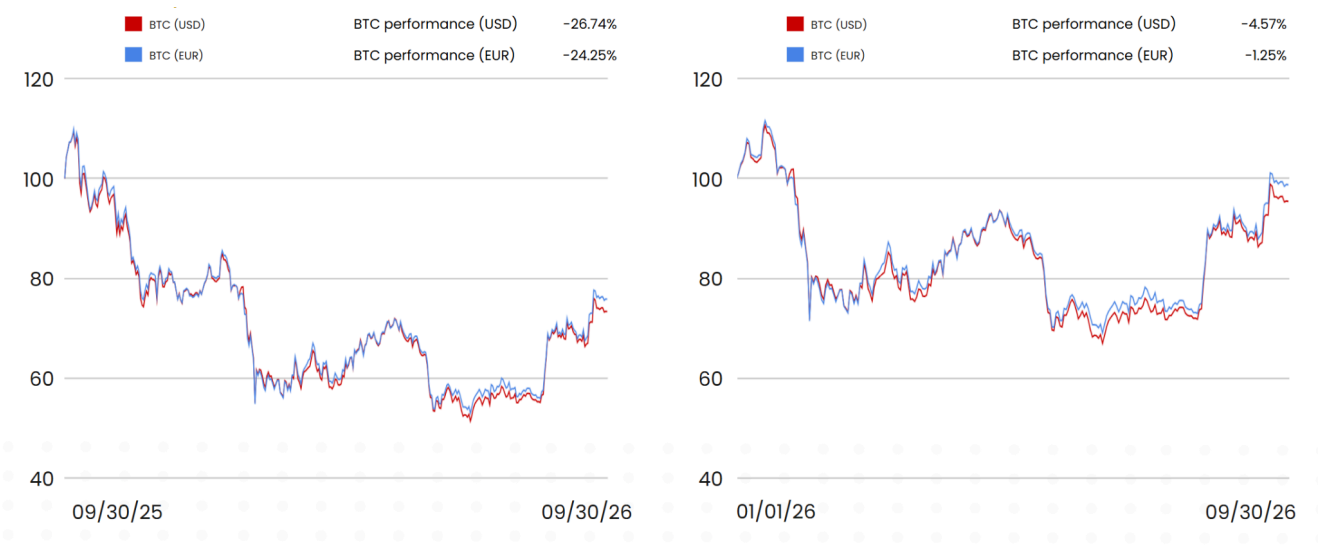
DRAWDOWN DI BITCOIN




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO

GRAFICO 3

RENDIMENTO DI BITCOIN IN DOLLARI E IN EURO




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO

## Volatilità e correlazioni

La volatilità di Bitcoin, calcolata su una finestra mobile di due anni, si è stabilizzata intorno al 42%, rispetto a circa l'80% nel 2021. Il livello resta il più contenuto tra le principali cripto-attività, a fronte del 68% di Ether, del 73% di Solana, dell'88% di XRP e del 93% di Dogecoin. La ripresa dei prezzi non ha interrotto la tendenza alla riduzione della volatilità osservata negli ultimi cinque anni.

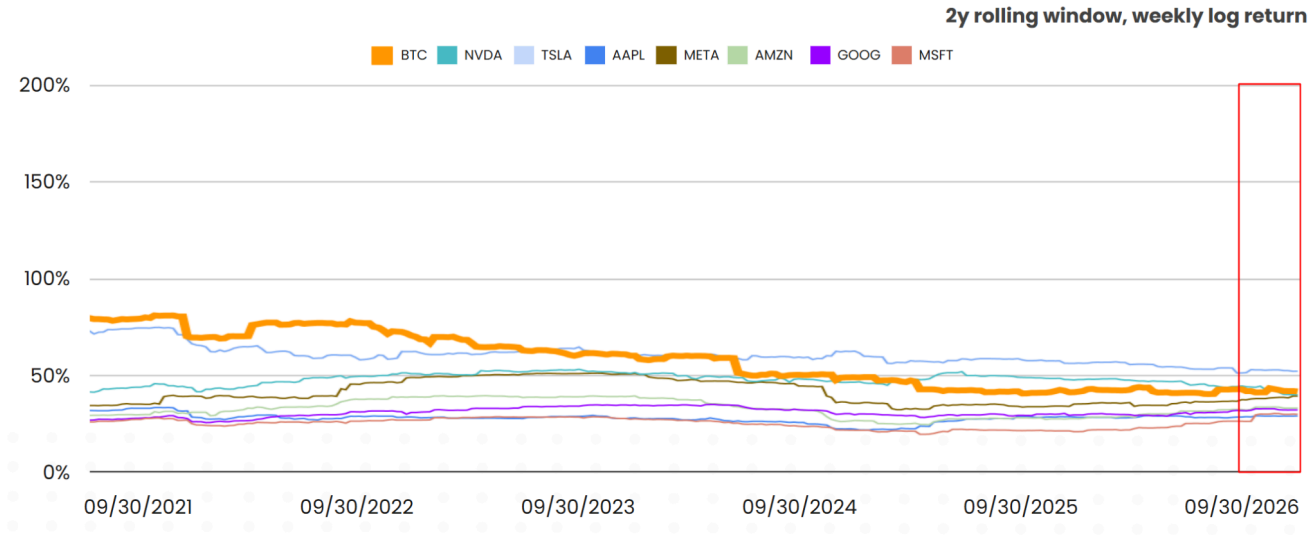
Nel confronto con gli asset tradizionali, la volatilità di Bitcoin risulta comparabile a quella di Nvidia e inferiore a quella di Tesla, che si attesta intorno al 52%. Nel trimestre si è collocata anche al di sotto del petrolio, la cui volatilità è aumentata fino a circa il 47%. Il divario rispetto a oro, Nasdaq e S&P 500 resta significativo, con volatilità comprese tra il 15% e il 21%.

Le correlazioni all'interno del comparto cripto rimangono elevate. I coefficienti di Bitcoin con Ether, XRP, Solana e Dogecoin si collocano tra il 75% e l'80%, con un lieve aumento nell'ultimo anno. Questi livelli limitano il beneficio di diversificazione ottenibile combinando le principali cripto-attività; nelle fasi di stress, il margine di diversificazione tende a ridursi ulteriormente.

Le correlazioni con gli asset tradizionali risultano più contenute. Per S&P 500, Nasdaq e VWCE, rappresentativo del mercato azionario globale, i coefficienti si attestano tra il 20% e il 27%. La correlazione con l'oro è prossima allo zero, mentre quella con i Treasury statunitensi decennali è lievemente negativa. Anche per i Magnificent 7 i valori restano tra zero e il 30%, con Microsoft e Tesla nella parte superiore dell'intervallo. Nel periodo osservato, il contributo potenziale di Bitcoin alla diversificazione risulta quindi più rilevante in un portafoglio di asset tradizionali che in uno composto esclusivamente da cripto-attività.

GRAFICO 4

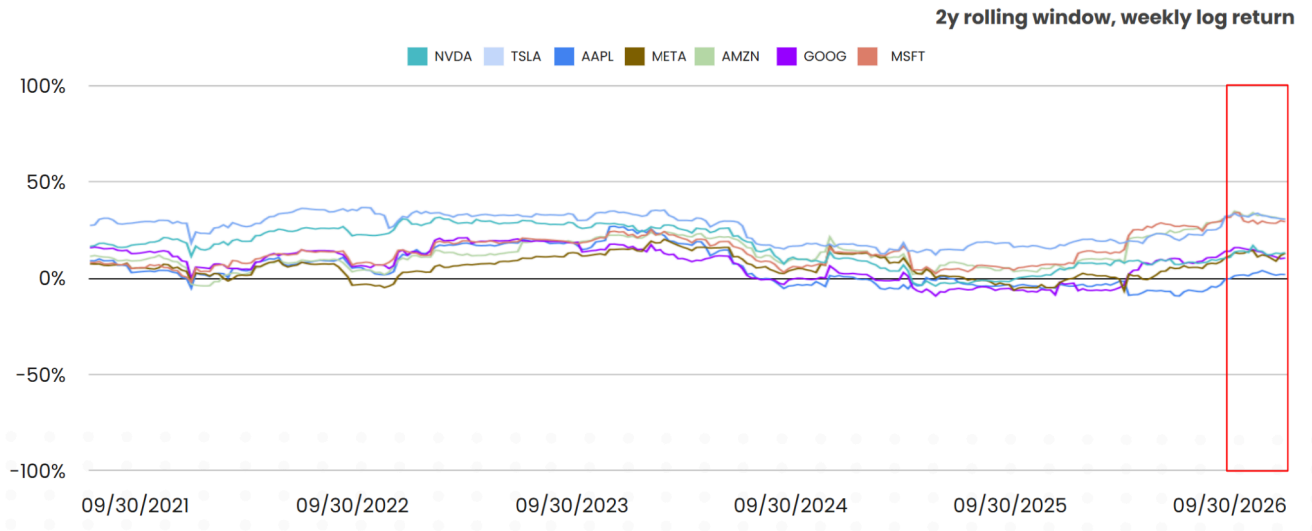
VOLATILITÀ DI BITCOIN E DEI MAGNIFICENT 7




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO, YAHOO FINANCE

GRAFICO 5

CORRELAZIONE DI BITCOIN CON I MAGNIFICENT 7




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO, YAHOO FINANCE

## Rendimento corretto per il rischio e confronto con l'oro

Il recupero dei prezzi ha riportato in territorio positivo gli indicatori di rendimento corretto per il rischio di Bitcoin, scesi sotto lo zero nel secondo trimestre. Su una finestra di due anni, lo Sharpe ratio si attesta intorno a 0,25, il Sortino ratio a 0,7 e il Calmar ratio a 0,35. Il miglioramento lascia tuttavia un divario significativo rispetto a S&P 500 e oro, i cui Sharpe ratio sono pari rispettivamente a circa 0,8 e 0,9.

Il confronto riflette anche le diverse dinamiche dei tre asset nella finestra di analisi. Gli indicatori di Bitcoin includono l'intera correzione successiva ai massimi di ottobre 2025, mentre quelli dell'oro sono in calo rispetto ai livelli

eccezionali di inizio 2026, quando il Calmar ratio aveva superato 8. Da inizio anno, l'S&P 500 è l'unico dei tre asset con un rendimento positivo, pari a circa il 12%; oro e Bitcoin restano lievemente negativi.

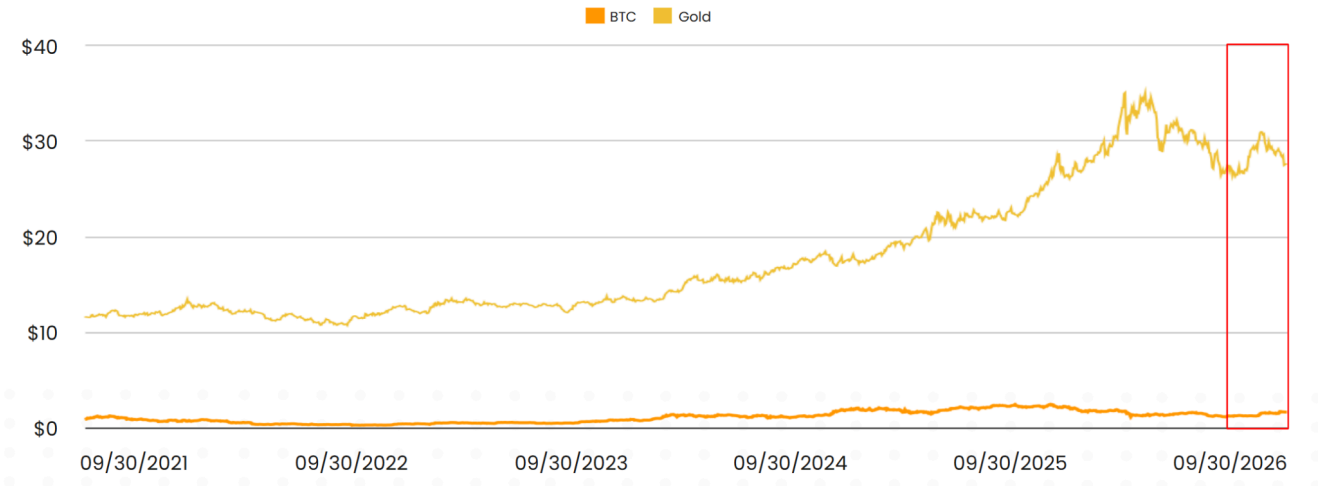
La sottoperformance di Bitcoin emerge anche nel confronto con i principali titoli tecnologici statunitensi. Il rialzo del 43% nel terzo trimestre ha compensato solo in parte le perdite precedenti, lasciando il rendimento da inizio anno al −4,6%. Nel confronto sul 2026, Bitcoin supera soltanto Tesla, mentre Apple, Nvidia, Amazon, Meta, Alphabet e Microsoft registrano rendimenti positivi. La ripresa trimestrale si inserisce quindi in un quadro di persistente sottoperformance rispetto alla maggior parte dei titoli considerati.

Il rialzo di Bitcoin e la correzione dell'oro dai massimi hanno inoltre ridotto il rapporto tra le rispettive capitalizzazioni. A fine settembre, la capitalizzazione dell'oro era pari a circa 16 volte quella di Bitcoin, rispetto alle 25 volte di fine giugno. Il rapporto offre un riferimento quantitativo per valutare la tesi di Bitcoin come riserva di valore. Il divario, ancora ampio, consente di contestualizzare scenari di maggiore adozione in questa funzione, senza costituire di per sé una previsione di rivalutazione.

La relazione con la politica monetaria appare meno univoca rispetto al 2022, quando la stretta della Federal Reserve aveva contribuito alla correzione di Bitcoin. Dal 2023, il prezzo ha recuperato e superato i precedenti massimi nonostante il mantenimento dei tassi su livelli elevati. Le condizioni di liquidità restano quindi rilevanti per l'andamento del mercato, ma non spiegano da sole la dinamica dei prezzi.

GRAFICO 6

CAPITALIZZAZIONE DI BITCOIN E DELL'ORO (MILA MILIARDI DI DOLLARI)




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO, YAHOO FINANCE

## Stablecoin e DeFi

La capitalizzazione delle stablecoin è rimasta sostanzialmente stabile, aumentando dello 0,6% a 301,5 miliardi di dollari. Dopo l'espansione del 2024 e del 2025, il segmento si è mantenuto intorno ai 300 miliardi per circa un anno e rappresenta circa il 10% del mercato cripto. L'offerta resta fortemente concentrata, con Tether al 61% e USDC al 25%, per una quota congiunta superiore all'85%.

Nessuna delle prime dieci stablecoin è denominata in euro. La centralità del dollaro in questo segmento contribuisce a spiegare l'interesse delle banche europee per iniziative

come Qivalis e la rilevanza del confronto sui requisiti di riserva, approfondito nel capitolo sulla regolamentazione.

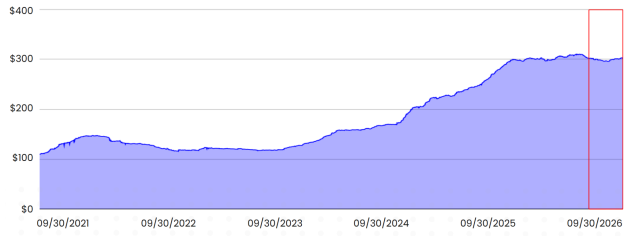
I volumi di scambio delle stablecoin sono diminuiti del 36,8%, a 5.836 miliardi di dollari, dopo il picco di fine giugno. La flessione si è verificata in presenza di un'offerta in circolazione pressoché invariata ed è coerente con una normalizzazione dell'attività di scambio. Il dato sui volumi va quindi distinto dall'andamento della consistenza delle stablecoin emesse.

La DeFi ha registrato la crescita più sostenuta del trimestre. La capitalizzazione dei token DeFi è aumentata del 62%, raggiungendo 78,4 miliardi di dollari, il valore più elevato degli ultimi cinque anni e superiore ai massimi del 2021 e del 2025. Hyperliquid guida il segmento con 20,2 miliardi, circa un quarto del totale; segue Chainlink, la cui capitalizzazione è raddoppiata a 10,7 miliardi. I volumi dei token DeFi sono cresciuti del 40%, mentre quelli degli exchange decentralizzati sono aumentati del 20%, a 765 miliardi di dollari.

Il valore delle attività depositate nei protocolli DeFi, misurato dal Total Value Locked, è salito del 39%, a 94,8 miliardi di dollari. La presenza rilevante di depositi denominati in Ether, il cui prezzo è cresciuto del 71%, suggerisce che una parte significativa dell'incremento rifletta la rivalutazione delle attività depositate, senza un aumento comparabile dei depositi netti. Staking e prestiti restano predominanti. Lido, con 26,4 miliardi, e Aave, con 18,1 miliardi, rappresentano insieme il 47% del valore complessivo depositato.

GRAFICO 7

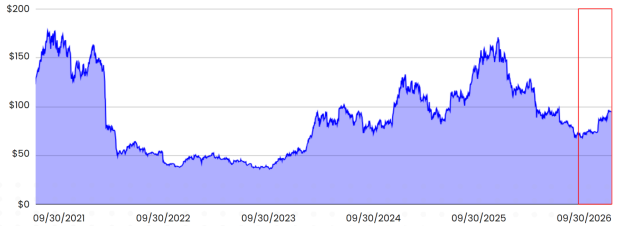
CAPITALIZZAZIONE DELLE STABLECOIN (MILIARDI DI DOLLARI)




FONTE:DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO

GRAFICO 7.1

VALORE DEPOSITATO NEI PROTOCOLLI DEFI (MILIARDI DI DOLLARI)




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, DEFILLAMA

## Asset tradizionali tokenizzati

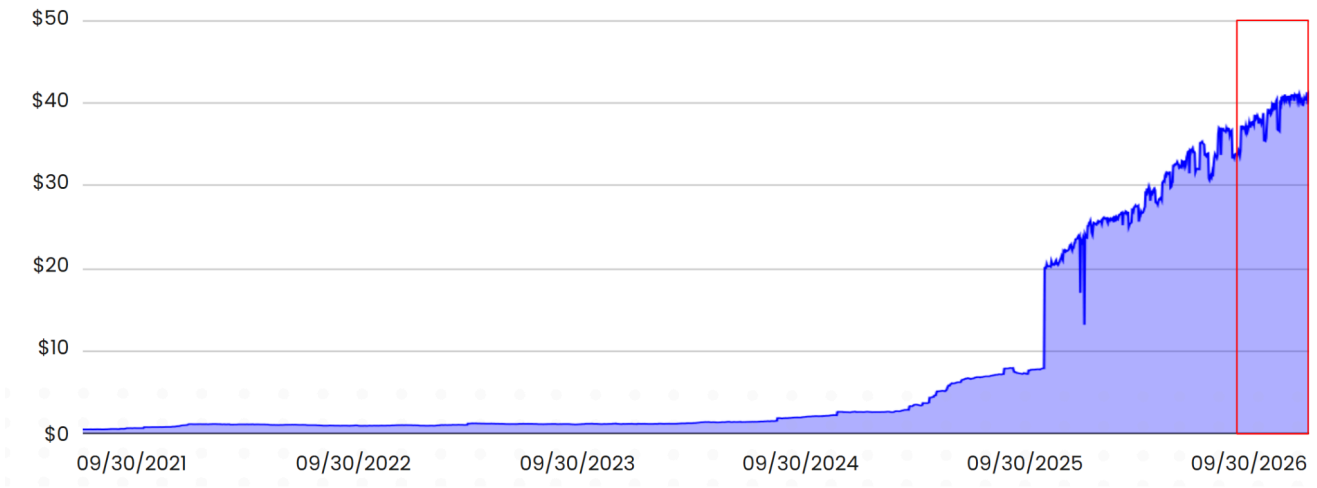
La capitalizzazione degli asset tradizionali tokenizzati è cresciuta del 13%, raggiungendo 41,6 miliardi di dollari, un livello vicino ai massimi storici. Il segmento resta fortemente concentrato in Figure Heloc, che rappresenta il 58% del totale; escludendo questo strumento, la capitalizzazione si attesta a circa 17,6 miliardi. Tra i primi dieci strumenti prevalgono fondi monetari e fondi in titoli di Stato, con un valore complessivo di circa 8,7 miliardi, seguiti dall'oro tokenizzato, che totalizza circa 5,7 miliardi tra Tether Gold, PAX Gold e Kinesis Gold. Spiko EU T-Bills è tra i pochi strumenti della classifica denominati in euro.

All'espansione del segmento si accompagna un'attività sul mercato secondario ancora contenuta rispetto alla capitalizzazione. I volumi di scambio sono aumentati del 16%, raggiungendo 61 miliardi di dollari nel trimestre, pari a circa 1,5 volte la capitalizzazione. Per le stablecoin, il rapporto tra volumi e offerta in circolazione è stato invece prossimo a 19 volte. Il confronto evidenzia una minore rotazione degli asset tokenizzati rispetto alle stablecoin, senza

fornire una misura diretta della liquidità o della profondità del mercato secondario.

GRAFICO 8

CAPITALIZZAZIONE DEGLI ASSET TOKENIZZATI (MILIARDI DI DOLLARI)




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, COINGECKO
Il salto della serie a fine 2025 riflette l'inclusione di Figure Heloc nei dati CoinGecko e non un incremento del mercato a perimetro costante.

## Derivati e leva

Il rialzo del 43% di Bitcoin nel trimestre si è accompagnato a un tasso di finanziamento medio dei contratti perpetui pari al 6,55% annualizzato, inferiore al livello di riferimento di circa l'11% rappresentato dal tasso base di Binance. Il confronto con l'inizio del 2024, quando lo stesso indicatore aveva superato il 40%, suggerisce una pressione delle posizioni rialziste a leva più contenuta rispetto alle precedenti fasi di rialzo.

I volumi dei futures su Bitcoin ed Ether sono diminuiti per il terzo trimestre consecutivo, attestandosi rispettivamente a circa 2,8 e 2,3 mila miliardi di dollari. I futures restano predominanti nell'attività sui derivati, con volumi oltre dieci volte quelli delle opzioni, confermando la centralità dei contratti utilizzati per assumere esposizioni direzionali.

In questo contesto, il CME mantiene la leadership nei futures su Bitcoin, con circa 470 miliardi di dollari scambiati nel trimestre. La lieve crescita dei suoi volumi, a fronte della contrazione del mercato complessivo, ne rafforza il peso relativo e segnala una maggiore incidenza del canale regolamentato nell'attività sui derivati. Deribit resta invece la principale piattaforma per le opzioni, con volumi su Bitcoin pari a circa 165 miliardi di dollari, sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente.

Nelle negoziazioni tra valute tradizionali e cripto-attività, il dollaro conserva un ruolo dominante. Escludendo le coppie con stablecoin, gli scambi in dollari rappresentano circa l'88% dei volumi complessivi delle coppie in dollari ed euro. La quota è sostanzialmente stabile dal 2021.

Nel complesso, la combinazione di afflussi agli ETF spot e tassi di finanziamento contenuti suggerisce una ripresa sostenuta dalla domanda attraverso strumenti regolamentati, con costi relativamente moderati di mantenimento delle posizioni lunghe nei contratti perpetui. Il mercato resta sensibile ai flussi ed esposto al rischio di correzione. Per valutare il ruolo delle liquidazioni nell'amplificazione dei movimenti di prezzo occorre considerare anche la consistenza delle

posizioni aperte, i livelli di leva e i margini disponibili.

## ETF e domanda istituzionale

Gli ETF spot su Bitcoin ed Ether quotati negli Stati Uniti hanno raccolto afflussi netti per 9,3 miliardi di dollari nel terzo trimestre, di cui 6,3 miliardi sui prodotti su Bitcoin e 3,0 miliardi su quelli su Ether. La raccolta segna un'inversione rispetto al secondo trimestre, quando i soli ETF su Bitcoin avevano registrato deflussi per circa 5 miliardi, con il picco mensile a giugno. Gli afflussi cumulativi dal lancio degli ETF su Bitcoin sono così risaliti a circa 58 miliardi, ancora inferiori al massimo di circa 63 miliardi raggiunto a fine 2025.

Le detenzioni degli ETF sono aumentate di circa 80.000 BTC rispetto a fine giugno, raggiungendo 1.487.459 BTC. La quota sull'offerta massima di 21 milioni di BTC è passata dal 6,70% al 7,08%, con un incremento di circa 0,38 punti percentuali. Gli ETF rappresentano un canale rilevante attraverso cui la domanda degli investitori si trasmette al mercato spot.

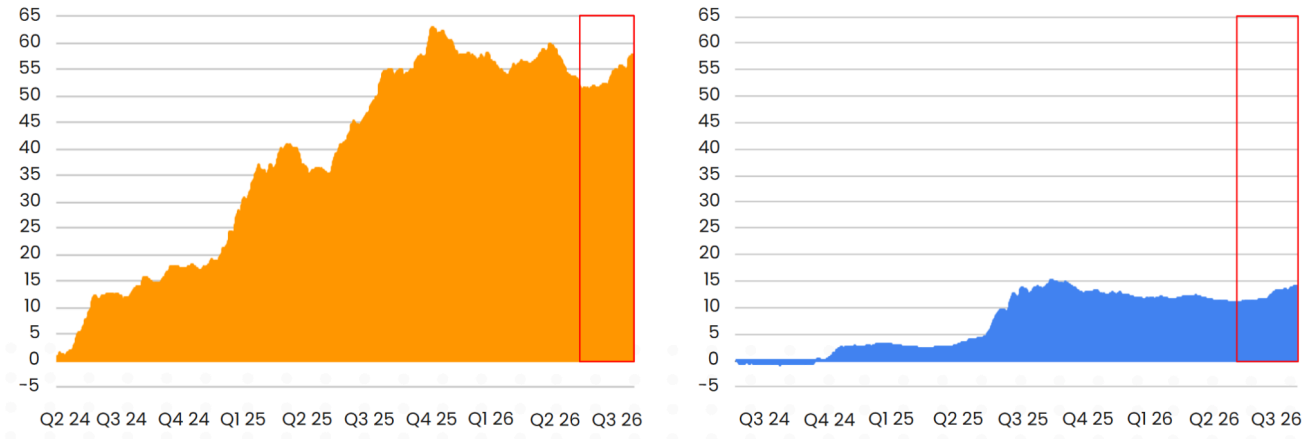
Le società quotate detengono 1.213.010 BTC, pari al 5,77% dell'offerta massima, con una forte concentrazione in Strategy. Al 27 settembre, la società possedeva 847.666 BTC, equivalenti a circa il 70% delle detenzioni complessive della categoria. Le quote attribuite a Stati, società non quotate e protocolli DeFi sono invece pari rispettivamente al 2,46%, al 2,10% e all'1,23% dell'offerta massima.

Le società di mining rappresentano l'unica categoria con detenzioni in diminuzione, scese da 106.849 BTC a fine giugno a 103.479 BTC a fine settembre. La contrazione è coerente con la pressione sui margini operativi analizzata nel capitolo sulla tecnologia.

Nel complesso, ETF, società quotate, società non quotate e Stati detengono quasi 3,7 milioni di BTC, pari a circa il 17,4% dell'offerta massima. La maggiore quota detenuta da investitori istituzionali, associati a orizzonti di investimento più lunghi, potrebbe aver contribuito alla riduzione della volatilità osservata negli ultimi anni.

GRAFICO 9

FLUSSI CUMULATIVI DEGLI ETF SU BITCOIN E SU ETHER (MILIARDI DI DOLLARI)




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, FARSIDE INVESTORS

TABELLA 2

## BITCOIN DETENUTI PER CATEGORIA

| Category | # of BTC | Value as of 09/30/26 | % of 21m |
|---|---|---|---|
| ETFs | 1,487,459 | $128.42bn | 7.08% |
| Public Companies | 1,213,010 | $104.72bn | 5.77% |
| Countries | 518,526 | $44.77bn | 2.46% |
| Private Companies | 441,792 | $38.14bn | 2.10% |
| DeFi | 267,236 | $23.07bn | 1.23% |
| BTC Mining Companies | 103,479 | $8.93bn | 0.49% |

FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, BITBO



# Ecosistema

CAPITOLO 2

Infrastrutture istituzionali e solidità delle controparti

## Infrastrutture istituzionali e piattaforme di negoziazione

Nel terzo trimestre, l'integrazione tra finanza tradizionale e mercato cripto si è rafforzata attraverso lo sviluppo di servizi di custodia, negoziazione e regolamento. Il 16 settembre Deutsche Bank ha annunciato un servizio di custodia di cripto-attività per clienti istituzionali e imprese europee. L'attivazione per i primi clienti è prevista entro fine 2026, subordinatamente al completamento dell'iter autorizzativo. L'offerta iniziale comprenderà Bitcoin, Ether e alcune stablecoin, tra cui USDC, EURC ed EURAU. La banca prevede la gestione diretta di wallet e chiavi private e la possibilità di effettuare trasferimenti verso terzi, mentre l'inclusione degli strumenti finanziari tokenizzati è prevista in una fase successiva.

Sul versante delle azioni tokenizzate, il 10 settembre Nasdaq ha concordato un investimento di 100 milioni di dollari in Payward, la società che controlla Kraken, rafforzando la collaborazione tra i due operatori. Il progetto prevede il collegamento dei Nasdaq Equity Token all'ecosistema xStocks di Payward, con l'obiettivo di preservare i diritti degli azionisti nel passaggio

tra mercati tradizionali e blockchain. Il lancio è previsto nel secondo trimestre del 2027. Payward adotterà inoltre la tecnologia di sorveglianza dei mercati di Nasdaq, a supporto dei controlli sulle negoziazioni e dell'interazione con le autorità di vigilanza.

L'integrazione procede anche attraverso l'ingresso delle piattaforme cripto nei mercati finanziari tradizionali. Dal 18 agosto Kraken offre ai clienti idonei dello Spazio economico europeo la negoziazione di oltre 7.000 azioni quotate negli Stati Uniti, nell'ambito della propria autorizzazione MiFID II. I clienti possono scegliere tra azioni tradizionali e xStocks, token garantiti dai titoli sottostanti e trasferibili su wallet in autocustodia. L'iniziativa conferma l'evoluzione degli exchange verso piattaforme regolamentate con un'offerta estesa a più classi di attività.

## Tesorerie societarie

Strategy ha ripreso gli acquisti di Bitcoin a fine agosto, dopo una pausa di circa dieci settimane seguita alla prima vendita netta dal 2022. L'operazione, finanziata attraverso l'emissione di azioni ordinarie, ha riguardato 4.603 BTC per 369,7 milioni di dollari, a un prezzo medio di circa 80.300 dollari. I successivi acquisti di settembre hanno portato le detenzioni a 847.666 BTC al 27 settembre, pari a circa il 70% dei Bitcoin detenuti dalle società quotate e a oltre il 4% dell'offerta massima. La strategia di accumulo resta strettamente legata all'accesso al mercato dei capitali. Le condizioni delle emissioni e gli impegni finanziari, inclusi i dividendi sulle azioni privilegiate, concorrono a determinare la capacità della società di finanziare nuovi acquisti e il ritmo con cui può effettuarli.

## Solidità delle controparti

Il 23 settembre BitMEX ha cessato le attività, come annunciato a luglio. La piattaforma ha sospeso la negoziazione, i depositi e l'apertura di nuove posizioni, consentendo ai clienti di prelevare i saldi residui. Fondata nel 2014, BitMEX aveva contribuito allo sviluppo dei derivati cripto introducendo il contratto perpetuo, successivamente adottato nel settore. Il consiglio di amministrazione ha attribuito la decisione a una revisione strategica dell'attività e del mercato. Per gli intermediari, il caso evidenzia l'importanza di considerare, nella valutazione delle controparti, anche le procedure di cessazione dei servizi, trasferimento e restituzione delle attività.

A settembre, Revolut ha comunicato una violazione dei dati di circa 680 clienti, tra cui detentori di cripto-attività. Gli attaccanti hanno ottenuto le informazioni attraverso richieste fraudolente presentate come provenienti da un'agenzia governativa. I dati esposti includono documenti di identità, indirizzi di residenza, informazioni sui conti e storici delle transazioni in cripto-attività. Revolut ha dichiarato che i propri sistemi e i fondi dei clienti non sono stati compromessi e ha informato gli interessati e le autorità. La possibilità di associare patrimonio, identità e indirizzo di residenza aumenta il rischio di frodi mirate e, nei casi più gravi, di minacce alla sicurezza personale. L'episodio sottolinea quindi la rilevanza della verifica dell'autenticità delle richieste attribuite alle autorità come presidio di protezione dei dati.



# Regolamentazione

CAPITOLO 3

Applicazione e revisione del MiCAR

## Autorizzazioni e vigilanza MiCAR

A fine settembre, tre mesi dopo la conclusione del periodo transitorio, il registro ESMA conta 360 prestatori di servizi in cripto-attività autorizzati ai sensi del MiCAR. Le autorizzazioni sono state rilasciate da 27 Paesi, rispetto ai 25 di fine giugno. In Italia non sono state rilasciate nuove autorizzazioni nel terzo trimestre: il totale resta pari a nove, collocando il Paese al tredicesimo posto per numero di operatori autorizzati.

Sul mercato italiano, l'offerta transfrontaliera supera ampiamente quella domestica. A fine settembre, gli operatori autorizzati in altri Paesi che hanno notificato l'intenzione di prestare servizi in Italia sono 192, oltre venti volte il numero degli operatori autorizzati dalle autorità italiane. Il passaporto europeo amplia l'offerta accessibile alla clientela, mantenendo in capo alle autorità degli Stati membri di origine la vigilanza diretta su una parte rilevante degli operatori abilitati a operare in Italia.

All'ampliamento del mercato autorizzato si affianca l'applicazione della vigilanza alle pratiche di offerta e commercializzazione. Il 14

agosto, la Financial Market Authority (FMA), l'autorità austriaca di vigilanza sui mercati finanziari, ha pubblicato una sanzione definitiva di 70.000 euro nei confronti di Bitpanda per violazioni del MiCAR. Si tratta della prima sanzione ai sensi del Regolamento pubblicata dall'autorità austriaca e giuridicamente vincolante. Le violazioni riguardano la mancata trasmissione di un white paper almeno 20 giorni lavorativi prima della pubblicazione, la diffusione di comunicazioni di marketing prima che il documento fosse disponibile e l'assenza di informazioni obbligatorie e recapiti. Per gli intermediari, il caso evidenzia l'importanza di coordinare le notifiche alle autorità, la pubblicazione della documentazione e le comunicazioni alla clientela.

## Stablecoin e regolamento degli asset tokenizzati

A settembre, il Sistema europeo di banche centrali ha proposto una revisione dei requisiti di riserva delle stablecoin nell'ambito della consultazione avviata dalla Commissione europea sul MiCAR. La proposta eliminerebbe l'obbligo di mantenere in depositi bancari almeno il 30% delle riserve, elevato al 60% per i token significativi, sostituendolo con quote minime di attività in scadenza entro uno e cinque giorni lavorativi. Secondo le banche centrali, la concentrazione dei depositi degli emittenti può trasmettere tensioni di liquidità al sistema bancario, mentre altre attività di riserva possono consentire di soddisfare le richieste di rimborso. Le raccomandazioni richiedono ulteriori valutazioni e una modifica legislativa; i requisiti attuali restano pertanto in vigore. Un'eventuale revisione inciderebbe sul modello economico degli emittenti di stablecoin in euro e sulla raccolta bancaria alimentata dalle loro riserve.

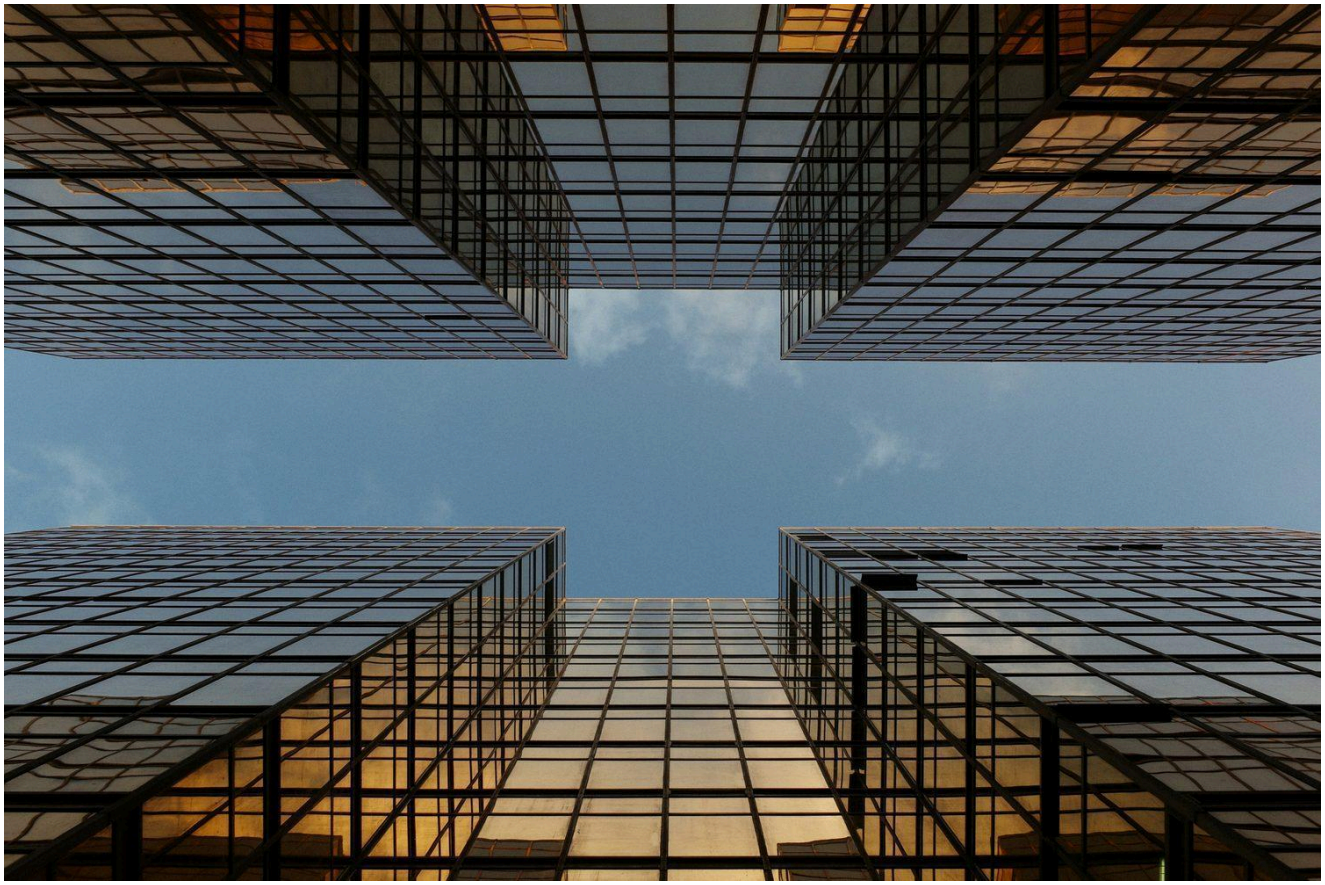
Accanto al confronto sulle riserve delle stablecoin, prosegue lo sviluppo delle infrastrutture di regolamento per la finanza tokenizzata. Il 21 settembre l'Eurosistema ha avviato Pontes, il servizio che consente di regolare le transazioni all'ingrosso in asset tokenizzati in moneta di banca centrale, collegando le piattaforme a registro distribuito degli operatori ai servizi TARGET. Un primo gruppo di banche e infrastrutture di mercato ha completato l'adesione, mentre altri partecipanti entreranno progressivamente nei prossimi mesi. Sono previste nuove funzionalità e un'estensione degli orari operativi, con piena implementazione attesa entro il 2028. Sviluppato sulla base delle sperimentazioni dell'Eurosistema del 2024, Pontes risponde a un'esigenza centrale della tokenizzazione istituzionale, mettendo a disposizione un'attività di regolamento priva di rischio di credito.

## Fiscalità italiana e quadro statunitense

Il 24 settembre, durante gli Stati Generali dell'Intergruppo parlamentare Asset digitali, blockchain e Bitcoin alla Camera dei Deputati, è stato affrontato il tema della riequiparazione del trattamento fiscale delle cripto-attività a quello degli altri investimenti finanziari. Le linee di intervento illustrate dal gruppo di lavoro sulla fiscalità includono il ritorno all'aliquota del 26% dal 1° gennaio 2027, rispetto al 33% applicato dal 2026. Comprendono inoltre la deducibilità degli oneri inerenti alle plusvalenze e la compensazione delle minusvalenze cripto con le plusvalenze su altri strumenti finanziari, e viceversa. Si tratta di indirizzi di lavoro, il cui eventuale recepimento richiederebbe un intervento legislativo.

Negli Stati Uniti, l'iter del CLARITY Act ha subito una battuta d'arresto il 15 settembre, quando il Senato non ha approvato la mozione procedurale necessaria per proseguire l'esame. Con 49 voti

favorevoli e 50 contrari, la mozione non ha raggiunto la soglia richiesta di 60 voti. Il dibattito si è concentrato sui potenziali conflitti di interesse legati alle attività cripto del Presidente Trump e sui rendimenti riconosciuti ai detentori di stablecoin, che secondo le associazioni bancarie potrebbero favorire deflussi di depositi. Il disegno di legge chiarirebbe la ripartizione delle competenze tra SEC e CFTC sui mercati degli asset digitali. In assenza della riforma, le due agenzie continuano a operare sulla base dei poteri esistenti. Mentre in Europa il MiCAR è entrato nella fase applicativa e di revisione, negli Stati Uniti resta aperta la definizione di un quadro organico sulla struttura del mercato.



# Tecnologia

CAPITOLO 4

## Sicurezza e rischio operativo

### Vulnerabilità nei processi e nei sistemi di controllo

Gli incidenti del terzo trimestre hanno evidenziato vulnerabilità nei processi autorizzativi e nei sistemi di validazione delle transazioni. Il 24 settembre Bitget ha subito trasferimenti non autorizzati per circa 388 milioni di dollari dai propri wallet hot e warm. Secondo la ricostruzione della società, gli attaccanti hanno sfruttato una vulnerabilità in un software di terze parti per falsificare istruzioni di prelievo, senza compromettere le chiavi private né coinvolgere i cold wallet. I prelievi, inizialmente sospesi, sono stati riattivati gradualmente dal 28 settembre.

Bitget ha annunciato la copertura delle perdite attraverso il fondo di protezione, il cui valore prima dell'utilizzo era pari a 464 milioni di dollari. L'importo sottratto equivale a circa l'84% di tale consistenza. Il 30 settembre la società ha comunicato di aver reintegrato il fondo, riportandolo sopra i 300 milioni di dollari.

Il 6 settembre, una vulnerabilità nel software di validazione di Liquid, la sidechain di Bitcoin sviluppata da Blockstream, ha consentito la creazione di circa 4.000 L-BTC privi di copertura

e il loro riscatto contro Bitcoin effettivi, per circa 320 milioni di dollari. Il sistema ha riconosciuto come validi token contraffatti, consentendo prelievi dalle riserve senza compromissione delle chiavi private. Blockstream ha coordinato l'arresto della rete e corretto la vulnerabilità. Il giorno successivo gli attaccanti hanno restituito 3.400 BTC; nell'aggiornamento del 23 settembre, la società ha indicato circa 602 BTC ancora non recuperati, equivalenti a oltre 50 milioni di dollari ai prezzi di fine trimestre. Il protocollo Bitcoin non è stato coinvolto.

Nel caso di Coldcard, la vulnerabilità ha invece interessato la generazione delle chiavi. A luglio Coinkite ha reso nota una falla nel firmware che riduceva la casualità dei seed utilizzati per creare i wallet. Gli attaccanti hanno ricostruito le chiavi private associate ai seed vulnerabili e sottratto Bitcoin senza accesso fisico ai dispositivi, anche quando conservati offline. L'aggiornamento del firmware corregge il processo di generazione dei nuovi seed, ma non mette in sicurezza quelli creati con la versione vulnerabile, che devono essere sostituiti trasferendo i fondi su nuovi wallet.

Il 28 luglio Zcash ha attivato Ironwood, un nuovo pool schermato introdotto in risposta alla vulnerabilità di Orchard scoperta a maggio. Orchard non accetta più nuovi depositi e limita i prelievi agli importi depositati in modo verificabile. Ironwood integra verifica formale e revisione indipendente della sicurezza per tutelare l'integrità dell'offerta e la riservatezza delle transazioni. Gli sviluppatori non hanno rilevato prove di sfruttamento della vulnerabilità, ma riconoscono che l'analisi delle sole transazioni non permette di escludere eventuali contraffazioni pregresse. Gli utenti devono pertanto migrare i fondi da Orchard a Ironwood.

Nel complesso, i quattro episodi evidenziano la necessità di valutare la sicurezza dell'intera architettura di servizio. Per gli intermediari, l'analisi dei fornitori di custodia deve includere la generazione delle chiavi, i controlli autorizzativi, le dipendenze da software esterni e le procedure di risposta agli incidenti. La protezione delle chiavi resta un presidio essenziale, la cui efficacia dipende anche dall'affidabilità dei processi e delle logiche di validazione che ne governano l'utilizzo.

## La rete Bitcoin

### Offerta prossima al limite e finanziamento della sicurezza

Nel corso del 2026, l'offerta in circolazione ha superato i 20 milioni di BTC, pari a oltre il 95% del limite massimo di 21 milioni. Il restante milione sarà emesso nell'arco di circa 114 anni, a un ritmo progressivamente decrescente. Con un'emissione di 3,125 BTC per blocco, la rete genera circa 450 BTC al giorno e il tasso annuo di crescita dell'offerta è inferiore all'1%. Il prossimo halving, atteso nel 2028, dimezzerà ulteriormente il ritmo di emissione.

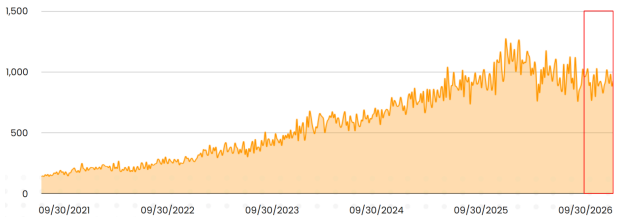
L'hash rate, che misura la potenza di calcolo impiegata nella sicurezza della rete, si è mantenuto tra 900 e 1.000 exahash al secondo nel trimestre. Pur inferiore al picco di circa 1.270 registrato tra fine 2025 e inizio 2026, il livello resta storicamente elevato. La correzione dei prezzi non si è quindi accompagnata a una riduzione della potenza di calcolo tale da segnalare un significativo indebolimento della sicurezza della rete.

La redditività del mining resta invece sotto pressione. L'hashprice, ossia il ricavo giornaliero per petahash al secondo di potenza di calcolo, si attesta intorno a 45 dollari. Il rialzo di Bitcoin ha favorito un lieve recupero, ma il livello rimane distante dai 400 dollari del 2021. La compressione dei ricavi per unità di potenza è coerente con la riduzione delle detenzioni delle società di mining, unica categoria istituzionale con detenzioni in diminuzione nel trimestre.

Le commissioni di transazione contribuiscono per meno dell'1% ai ricavi complessivi dei miner, rispetto a picchi superiori al 20% tra il 2023 e il 2024. Il finanziamento della sicurezza della rete dipende pertanto quasi interamente dall'emissione di nuovi BTC. Il dimezzamento dell'emissione per blocco, circa ogni quattro anni, rende rilevante nel lungo periodo la capacità delle commissioni o dell'apprezzamento di Bitcoin di compensare la progressiva riduzione dei BTC emessi. Questa dinamica rappresenta un fattore strutturale da monitorare, senza segnalare una criticità immediata.

GRAFICO 10

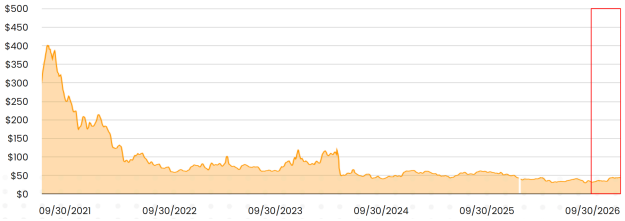
HASH RATE (EXAHASH AL SECONDO)




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, BLOCKCHAIN.COM

GRAFICO 10.1

HASHPRICE (DOLLARI PER PETAHASH AL SECONDO AL GIORNO)




FONTE: DIGITAL GOLD INSTITUTE, BLOCKCHAIN.COM

# Il trimestre in prospettiva

La ripresa del terzo trimestre ha interrotto tre trimestri consecutivi di correzione, con dinamiche diverse da quelle delle precedenti fasi speculative. I rialzi del 43% di Bitcoin e del 71% di Ether si sono accompagnati a una diminuzione dei volumi complessivi, a un'ulteriore contrazione degli scambi sui futures e a tassi di finanziamento medi inferiori al livello di riferimento. Gli afflussi netti di 9,3 miliardi di dollari agli ETF spot, dopo i deflussi record del secondo trimestre, segnalano il ritorno della domanda attraverso strumenti regolamentati.

Il quadro evidenzia il ruolo dei flussi attraverso strumenti regolamentati nella dinamica dei prezzi. La valutazione del rischio di liquidazioni forzate richiede anche informazioni sulle posizioni aperte, sui livelli di leva e sui margini disponibili. La maggiore incidenza degli strumenti regolamentati rende, al tempo stesso, rilevanti le decisioni di allocazione e disinvestimento degli investitori. Lo stesso canale che ha sostenuto il recupero aveva contribuito alla pressione sui prezzi attraverso i deflussi del secondo trimestre.

La valutazione del recupero richiede tuttavia un orizzonte più ampio. Bitcoin rimane circa un terzo al di sotto del massimo storico, con rendimenti negativi sia su base annua sia da inizio anno e una performance inferiore all'azionario statunitense e alla maggior parte dei principali titoli tecnologici. Gli indicatori di rendimento corretto per il rischio sono migliorati, ma restano inferiori a quelli dell'S&P 500 e dell'oro. La riduzione della volatilità e le correlazioni contenute con gli asset tradizionali ne sostengono invece il potenziale contributo alla diversificazione.

L'integrazione con la finanza tradizionale si estende anche alle infrastrutture di custodia, negoziazione e regolamento. Il servizio annunciato da Deutsche Bank, l'investimento concordato da Nasdaq in Payward e l'avvio di Pontes si inseriscono in un mercato degli asset tradizionali tokenizzati con una capitalizzazione superiore a 41 miliardi di dollari. La liquidità sul mercato secondario rimane però meno sviluppata rispetto a quella delle stablecoin e delle principali cripto-attività, limitando la profondità del mercato degli strumenti tokenizzati.

In Europa, la crescita del numero di operatori autorizzati procede insieme all'applicazione della vigilanza e al confronto sulla calibrazione del MiCAR. La sanzione pubblicata in Austria e il dibattito sui requisiti di riserva delle stablecoin evidenziano il ruolo della qualità della vigilanza e dell'efficacia delle regole. Il mercato italiano resta caratterizzato dalla prevalenza dell'offerta transfrontaliera su quella domestica, mentre prosegue il confronto sulla riequiparazione fiscale delle cripto-attività agli altri investimenti finanziari. Negli Stati Uniti, lo stallo del CLARITY Act prolunga l'incertezza sulla ripartizione delle competenze e sulla struttura normativa del mercato.

Gli incidenti a Bitget e Liquid, la vulnerabilità di Coldcard, la cessazione delle attività di BitMEX e la violazione dei dati di Revolut hanno evidenziato criticità nei processi, nei software e nelle organizzazioni che forniscono accesso al mercato, senza coinvolgere il protocollo Bitcoin. Per gli intermediari che sviluppano servizi in cripto-attività, la gestione del rischio deve quindi affiancare al monitoraggio delle esposizioni di mercato la selezione delle controparti e la verifica dell'affidabilità dei fornitori tecnologici.

# Glossario

**Asset tokenizzati.** Attività tradizionali, quali crediti, obbligazioni o oro, rappresentate da token su blockchain. Nel report, il segmento esclude le stablecoin.

**Calmar ratio.** Rapporto tra il rendimento annualizzato e il valore assoluto del massimo drawdown, calcolati sulla stessa finestra temporale.

**CASP.** Prestatore di servizi per le cripto-attività autorizzato ai sensi del Regolamento MiCAR.

**Commissioni sui ricavi dei miner.** Incidenza delle commissioni di transazione sui ricavi complessivi dei miner, comprensivi delle ricompense per blocco.

**Dominance di Bitcoin.** Quota della capitalizzazione complessiva del mercato cripto attribuibile a Bitcoin.

**Drawdown.** Riduzione del valore di un asset rispetto al massimo precedente, fino al successivo minimo.

**Effetto cambio.** Differenza tra il rendimento di Bitcoin espresso in euro e quello espresso in dollari, derivante dalla variazione del cambio euro/dollaro. Il report utilizza i tassi di riferimento della BCE.

**Exchange decentralizzato o DEX.** Piattaforma che consente la negoziazione direttamente dai wallet tramite smart contract. Nel report sono inclusi i soli volumi spot, con esclusione dei derivati.

**Fear & Greed Index.** Indicatore del sentiment degli investitori su Bitcoin, compreso tra 0, corrispondente a paura estrema, e 100, corrispondente ad avidità estrema.

**Flussi cumulativi.** Somma degli afflussi netti degli ETF dal lancio, calcolata come differenza tra sottoscrizioni e rimborsi.

**Hash rate.** Potenza di calcolo complessiva impiegata nella validazione delle transazioni e nella protezione della rete.

**Hashprice.** Ricavo giornaliero dei miner per petahash al secondo di potenza di calcolo, al lordo dei costi.

**Sharpe ratio.** Rapporto tra extrarendimento e volatilità complessiva, utilizzato per misurare il rendimento corretto per il rischio.

**Sortino ratio.** Rapporto tra il rendimento medio eccedente una soglia obiettivo e la downside deviation, che misura gli scostamenti dei rendimenti inferiori alla stessa soglia.

**Tasso di finanziamento.** Pagamento periodico tra posizioni lunghe e corte nei futures perpetui, espresso nel report su base annua. Valori positivi indicano pagamenti da parte dei detentori di posizioni lunghe a favore di quelli con posizioni corte.

**Token DeFi.** Token emessi da protocolli di finanza decentralizzata. Il perimetro del report esclude stablecoin, token wrapped e token di liquid staking.

**Total Value Locked o TVL.** Valore delle cripto-attività depositate nei protocolli di finanza decentralizzata.

# Il Digital Gold Institute

Fondato nel 2018, il Digital Gold Institute è il centro di ricerca e sviluppo di CheckSig dedicato a Bitcoin, alle cripto-attività e alla blockchain. L'Istituto analizza l'evoluzione del settore e la sua integrazione con la finanza tradizionale attraverso un approccio che combina competenze finanziarie, tecnologiche e regolamentari.

Le attività di ricerca, consulenza e formazione supportano intermediari e istituzioni finanziarie nella definizione delle strategie sugli asset digitali e nella progettazione di servizi e modelli operativi. L'offerta formativa si rivolge, in particolare, ai professionisti della compliance, della tecnologia e della consulenza finanziaria.

In collaborazione con l'Università degli Studi di Milano Bicocca, il Digital Gold Institute è membro fondatore del Crypto Asset Lab, iniziativa di ricerca di respiro europeo. Il laboratorio organizza annualmente, insieme alla Commissione europea, la Crypto Asset Lab Conference, che riunisce esponenti del mondo accademico, finanziario, istituzionale e regolamentare per approfondire l'evoluzione delle cripto-attività e della blockchain.

# Contatti

EMAIL

info@dgi.io

INDIRIZZO

Via Giovanni Battista Pirelli 11
20124 Milano (MI), Italia

SEGUICI

LinkedIn: Digital Gold Institute
YouTube: Digital Gold Institute

REFERENTI

**Ferdinando Ametrano**
Fondatore e Scientific Director
ferdinando@dgi.io

**Francesco Del Pizzo**
Head of Research
fdelpizzo@dgi.io