

OTTOBRE 2023

**PIATTAFORMA CRIPTO:  
*LA NUOVA NORMATIVA  
MiCAR***

#CRYPTOS



## INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>3</b>
<b>STRUTTURA DEI MERCATI NELLE PIATTAFORME CRIPTO .....</b>	<b>4</b>
<b>NUOVO QUADRO NORMATIVO MICAR .....</b>	<b>8</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>12</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA .....</b>	<b>13</b>

*Autori,*

*Giuseppe Carnazza*

*Andrea Vagge*

## INTRODUZIONE

Una economia basata su piattaforme digitali presenta una struttura differente rispetto all'attuale sistema. Tale cambiamento riguarderebbe sia l'organizzazione del sistema finanziario che l'allocazione dei dati. Inoltre, la natura delle stesse piattaforme potrebbe influenzare significativamente il panorama competitivo dell'economia. Poiché le piattaforme sono in grado di creare connessioni che in passato erano impensabili, esiste il rischio di sviluppare situazioni di monopolio o mercati frammentati. Di conseguenza, diventa cruciale regolamentare la questione dell'interoperabilità tra diverse piattaforme. In tal senso è intervenuta l'Unione Europea con il nuovo Regolamento (UE) 2023/1114, denominato MiCAR che per la prima volta stabilisce un quadro generale per i mercati dei crypto-asset all'interno dell'Unione. Nell'ambito di applicazione relativo alle suddette piattaforme digitali, la normativa indica infatti diversi obblighi di trasparenza nei confronti del mercato, obblighi di procedure interne e di risk management ed infine prevede una serie di requisiti prudenziali quantitativi con il fine ultimo di garantire la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria.

## STRUTTURA DEI MERCATI NELLE PIATTAFORME CRIPTO

La centralità dei pagamenti e dei dati all'interno delle piattaforme sociali e commerciali potrebbe portare a un ribaltamento dell'attuale organizzazione industriale delle attività finanziarie. Nelle moderne economie, i servizi di pagamento spesso estendono il ruolo delle banche, che agiscono come punto di contatto per tutti gli utenti del sistema di pagamento. In molti paesi, le banche dominano l'intermediazione finanziaria e forniscono servizi aggiuntivi come l'assicurazione e la gestione del patrimonio.

Il sistema finanziario e la modalità di stoccaggio e scambio di valore da parte dei consumatori sono strutturati attorno alle banche e al credito. Le banche costituiscono il vertice della gerarchia finanziaria, mentre i pagamenti, essendo legati al ruolo centrale delle banche, occupano la base. In un'economia basata su piattaforme, questa gerarchia potrebbe invertirsi: i pagamenti diventerebbero il fulcro centrale di qualsiasi piattaforma economica, e tutte le altre attività si organizzerebbero attorno a questa funzione di pagamento centrale. Il punto di contatto per i consumatori sarebbe l'entità che possiede la piattaforma anziché una banca tradizionale. In questa nuova gerarchia finanziaria, istituzioni finanziarie convenzionali come le banche potrebbero essere sostituite da filiali fintech dei sistemi di pagamento.

La diversità dei servizi proposti dalle piattaforme spinge tali ecosistemi a svilupparsi come entità chiuse. Tuttavia, i consumatori desiderano la flessibilità di poter utilizzare la valuta di una piattaforma per coprire un'ampia gamma di necessità quotidiane.

Dal punto di vista dei proprietari delle piattaforme, è auspicabile che i consumatori utilizzino esclusivamente la propria piattaforma per tutte le loro operazioni. Questo perché il valore di una piattaforma spesso si basa sui dati che passano attraverso di essa. D'altro canto, dal punto di vista dei consumatori, è preferibile distribuire le proprie attività tra diverse piattaforme, soprattutto quando ognuna di esse eccelle in funzioni specifiche. L'interesse dei proprietari delle piattaforme nel limitare l'interoperabilità con altre piattaforme entra in conflitto con il principio di efficienza economica.

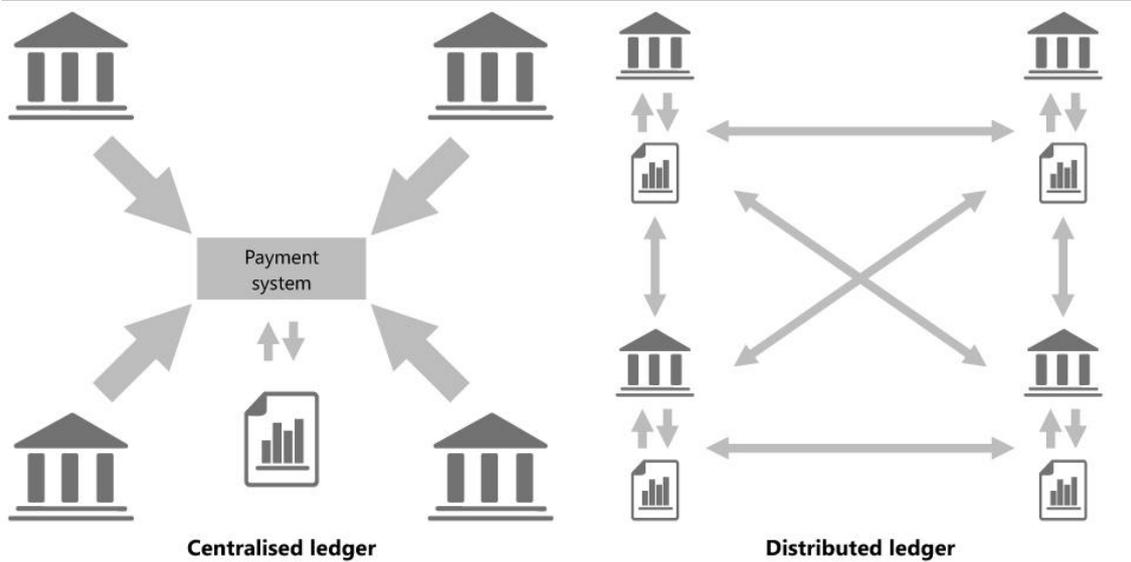
Inoltre, i proprietari delle piattaforme tendono ad introdurre "costi di uscita", che rendono oneroso il passaggio da una valuta o da un servizio offerto da una piattaforma all'altra. La mancanza di interoperabilità può, quindi, erigere barriere eccessive al commercio

all'interno delle reti digitali. La ricerca di incentivi per prevenire l'interoperabilità dovrebbe costituire una priorità per la politica, specialmente quando le grandi piattaforme dimostrano resistenza all'adozione di misure di interoperabilità.

L'importanza della convertibilità delle valute digitali è paragonabile a quella dell'interoperabilità per le piattaforme. Le reti e le piattaforme spesso generano mercati frammentati, ma l'integrazione è cruciale per garantire un sistema monetario efficiente. Le reti di pagamento non dovrebbero creare ostacoli significativi al commercio. Un solido regime di convertibilità verso una valuta ufficiale abbassa queste barriere, consentendo trasferimenti di valore agevoli all'interno o all'esterno di una rete digitale. I nuovi utenti possono trasferire valore all'interno di una rete senza preoccuparsi della stabilità della valuta di quella rete. Quando gli utenti devono interagire con operatori al di fuori della rete, possono agevolmente trasferire i loro fondi al di fuori della rete a un tasso conosciuto.

Una competizione efficiente tra le valute è particolarmente importante quando queste valute sono associate ad altre piattaforme e servizi di dati. La convertibilità consente alle valute di competere in base ai pacchetti di servizi che offrono anziché basarsi solo sulla reputazione degli emittenti. Un regime in cui tutte le piattaforme devono offrire la convertibilità della valuta può beneficiare gli imprenditori che desiderano accedere a questo mondo.

Dato il valore di una posizione di mercato dominante le piattaforme possono adottare strategie di espansione aggressive che, sebbene possano comportare benefici immediati per gli utenti, possono comportare svantaggi a lungo termine. Una piattaforma potrebbe, ad esempio, stabilire accordi con grandi catene per offrire sconti ogni volta che si utilizza la sua valuta, come è già accaduto con Alipay in Cina. Queste strategie possono incentivare la crescita della rete, ma i benefici per gli utenti possono diminuire quando la piattaforma diventa così centrale che gli utenti hanno difficoltà a cambiare. Attualmente, tali sviluppi sono in fase iniziale e hanno un'ampia portata solo in alcune regioni.



Source: Santander InnoVentures (2015).

© Bank for International Settlements

*Fonte: BIS*

Le economie stanno gradualmente evolvendo verso un contesto in cui le gigantesche aziende tecnologiche si ergono come intermediari dei dati. Questo ha sollevato preoccupazioni, già presenti oggi, riguardo al potere eccessivo di queste aziende sulla gestione dei dati degli utenti, portando all'emanazione di regolamenti. Tali apprensioni diverranno inevitabilmente più urgenti se le operazioni di intermediazione dei dati si diffonderanno attraverso tutti gli aspetti del sistema di pagamento.

Nell'attuale sistema, banche e società di carte di credito godono del maggiore accesso ai dati delle transazioni. Ogni volta che una transazione viene effettuata, la banca o la compagnia emittente della carta di credito può accedere a informazioni precise riguardo a quando, dove e come è avvenuta la transazione. Questi dati vengono principalmente utilizzati per valutare la solvibilità degli utenti, un fattore critico per le decisioni di prestito e la determinazione dei tassi di interesse offerti a individui diversi.

La struttura di proprietà dei dati di pagamento potrebbe subire una trasformazione drastica in un'economia dominata dalle piattaforme digitali. Un esempio concreto di questa prospettiva può essere riscontrato nell'economia cinese attuale, dove Alipay e WeChatPay emettono consistenti quantità di valuta digitale e gestiscono applicazioni che agevolano i

trasferimenti da e verso conti bancari. Di conseguenza, sia gli emittenti di valuta digitale che le banche hanno accesso a determinati dati relativi alle transazioni.

Una prospettiva più radicale sarebbe quella in cui i grandi emittenti di moneta digitale sostengono le loro valute con depositi detenuti presso le principali banche, mentre i consumatori possiedono esclusivamente moneta digitale. Questo scenario somiglia al sistema attuale in cui i consumatori detengono depositi garantiti da riserve, ma senza detenere direttamente tali riserve. Tuttavia, le implicazioni per la proprietà dei dati divergerebbero notevolmente, poiché, se i consumatori possiedono esclusivamente moneta digitale, gli emittenti di valuta digitale diventerebbero i principali detentori di informazioni. In questa situazione, le banche non potrebbero accedere ai dati delle transazioni senza acquisirli. Di fatto, gli emittenti di valuta digitale potrebbero trovare più conveniente stabilire istituti bancari come loro filiali per evitare di cedere i dati.

In tale contesto, l'obiettivo principale e il valore derivato dai dati delle transazioni non sarebbero principalmente finalizzati a migliorare l'efficienza del credito, ma piuttosto a monitorare le preferenze e le tendenze dei consumatori. Le questioni legate alla privacy e all'efficienza che la politica dovrebbe ponderare diverrebbero notevolmente diverse, e potrebbe essere necessaria l'implementazione di regolamenti mirati a limitare i tipi di dati che possono essere raccolti.

## **NUOVO QUADRO NORMATIVO MICAR**

Prima dell'introduzione della MiCAR non esistevano norme, oltre a quelle in materia di antiriciclaggio, per la fornitura di servizi relativi a cripto-asset non regolamentati, tra cui la gestione di piattaforme di negoziazione, lo scambio di cripto-asset con fondi o altri cripto-asset e la fornitura di custodia e amministrazione di questi per conto dei clienti.

L'assenza di tali norme lascia i detentori di moneta digitale esposti a rischi, in particolare in ambiti non coperti dalle norme di tutela del consumatore e potrebbe comportare rischi sostanziali per l'integrità del mercato, anche in termini di abusi di mercato e di reati finanziari. Difatti, l'assenza di un quadro generale dell'Unione per i mercati dei cripto-asset può portare a una mancanza di fiducia degli operatori che potrebbe ostacolare in modo significativo lo sviluppo stesso del mercato e portare a opportunità mancate in termini di servizi digitali innovativi, strumenti di pagamento alternativi o nuove fonti di finanziamento per le imprese dell'Unione.

Per non parlare della inevitabile frammentazione normativa tra gli Stati membri, che distorcerebbe la concorrenza nel mercato interno, renderebbe più difficile per i fornitori di servizi di cripto-asset scalare le loro attività su base transfrontaliera e darebbe luogo ad arbitraggio normativo.

Queste tipologie di mercato sono ancora di dimensioni modeste e al momento non rappresentano una minaccia per la stabilità finanziaria. È tuttavia possibile che, in futuro, certi tipi di cripto-asset mirino a stabilizzare il loro prezzo in relazione a un'attività specifica o a un paniere di attività e che quindi possano essere ampiamente adottati dai detentori al dettaglio. Tale sviluppo potrebbe sollevare ulteriori sfide in termini di stabilità finanziaria, regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, trasmissione della politica monetaria o sovranità monetaria.

Era pertanto necessario introdurre un nuovo quadro specifico e armonizzato per i mercati dei cripto-asset a livello dell'Unione, al fine di fornire norme puntuali per i cripto-asset e i servizi che non sono ancora coperti dagli atti legislativi dell'Unione sui servizi finanziari.

Tale quadro dovrebbe sostenere l'innovazione e la concorrenza leale, garantendo al contempo un elevato livello di protezione dei detentori al dettaglio e l'integrità dei mercati delle monete digitali.

Dovrebbe inoltre promuovere la stabilità finanziaria e il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e affrontare i rischi di politica monetaria che potrebbero derivare da cripto-asset che mirano a stabilizzare il loro prezzo in relazione a una specifica attività o a un paniere di attività. Una regolamentazione adeguata infatti, manterrebbe la competitività degli Stati membri sui mercati finanziari e tecnologici internazionali e offrirebbe ai clienti vantaggi significativi in termini di accesso a servizi finanziari e di gestione degli attivi più economici, più rapidi e più sicuri.

Il 16 maggio 2023, l'Unione Europea ha adottato il tanto atteso Regolamento (UE) 2023/1114 sui mercati dei cripto-asset ("MiCAR"), che per la prima volta stabilisce un quadro generale per i mercati dei cripto-asset all'interno dell'Unione.

La legge stabilisce una serie completa di requisiti per la regolamentazione prudenziale e di condotta degli emittenti e degli offerenti di cripto-asset e dei fornitori di servizi degli stessi. Fornisce inoltre ampi poteri normativi alle autorità di vigilanza per garantire la stabilità finanziaria a fronte della volatilità intrinseca di questi mercati.

La MiCAR è stata una parte essenziale del Pacchetto Finanza Digitale della CE, un insieme di politiche e misure legislative adottate dalla Commissione europea nel settembre 2020, con l'obiettivo di (i) stimolare la competitività e l'innovazione dell'Europa nel settore finanziario; (ii) offrire ai consumatori e alle imprese una maggiore scelta di servizi finanziari e soluzioni di pagamento moderne; e (iii) garantire la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria.

L'ambito oggettivo della MiCAR si estende alle seguenti categorie di cripto-asset:

- La categoria generale dei cripto-asset, ossia (i) rappresentazioni digitali di un valore o di un diritto, (ii) in grado di essere trasferiti e conservati elettronicamente, (iii) che utilizzano la tecnologia distributed ledger o tecnologie simili;
- Token di utilità, ossia cripto-asset destinati a fornire l'accesso esclusivo a un bene o a un servizio fornito dai loro emittenti;

- E-Money Token ("EMT"), ossia cripto-asset che pretendono di mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale;
- Asset-Referenced Tokens ("ART"), ossia cripto-asset che non sono EMT e che pretendono di mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione di questi, tra cui una o più valute ufficiali.

Mentre non si applica a (i) cripto-asset che si qualificano come strumenti finanziari, depositi, fondi o posizioni di securitizzazione; (ii) token non fungibili ("NFT"); (iii) servizi di cripto-asset all'interno di un gruppo; e (iv) cripto-asset emessi da banche centrali o autorità pubbliche. Pertanto, un insieme completo di norme dell'Unione si applica già agli emittenti e agli offerenti di tali cripto-asset e alle imprese che svolgono attività connesse.

In particolare, la nuova normativa interesserebbe in maniera diretta la disciplina delle piattaforme di negoziazione nell'ambito dell'offerta al pubblico di ART o EMT o la richiesta di ammissione a una piattaforma nell'UE, in linea di principio soggetta ad autorizzazione preventiva. L'autorizzazione viene concessa dalle autorità nazionali di vigilanza della sede legale dell'offerente entro tre mesi dalla presentazione della domanda in conformità ai requisiti di contenuto e di forma stabiliti dalla MiCAR. Gli emittenti di EMT o ART sono inoltre tenuti a:

- agire in buona fede, astenersi da pratiche fuorvianti e, in generale, agire nel miglior interesse dei detentori di cripto-asset al dettaglio;
- rendere le loro comunicazioni di marketing identificabili e coerenti;
- divulgare sul proprio sito web, almeno ogni mese, l'ammontare dei token in circolazione e il valore e la composizione delle attività di riserva;
- prevedere il diritto dei titolari al dettaglio di recedere dalla detenzione del cripto-asset entro 14 giorni;

Infine, oltre ad essere tenuti ad una serie di obblighi di procedure interne e gestione dei rischi (quale ad esempio quello di disporre di piani di rimborso per compensare i detentori al dettaglio in caso di insolvenza) gli emittenti di EMT o ART sono inoltre soggetti a requisiti prudenziali che prevedono il mantenimento di (i) fondi propri almeno pari a (a)

350.000 euro; oppure (b) al 2% dell'importo medio delle attività di riserva, o (c) a un quarto delle spese generali fisse dell'anno precedente, a seconda di quale sia il valore più alto; e (ii) (i) riserve di attività legalmente e operativamente segregate dal loro patrimonio, nonché dalla riserva di attività di altri token, e gestite in base a specifiche politiche di custodia, procedure e accordi contrattuali.

La MiCAR è entrata in vigore il 20° giorno dalla data di pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'UE e si applicherà 18 mesi dopo la data di entrata in vigore. La Commissione europea adotta inoltre atti delegati entro 36 mesi dall'entrata in vigore dell'atto. In questo senso, L'ESMA e l'EBA hanno il potere di emanare standard tecnici e linee guida, di adottare misure precauzionali adeguate a proteggere i clienti e i detentori al dettaglio, di intervenire temporaneamente nei mercati delle cripto-valute, di adottare misure in relazione alla circolazione, alla negoziazione e alla vendita di cripto-asset a livello dell'UE.

## CONCLUSIONI

L'associazione delle valute digitali con vasti ecosistemi di piattaforme può portare a una ridefinizione del concetto di denaro, in cui i servizi di pagamento sono integrati con una serie di servizi di dati. Questo approccio favorisce la diversificazione delle offerte, ma allo stesso tempo può scoraggiare l'interoperabilità tra diverse piattaforme. Per mantenere un mercato sano e competitivo, sarà di fondamentale importanza garantire sia la convertibilità tra strumenti monetari che l'interoperabilità tra piattaforme. Queste due caratteristiche saranno essenziali per abbattere le barriere commerciali e promuovere una concorrenza efficace. In questo senso giocherà un ruolo fondamentale la corretta attuazione della nuova MiCAR, la quale manterrebbe la competitività degli Stati membri sui mercati finanziari e tecnologici internazionali. Infatti, se gli obiettivi posti dalla normativa verranno rispettati, ne gioverebbe l'intero settore finanziario comunitario in termini di innovazione di servizi digitali, strumenti di pagamento alternativi e nuove fonti di finanziamento per le imprese dell'Unione.

## **BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA**

Lieven Hermans, Annalaura Ianiro, European Central Bank: “*Decrypting financial stability risks in crypto-asset markets*”, 10/15/2022

Bny Mellon: “*Cryptocurrencies: The New Market Structure*”, 18/05/2019

Nawas Acca, Central European University: “*Cryptocurrency exchanges: structure and risks*”, 05/06/2018

Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023, Official Journal of the European Union.