

11 ottobre 2021

Il Sole **24 ORE**

## **CRIPTOVALUTE: PERCHÉ IL 2022 SARÀ L'ANNO DEI REGULATORS**

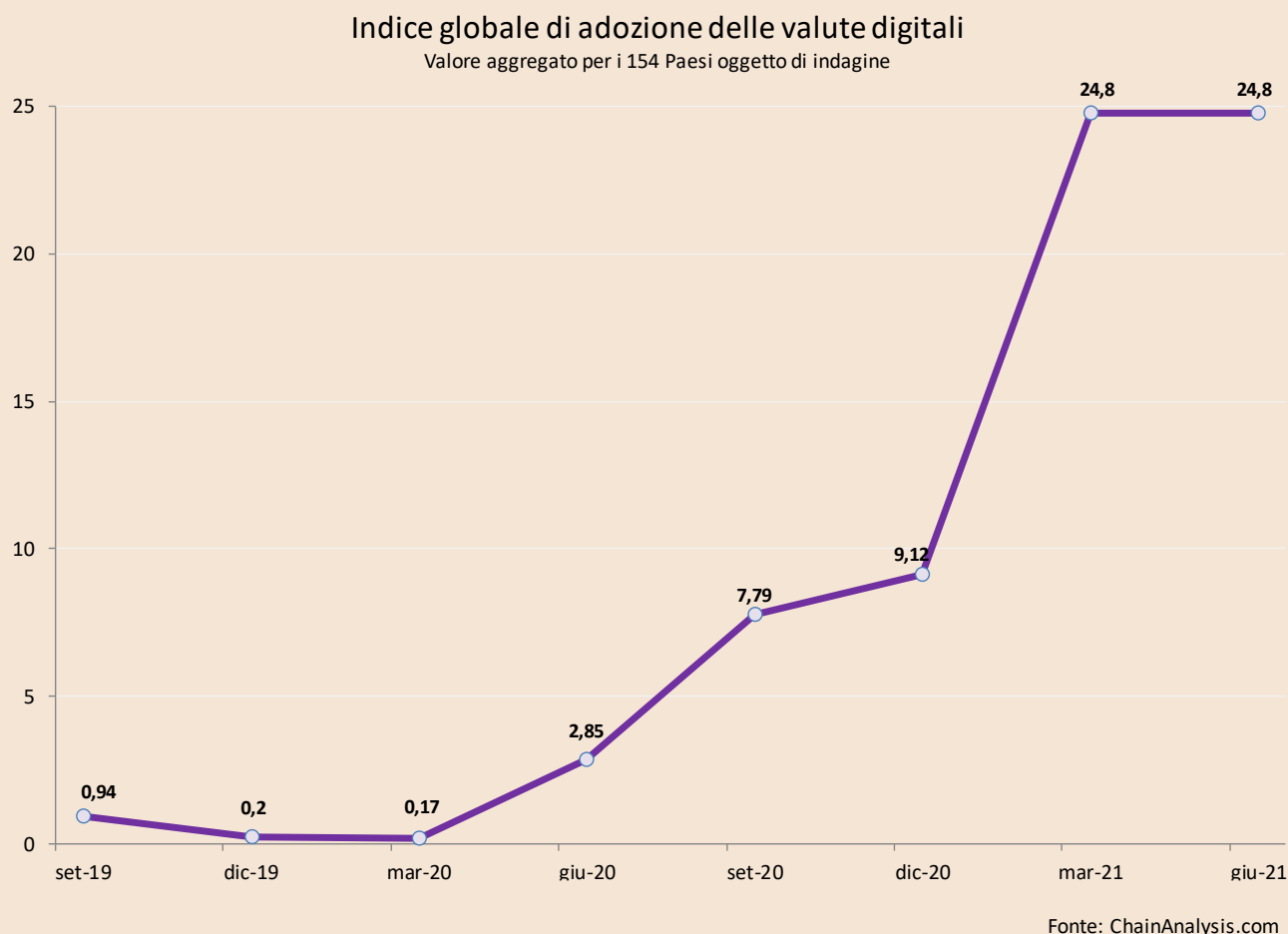
di Marcello Minenna

Il 2021 verrà con tutta probabilità ricordato come l'anno in cui l'adozione delle valute digitali (o cripto-valute) è realmente decollata a livello globale. Se ne sono accorti finalmente anche i *regulators*, che hanno avviato una massiccia campagna di regolamentazione dei mercati, per quanto in ordine sparso e poco coordinato.

Secondo l'indice composito elaborato dalla società *ChainAnalysis* tra la fine del 2019 e la metà del 2021 l'utilizzo di valute digitali è aumentato di 25 volte (+2500%, cfr. Figura 1), con un'esplosione decisa a partire da gennaio 2021. La crescita registrata nei primi 6 mesi di quest'anno infatti già supera di 1,5 volte il ritmo fenomenale registrato nel 2020 e c'è da attendersi un ulteriore gradino all'insù per il terzo trimestre.

La costruzione dell'indice è originale perché non è incentrata sull'andamento del prezzo di mercato degli *asset* digitali ma sui valori di traffico registrati sulle reti decentralizzate. Naturalmente l'indice aggrega una serie di dati eterogenei, soprattutto per area geografica, che evidenziano modalità di utilizzo delle valute digitali profondamente diverse per le economie industrializzate ed emergenti.

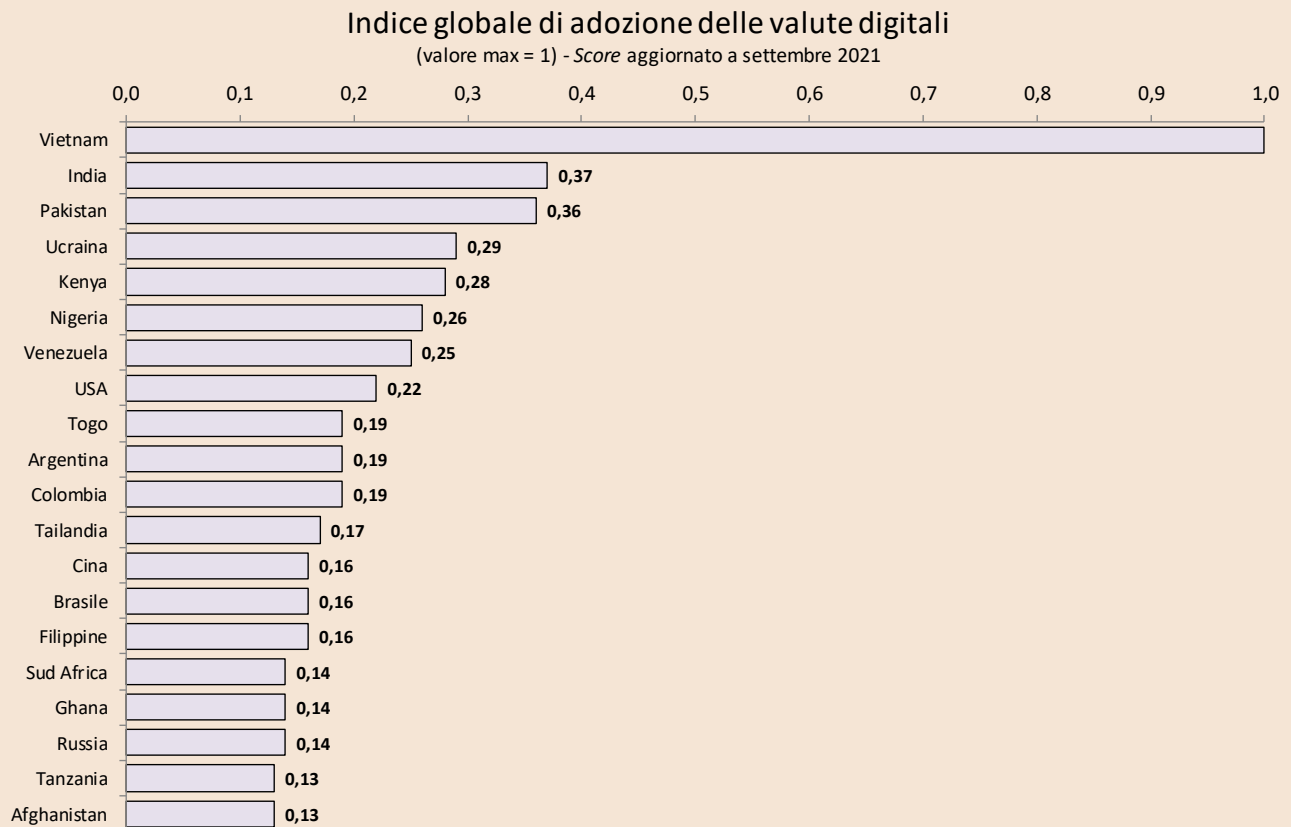
Figura 1



## **ECONOMIE INDUSTRIALIZZATE ED EMERGENTI: DUE MODELLI DI SVILUPPO DIVERSI PER IL MERCATO CRIPTO**

Si osservi la decomposizione dell'indice globale di adozione delle valute digitali per Paese (cfr. Figura 2), con evidenza di uno "score" che consente di stilare una classifica. Al Paese più avanzato viene assegnato uno *score* massimo di 1 (a settembre 2021 il Vietnam).

Figura 2



Fonte: ChainAnalysis.com

Con un discreto colpo d'occhio è possibile apprezzare il dominio della classifica da parte delle piccole economie emergenti. La prima economia avanzata (gli USA) appare soltanto all'8° posto, in discesa rispetto al *ranking* del precedente trimestre; tra i giganti del blocco BRICS (Brasile, Russia, India, Cina, Sud Africa) soltanto l'India appare tra i primi posti, mentre il ruolo della Cina appare fortemente ridimensionato dal crollo di traffico indotto dai recentissimi divieti all'attività di *mining* e negoziazione di valute digitali.

Tra i Paesi europei, soltanto l'Ucraina appare al quarto posto, per via di un rapido sviluppo del fenomeno dovuto al varo di un'avanzata regolamentazione dei mercati cripto da parte delle autorità nazionali.

Per capire meglio occorre studiare il metodo di costruzione dell'indice. Infatti la metodologia effettua una ponderazione dei volumi di transazioni di piccola/media entità (<10.000 \$) registrati sulle reti decentralizzate rispetto al

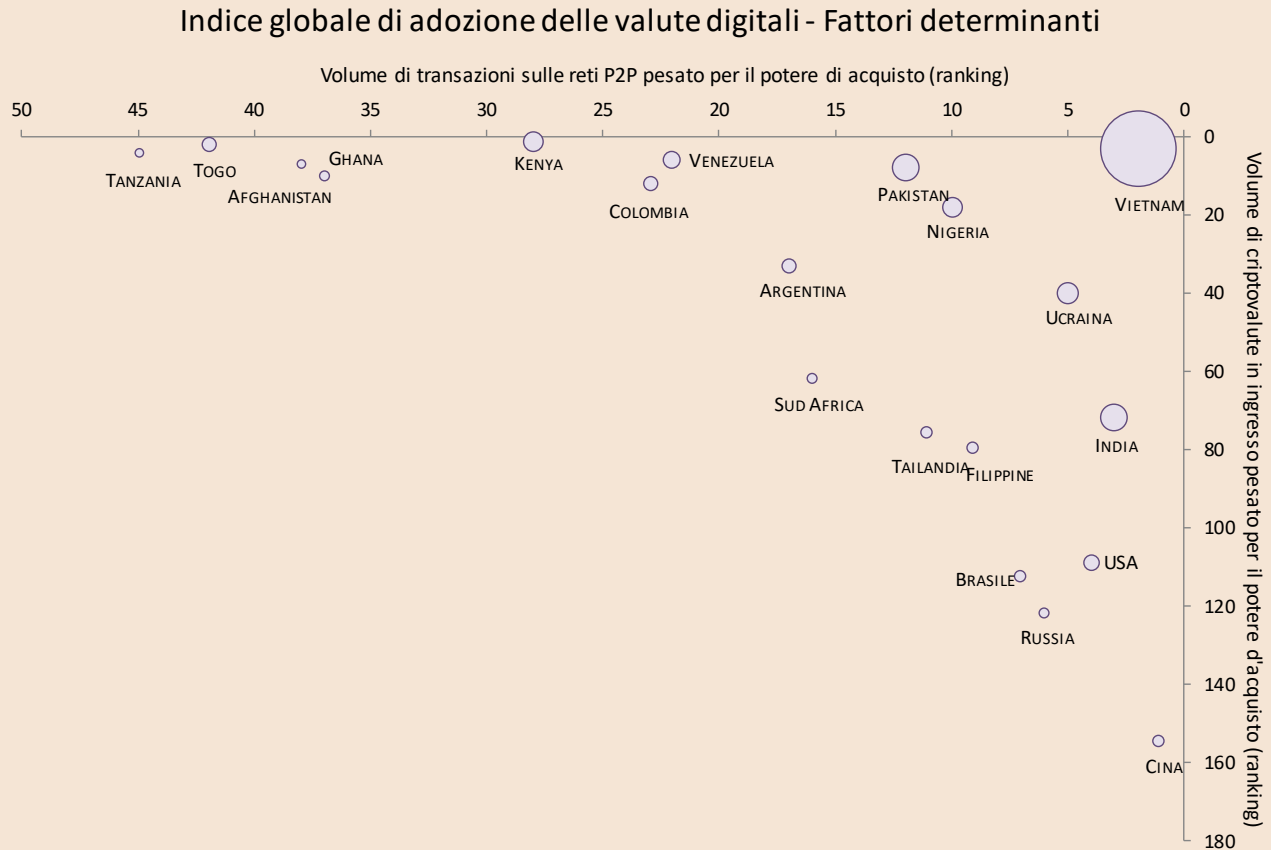
potere di acquisto nei singoli Paesi (PPP – *purchase power parity*). In sostanza, a parità di volume di transazioni in ingresso, un'economia piccola e relativamente povera in cui probabilmente la rete di telecomunicazioni è in grado di processare una quantità minore di dati viene pesata molto di più all'interno dell'indice.

Ma non solo. L'indice distingue tutte le transazioni che transitano esclusivamente sulle reti c.d. *peer-to-peer* (P2P), in cui non c'è nessuna attività di intermediazione da parte di soggetti terzi. In maniera interessante, si nota come siano gli utenti dei Paesi in via di sviluppo ad utilizzare in via preferenziale questo genere di transazioni, mentre la maggioranza del traffico in ingresso nelle economie avanzate è intermediato dalle grandi *exchanges*.

Questa distinzione consente di affinare l'analisi e capire quali sono i fattori che determinano lo sviluppo dei mercati delle valute digitali nei singoli Paesi. La Figura 3 rappresenta il posto in classifica dei vari Paesi in una logica a 3 dimensioni: sull'asse orizzontale i Paesi sono ordinati secondo il volume complessivo di transazioni registrato sulle reti P2P mentre sull'asse verticale secondo il volume totale delle transazioni in ingresso nel Paese (che comprende anche operazioni verso *exchanges* e banche). Più un Paese è *leader* nell'utilizzo di valute digitali, più sarà posizionato in alto a destra nel grafico; la dimensione dell'indicatore è proporzionale allo *score* dell'indice composito di cui in Figura 2.

Grazie a questa visualizzazione si apprezzano chiaramente i differenti modelli di adozione delle cripto-valute dei Paesi avanzati ed emergenti. Le piccole economie sono tutte raggruppate in alto nel grafico, evidenziando un elevato utilizzo delle transazioni P2P. Al contrario i grandi Paesi (USA, Cina, India) tendono a raggrupparsi a destra per via del minor peso dei circuiti P2P.

Figura 3



Fonte: ChainAnalysis.com

## IL RUOLO DELLE VALUTE DIGITALI NELLE ECONOMIE EMERGENTI: LIMITI E DIVIETI

Non sorprendentemente, nei Paesi in via di sviluppo con una scarsa diffusione di infrastrutture bancarie/finanziarie gli utenti stanno utilizzando le valute digitali come un surrogato dei conti di deposito. Spesso l'utilizzo di crypto-valute e *stablecoins* rappresenta in questi Paesi l'unica maniera per trasferire valuta da/per l'estero a costi accessibili e senza incorrere in severe limitazioni da parte delle autorità monetarie.

In casi estremi come quello del Venezuela o dell'Argentina inoltre le valute digitali consentono di proteggere (per quanto in maniera rischiosa ed

imperfetta) il valore del risparmio dagli elevatissimi tassi di inflazione e svalutazione della divisa domestica, nel momento in cui l'accesso ai Dollari risulta precluso dalle norme in vigore.

Non sorprendentemente, in molte economie emergenti caratterizzate da questo utilizzo peculiare delle valute digitali, si tende ad osservare un approccio molto rigido da parte dei *regulators*, orientati ad estendere ai nuovi strumenti i regimi di controllo dei movimenti di capitali. Al contrario nelle economie avanzate si osserva una rapida integrazione delle valute digitali all'interno del *corpus* normativo esistente (cfr. Figura 4 per una panoramica a livello globale).

*Figura 4*

### Valute digitali – La mappa globale della regolamentazione

aggiornata a settembre 2021

#### REGOLAMENTAZIONE DELLE VALUTE DIGITALI

- DIVIETI STRINGENTI
- DIVIETI PARZIALI/IMMINENTI
- REGOLAMENTAZIONE MORBIDA
- INFORMAZIONI INSUFFICIENTI

Fonte: World Economic Forum

## IL TREND DI UTILIZZO NELLE ECONOMIE AVANZATE: L'ASCESA DELLA FINANZA DECENTRALIZZATA

Nei Paesi industrializzati con un'infrastruttura finanziaria evoluta, nel corso del 2021 si è osservato il rapido sviluppo della c.d. “finanza decentralizzata” (*Decentralized Finance, DeFi*), cioè una replica su piattaforme di negoziazione decentralizzate dei più comuni servizi finanziari (prestiti, depositi remunerati, pronti contro termine) offerti tradizionalmente da banche ed intermediari in valute *fiat*. Queste piattaforme offrono rendimenti allettanti che sarebbero impossibili da replicare sull'infrastruttura finanziaria tradizionale, ma sono caratterizzate spesso da un funzionamento ostico ed opaco, difficili da controllare e regolamentare. Il mercato è su un sentiero di crescita esponenziale, con un incremento dei volumi investiti di circa 20 volte negli ultimi 12 mesi (+2000%).

La finanza decentralizzata espone l'investitore a rischi elevatissimi e sconosciuti nell'ambito dei servizi finanziari classici. Innanzitutto c'è una generale assenza di tutela del depositante: gli utenti possono perdere anche la totalità dell'investimento a causa di crolli improvvisi del valore delle cripto-valute, frodi, chiavi private perse. Inoltre, l'irreversibilità delle transazioni in valute digitali e la difficoltà a stabilire la responsabilità nei confronti degli utenti a causa della gestione decentralizzata pongono ulteriori rischi. Infine occorre rimarcare che le stringhe di dati che rappresentano gli indirizzi di chiave pubblica dei titolari in una transazione cripto possono, con uno sforzo significativo, essere ricollegate agli identificatori, compromettendo così l'identità degli utenti e la loro *privacy*.

I *regulators* delle economie avanzate, che si erano concentrati sull'inquadramento normativo del sistema delle grandi *exchanges* stile Coinbase, stanno rapidamente riorientando il *focus* sul tema della finanza decentralizzata.

In particolare le *authority* dell'Unione Europea (UE) e del Canada hanno evidenziato il nodo centrale dei c.d. *wallets* proprietari, fino ad ora trascurato dalle regolamentazioni in vigore.

Come noto, il possesso delle chiavi crittografiche private in una transazione cripto consente di disporre esclusivamente del valore ad essa associato. Quando un utente detiene le proprie valute digitali in un *wallet* presso una grande *exchange* come Coinbase, *de facto* sta delegando la custodia delle proprie chiavi ad una società privata. Pertanto le valute digitali (ad es. *Bitcoin*) depositate nella *exchange* non sono realmente *Bitcoin* ma piuttosto un diritto contrattuale sui *Bitcoin* sottostanti.

Al contrario, l'utente può decidere di conservare le proprie chiavi personalmente utilizzando *software* o *hardware* specifici nei *wallets* proprietari (al limite, carta e penna) bypassando l'intermediazione delle *exchanges*.

In questa prospettiva i *regulators* canadesi hanno definito una nuova categoria di investimento, i c.d. *crypto-contracts* che comprendono tutti i depositi in valute digitali presso le *exchanges*. Automaticamente tutte le società che operano in *crypto-contracts* vengono assoggettati alla vigilanza della *Canadian Securities Administrators* (CSA). Questa modalità di approccio al problema supera le difficoltà che sta incontrando la *Securities Exchange Commission* (SEC) americana nel definire quali valute digitali siano qualificabili come *securities* oggetto di vigilanza e quali no.

Le autorità europee hanno invece posto il problema della vigilanza sui *wallets* proprietari, che rimarrebbero allo stato attuale anonimi e fuori dal perimetro di qualsiasi vigilanza. In particolare, il problema si porrebbe a causa del potenziale utilizzo di questi strumenti per il riciclaggio di denaro ed il finanziamento del terrorismo. A livello internazionale, il *Financial Crimes Enforcement Network* (FinCEN) ha proposto che i fornitori di servizi in valute digitali (*exchanges*, ma anche banche) raccolgano informazioni sull'identità dei possessori di *wallets* proprietari che interagiscono con loro secondo lo standard KYC (*Know Your Customer*). In parole semplici, se un utente volesse convertire in valute *fiat* i propri *Bitcoin* custoditi personalmente, dovrebbe fornire obbligatoriamente le proprie credenziali agli intermediari.



Tale approccio (conosciuto come *travel rule*) equiparerebbe le transazioni cripto ai bonifici bancari, applicando regole molto più rigide di quelle in vigore per le transazioni in contanti, attraverso le quali si svolge il 99,5% del riciclaggio di denaro.

## **COORDINARE LA REGOLAMENTAZIONE SULLE VALUTE DIGITALI A LIVELLO GLOBALE**

Non si stanno muovendo solo i *big players*. In tutto il mondo stanno proliferando iniziative di regolamentazione tese a creare un ambiente ordinato per lo sviluppo dei mercati cripto: Ucraina, Brasile, Cuba; a breve Paraguay e Panama. Il rischio è che si proceda in ordine sparso e senza una prospettiva di insieme, in un settore dove è estremamente semplice l'arbitraggio regolamentare di divieti ed interpretazioni divergenti.

In questa fase occorrerebbe favorire il più possibile un coordinamento delle varie *authority* intorno a principi e procedure condivise: l'UE ha scelto il percorso più corretto attraverso lo sviluppo della *Markets in Crypto-Assets (MiCA) Regulation*, ma come sempre il ritmo appare troppo lento rispetto alla velocità sviluppo dell'economia digitale.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*