

# REGULACIJA KRIPTO TRŽIŠTA EUROPSKE UNIJE – MiCA

Dr. sc. Petar-Pierre Matek  
Domagoj Poljak, mag. oec.\*  
Dr. sc. Bojan Tomić

**Sažetak:** Prva sveobuhvatna regulativa EU-a za kripto imovinu bavi se zabrinutostima poput prijevara, volatilnosti i nedosljednih nacionalnih propisa. Obuhvaća kriptovalute referencirane na imovinu, tokene elektroničkog novca i druge kriptoimovine, s naglaskom na licenciranje, transparentnost i zaštitu potrošača. Za kripto startup-ove i manja trgovačka društva, novodonesena Uredba predstavlja i prilike i izazove. Iako olakšava prekogranično poslovanje, također nameće značajne troškove usklađivanja. Dio je šire strategije digitalnih financija EU-a, koja potencijalno uključuje i digitalni euro. Iako se Uredba razlikuje od fragmentiranih pristupa u SAD-u i Aziji, suočila se s kritikama zbog gušenja inovacija i ostavljanja pravnih nejasnoća, osobito u vezi s decentraliziranim financijama i nezamjenjivim tokenima. Njezin uspjeh ovisit će o sposobnosti EU da pronađe ravnotežu između regulacije i poticanja inovacija, što bi moglo pozicionirati EU kao globalnog lidera u regulaciji kriptoimovine.

**Ključne riječi:** kriptoimovina, zaštita potrošača, inovacije, regulacija

\* Autor za korespondenciju: Domagoj Poljak, EFFECTUS veleučilište, Trg J. F. Kennedyja 2, 10000 Zagreb, Hrvatska, domagoj.poljak@yahoo.com

## 1. UVOD

Kriptovalute, iako prisutne već duži niz godina<sup>1</sup>, još uvijek su nova vrsta digitalne imovine te kao takve koriste blockchain tehnologiju kao svoju primarnu transakcijsku infrastrukturu. Prva kriptovaluta – bitcoin, prezentirana je putem otvorenog, javnog i samoodrživog transakcijskog protokola za čije kreiranje nije korišten tradicionalni mehanizam financiranja koji bi ga svrstao u postojeći okvir vlasničkih ili dužničkih financijskih instrumenata. Štoviše, transakcijski sustav Bitcoin, barem koliko je poznato široj javnosti, nije financiran niti na jedan uobičajen način privatnom ili javnom ponudom, grupnim financiranjem ili nekim drugim oblicima prikupljanja sredstava. Isto tako, prema standardnim definicijama, bitcoin ne zadovoljava sve karakteristike novca niti karakteristike vrijednosnica, dok s druge strane, tijekom cijelog razdoblja od njegova nastanka (siječanj 2009. god.), bitcoin se samo za tu svrhu i koristi, odnosno ono je jedinica digitalne valute za platežne transakcije i financijski instrument koji pruža investicijske mogućnosti, a iz čega proizlazi da je bitcoin zapravo hibridni oblik te dvije imovine.

Zbog neobičnog i specifičnog nastanka i puta razvoja, regulatorna tijela nisu imala, a u potpunosti nemaju još niti sada, unaprijed definirane zakonske okvire za nove specifične digitalne imovine. Međutim, upravo zbog funkcijske svrhe, regulacija se dosad razmatra u dva smjera – kriptovalute kao novac i kriptovalute kao financijski instrument. Formalnoj regulaciji veliki problem predstavlja i brz razvoj blockchain tehnologije koji prilično značajno utječe na smjer razvoja kriptovaluta. Među prvim uspješnim račvanjima Bitcoin transakcijskog protokola bilo je kreiranje Litecoin transakcijskog sustava koji nema integrirane mogućnosti pametnih ugovora, kakve danas ima više različitih blockchain ekonomija. S obzirom da takva kriptovaluta nema strukturu formalnih institucija, upravu, menadžment, zaposlenike i sl., te ne predstavlja udio u vlasništvu nekog društva koji bi mogao donijeti njenim vlasnicima budući profit, nego ima razvojne programere širom svijeta koji održavaju sustav kroz čvorove mreže, takva kriptovaluta bi se mogla klasificirati kao novac. S druge strane, kriptovalute izdane u svrhu upravljanja decentraliziranom autonomnom organizacijom<sup>2</sup>, na neki način predstavljaju instrument kojim se može utjecati na smjer razvoja projekta decentralizirane autonomne organizacije<sup>3</sup> (dalje u tekstu: DAO) i koji im može osigurati budući profit te se one tako mogu klasificirati kao vrijednosnice.

---

<sup>1</sup> Povijest kriptovaluta započinje već 1980-ih godina objavom istraživanja Davida Chauma kojeg obično nazivaju izumiteljem sigurnog digitalnog novca, a bitcoin kao prva kriptovaluta u obliku kakve ih danas poznajemo je puštena u javnost putem Bitcoin protokola 9. siječnja 2009. godine čime se kreirala peer-to-peer infrastruktura za prvu kriptovalutu.

<sup>2</sup> Decentralizirana autonomna organizacija (DAO) je decentralizirani entitet poput korporacija i institucija koji se pokreće potpuno autonomno i decentralizirano na blockchainu (Kondova i Barba, 2019., str. 407).

<sup>3</sup> *engl. decentralized autonomous organization*

Navedeno doprinosi nesigurnosti oko definiranja i klasificiranja kriptovaluta, što dokazuje i dosadašnja situacija unutar Europske unije (dalje u tekstu: EU) gdje prema zakonima o financijskim vrijednosnim papirima nije postojala jasna i nedvojbeno zakonska definicija kriptovaluta (ESMA, 2019., str. 2). Nova Uredba EU-a, nazvana MiCA – *Markets in Crypto-Assets Regulation*, po prvi puta zakonski konkretno definira kriptovalutu. Uredba je stupila na snagu 29. lipnja 2023. s odgođenom primjenom pojedinih odredbi te će u potpunosti stupiti na snagu od 30. prosinca 2024.

## 2. RAZVOJ KRIPTOVALUTA U EUROPSKOJ UNIJI I POTREBA ZA REGULACIJOM

Tijekom proteklog desetljeća, kriptovalute i decentralizirane financije razvijale su se zajedno s povećanom upotrebom unutar Europske unije. Ono što je započelo kao ezoterično zanimanje za tehnologiju među određenim podskupinama, preraslo je u potpuno razvijen financijski sektor s aktivnim ulaganjem i trgovinom te sveukupnim uključivanjem milijuna ljudi diljem EU u digitalnu imovinu. Posljednjih godina EU se postepeno pozicionira kao vodeći centar inovacija i pokretača tržišta u području kriptovaluta. U skladu s time, pojavile su se brojne financijske platforme temeljene na blockchainu koje omogućuju različite načine na koje ljudi i trgovačka društva sada obavljaju transakcije, prikupljaju kapital i upravljaju imovinom uz minimalno, ili čak bez ikakvog, uplitanja tradicionalnih posrednika poput banaka.

Na neki način, tehnološki razvoj inspiriran kriptovalutama poput bitcoina, ethereuma i nekoliko altcoina<sup>4</sup> donio je nove prilike za financijsku uključenost. Između ostalog, zbog toga što su se unutar ovog ekosustava pojavile decentralizirane financije<sup>5</sup> (dalje u tekstu: DeFi), a takve financijske usluge prilično brzo rastu pružanjem *peer-to-peer*<sup>6</sup> usluga posudbe, zaduživanja i trgovanja. DeFi protokoli, s druge strane, eliminiraju standardne financijske „stražare“<sup>7</sup> i umjesto toga nude paket financijskih proizvoda temeljenih na pametnim ugovorima izravno korisnicima putem blockchaina. Krajnji cilj im je poticanje pristupačnije, transparentnije i, prema mišljenju njihovih sudionika, sigurnije alternative tradicionalnim bankarskim i financijskim sustavima za korisnike.

<sup>4</sup> Opći naziv za sve kriptovalute koje su se pojavile nakon nastanka bitcoina, „alternativne kovanice“

<sup>5</sup> *engl. decentralized finance*

<sup>6</sup> Mrežna arhitektura gdje uređaji ili čvorovi izravno dijele resurse i usluge bez centralizirane kontrole

<sup>7</sup> Posrednici koji djeluju između izdavatelja i ulagatelja – revizori, financijski analitičari, odvjetnici, aranžeri izdanja, agencije za kreditni rejting

Međutim, s eksponencijalnim rastom dolazi i pojačani nadzor i zabrinutost oko toga kako takva digitalna financijska imovina predstavlja rizik za potrošače. Njihova decentralizirana priroda već je donijela brojne izazove regulatorima, poput problema s nadzorom, prijevarama, ekstremnom volatilnošću i kriminalnom zlouporabom, uz izrazitu zabrinutost vezanu uz zaštitu ulagača na tržištu.

## 2.1. Regulatorni izazovi i potreba za donošenjem MiCA-e

Iako je korištenje kriptovaluta i DeFi-a počelo rasti unutar EU-a, regulatorna tijela još nisu uspjela uhvatiti korak s brzo transformirajućim okruženjem za koje su ove inovacije osmišljene. Tradicionalno, nadzor financijskog tržišta u EU se provodio na nacionalnoj razini, što je rezultiralo time da je nadzor nad kriptovalutama izrazito fragmentiran i nedosljedan među državama članicama. Svaka zemlja pribjegla je vlastitim mjerama kako bi pokušala držati kriptoinovinu pod kontrolom, stoga je danas prisutan mozaik regulatornih okvira, često s velikim razlikama u opsegu i učinkovitosti.

Veliki regulatorni problem bio je nedostatak usklađenih standarda unutar same EU, što je otvorilo zakonske rupe i uzrokovalo nedorečenosti u tretmanu kriptoinovine među državama članicama. Neke članice EU, poput Malte i Estonije, promovirale su se kao jurisdikcije prijateljske prema kriptovalutama s blažim regulatornim okruženjem, dok su druge, poput Njemačke i Francuske, zauzele mnogo restriktivnije stavove, namećući strogu regulaciju kripto burzi i ostalih pružatelja usluga koji se bave kriptovalutama. Ova fragmentacija spriječila je stvaranje jedinstvenog europskog kripto tržišta i zbunila trgovačka društva i ulagače koji traže jasnoću u vezi s regulatornim okruženjem.

Osim toga, nedostatak dosljednog regulatornog režima podložio je tržište ekstremnoj ranjivosti. Naime, visoka volatilnost vrijednosti kriptoinovine i izrazita nepredvidivost, predstavljaju rizike ne samo za ulagače, već i za cijeli financijski sustav. Prijevarni planovi, uključujući prijevare povezane s tzv. inicijalnom ponudom kriptovalute<sup>8</sup> (dalje u tekstu: ICO)<sup>9</sup>, ekstremno su se razvili u nereguliranim ili slabo reguliranim jurisdikcijama, stvarajući tako velike gubitke među institucionalnim ulagačima. Pseudo-anonimnost mnogih kriptovaluta također je potaknula pranje novca, financiranje terorizma i utaju poreza, što je shvaćeno kao hitna potreba za donošenjem odgovarajućih propisa o sprječavanju pranja novca<sup>10</sup> (dalje u tekstu: AML) i poznavanju vlastitih klijenata<sup>11</sup> (dalje u tekstu: KYC) kako bi se ublažili ti rizici.

<sup>8</sup> *engl. initial coin offering*

<sup>9</sup> U periodu dominacije ICO-eva na kripto tržištu (od 2017. do 2018. godine), čak oko 80% svih provedenih ICO-eva je predstavljalo neki oblik prijevare

<sup>10</sup> *engl. anti-money laundering*

<sup>11</sup> *engl. know your customer*

Nedostatak jasnoće u regulaciji učinio je vrlo teškim za legitimna trgovačka društva koja posluju u području kriptovaluta da se pridržavaju različitih propisa. Počevši od burzi, pružatelja usluga kripto novčanika, do drugih kripto usluga, posljednjih godina je tržište postalo labirint regulatornih zahtjeva, a uglavnom zbog međusobno proturječnih nacionalnih zakona, odnosno zbog nedostatka krovnog regulatornog okvira ovog tržišta na razini EU. Takva regulatorna nesigurnost posljedično umanjuje inovacije i ulaganja koja se događaju u kripto industriji u EU, budući da svako poduzeće koje pokušava proširiti poslovanje preko granica nailazi na velike pravne i operativne rizike.

## 2.2. Dosadašnja regulacija kriptovaluta u EU

S ciljem boljeg razumijevanja okolnosti pod kojima se kriptovalute mogu smatrati financijskim instrumentima u EU, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala<sup>12</sup> (dalje u tekstu: ESMA) je 2019. godine provelo istraživanje putem nacionalnih nadležnih tijela država članica na način da je svaka država članica morala utvrditi razinu primjene Direktive (EU) 2014/65 o tržištu financijskih instrumenata (dalje u tekstu: MiFID II) u svoje nacionalno pravo, gdje se na temelju primjene Direktive trebalo dati mišljenje klasificira li se šest kriptovaluta iz danog uzorka kao financijski instrumenti prema nacionalnim zakonima. Istraživanje je uključivalo pitanja koja se odnose na vrste financijskih instrumenata uzimajući u obzir svaki element definicije financijskih instrumenata u skladu sa MiFID II. Uzorak od šest kriptovaluta odražavao je različite karakteristike koje su predstavljale:

- a) imovinu s investicijskim karakteristikama (uzorak 1. i 2.),
- b) hibridni oblik investicijske imovine i utilizacijske imovine (uzorak 3.)
- c) hibridni oblik investicijske imovine, utilizacijske imovine i platežne imovine (uzorak 4.)
- d) utlizacijsku imovinu (uzorak 5.)
- e) hibridni oblik investicijske imovine i platežne imovine (uzorak 6.)

Kriptovalute koje predstavljaju isključivo sredstvo plaćanja, poput bitcoina, nisu bile uključene u uzorak ankete.

U rezultatima istraživanja istaknuto je kako većina nacionalnih nadležnih tijela procjenjuje da se uzorci kriptovaluta 1., 2., 4. i 6. mogu smatrati prenosivim vrijednosnim papirima i/ili drugim vrstama financijskih instrumenata kako je definirano u MiFID

<sup>12</sup> engl. *European Securities and Markets Authority*

II. Deset nacionalnih nadležnih tijela je istaknulo po barem jedan primjer kriptovalute iz svoje nadležnosti (izvan ponuđenih šest uzoraka kriptovaluta) koja bi se mogla smatrati prenosivim vrijednosnim papirom ili drugom vrstom financijskog instrumenta u skladu sa MiFID II. Također, ističe se da je postojanje prava na dobit koja proizlaze iz poslovanja trgovačkog društva ili startup-a, bez da su nužno uključena vlasnička ili upravljačka prava (uzorak 1. i 2.), dovoljno da većina nacionalnih nadležnih tijela takve kriptovalute kvalificiraju kao prenosive vrijednosne papire, uz zadovoljavanje i ostalih uvjeta za kvalificiranje kriptovaluta kao prenosivih vrijednosnih papira. S obzirom da niti jedno nacionalno nadležno tijelo nije označilo uzorak 5. kao prenosivi vrijednosni papir i/ili financijski instrument, takva situacija sugerira postojanje kriptovaluta koje ne bi ulazile u dosadašnji okvir financijske regulative u državama članicama. Konačno, između svih nacionalnih nadležnih agencija postignut je dogovor da se kriptovalute, koje ispunjavaju potrebne uvjete, reguliraju kao financijski instrumenti. Povrh toga, neka nacionalna državna tijela su istaknula da će biti potrebno promijeniti postojeće zakonodavstvo kako bi se odgovorilo na specifične karakteristike tehnologije distribuiranog zapisa (npr. decentralizirana priroda tehnologije, rizik od račvanja mreže i skrbništvo imovine) te da će biti potrebna i revizija postojećih odredbi koje se odnose na poravnanje, namirenje, skrbništvo i evidenciju vlasništva povezanih s prijenosom kriptovaluta. Isto tako, velika većina ispitanika država članica smatralo je da bi kvalificiranje svih kriptovaluta kao financijskih instrumenata imalo neželjene kolateralne efekte, što je potkrijepljeno sljedećim argumentima:

- a) postojeća regulativa nije postavljena imajući na umu kriptovalute;
- b) priznavanje kriptovaluta kao financijskih instrumenata omogućilo bi im potencijalno neželjeni legitimitet;
- c) potrebni nadzorni alati i resursi nisu potpuno adekvatni za takvu specifičnu imovinu.

U dokumentu se navodi da postoji širok spektar kriptovaluta koje obuhvaćaju različite značajke i funkcije, stoga predstavljaju i različite izazove i rizike. Također, ističe se da trenutno ne postoji klasifikacija kriptovaluta od strane EU, međutim regulatorne institucije se uglavnom slažu oko tri vrste kriptovaluta:

- 1) tokeni za plaćanje/razmjenu (digitalne valute poput bitcoina),
- 2) investicijski tokeni (koji daju pravo na vlasnička prava i/ili prava slična dividendi, kao što su kripto vrijednosnice koje se prema MiFID II mogu ili ne moraju smatrati financijskim instrumentima),
- 3) utilizacijski tokeni koji omogućavaju pristup određenom proizvodu ili usluzi.

Kriptovalute se niti u jednoj jednoj državi članici EU ili od strane Europske središnje banke ne priznaju kao fiat novac<sup>13</sup>.

Međutim, s obzirom na razvoj različitih vrsta kriptovaluta za različite svrhe, Europska agencija za nadzor banaka<sup>14</sup> (dalje u tekstu: EBA) je provela procjenu mogu li kriptovalute biti klasificirane kao „elektronički novac“ unutar Direktive (EZ) 2009/110 o osnivanju, obavljanju djelatnosti i bonitetnom nadzoru poslovanja institucija za elektronički novac (dalje u tekstu: EMD2) ili kao sredstvo plaćanja unutar Direktive (EU) 2015/2366 o platnim uslugama na unutarnjem tržištu (dalje u tekstu: PSD2). Procjena je provedena s ciljem nadopune prethodnog razmatranja ESMA-e o pitanju trebaju li se kriptovalute klasificirati kao financijski instrumenti, a imajući u vidu da različite kriptovalute imaju različite karakteristike koje se tijekom razvoja same kriptovalute i njenog ekosustava mogu mijenjati, procjena je provedena od slučaja do slučaja.

Rezultati procjene ukazuju da kriptovalute mogu biti klasificirane kao elektronički novac<sup>15</sup> samo ako zadovoljavaju sljedeću definiciju: „elektronički novac jest elektronički, uključujući i magnetski, pohranjena novčana vrijednost koja je izdana nakon primitka novčanih sredstava u svrhu izvršavanja platnih transakcija u smislu zakona kojim se uređuje platni promet i koju prihvaća fizička ili pravna osoba koja nije izdavatelj toga elektroničkog novca, a koja čini novčano potraživanje prema izdavatelju“ (Zakon o elektroničkom novcu, čl. 3., st. 1., tč. 7.).

S obzirom na razmatranje kriptovaluta unutar EMD2 i PSD 2, kao nadopuna istraživanju koje je provedeno od strane ESMA-e prema MiFID-u, a u smislu primjene postojećeg zakona o financijskim uslugama EU-a na kriptovalute, dosadašnji stav regulatornih tijela je takav da se kriptovalute mogu, ovisno o njihovim karakteristikama, kvalificirati kao financijski instrumenti, elektronički novac ili ništa od navedenog. U izvještaju EBA-e ističe se da aktivnosti koje uključuju kriptovalute ne podliježu zajedničkom okviru reguliranja kriptovaluta u EU, čime se otvaraju potencijalna pitanja o izostanku zaštite potrošača, poput subjektivne objave u vezi s rizicima koji su povezani s aktivnostima trgovanja, plaćanja i prijenosa kriptovaluta. Štoviše, činjenica da kriptovalute mogu spadati u područje primjene postojećeg zakona o financijskim uslugama EU-a, ne znači nužno da se svi rizici povezani s određenom kriptovalutom aktivno i učinkovito kontroliraju, što zahtijeva daljnju razradu i analizu. (EBA Report, 2019.).

<sup>13</sup> Vrijednost označena kao legalno sredstvo plaćanja, obično u obliku novčanica ili kovanica, depozita ili drugih instrumenata plaćanja (EBA Report, 2019.)

<sup>14</sup> *engl. European Banking Authority*

<sup>15</sup> Pod pojmom klasificiranja kriptovaluta kao elektroničkog novca, podrazumijeva se klasificiranje istih kao tokena elektroničkog novca jer „tradicionalni“ elektronički novac nije uopće dio regulatornog okvira MiCA-e (Tomczak, 2022., str. 369)

## 2.3. Regulacija kriptovaluta u Republici Hrvatskoj

Pitanje regulacije kriptovaluta u RH započelo je razmatranjem upita o mogućim poreznim obvezama investitora i trgovaca s kriptovalutama. Porezna uprava Republike Hrvatske je 7. svibnja 2015. godine izdala mišljenje na pitanje jesu li transakcije, uključujući posredovanje, u vezi s virtualnim valutama, kao što je bitcoin, oslobođene plaćanja PDV-a (Čičin-Šain, 2017., str. 672). Mišljenje Porezne uprave se temeljilo na upitu poslanom prema HNB-u, a u svom očitovanju, zajedno s očitovanjem HNB-a, Porezna uprava navodi da bitcoin ne potpada niti pod jednu zakonom reguliranu kategoriju sredstava plaćanja te da ne predstavlja novac, kao niti sredstvo plaćanja u Republici Hrvatskoj, a niti stranu valutu, odnosno strano sredstvo plaćanja. Također, HNB navodi da bitcoin ne predstavlja zamjenu za fiat valutu u ekvivalentnoj vrijednosti te da iz tog razloga ono ne može biti artnički novac. Sukladno očitovanju HNB-a, Porezna uprava navodi mišljenje prema kojem se za potrebe oporezivanja PDV-om bitcoin može smatrati prenosivim instrumentom te da su njegove transakcije oslobođene od plaćanja PDV-a. Nekoliko autora je ponudilo mišljenje o definiranju karakteristika kriptovaluta, što je u konačnici dovelo do zaključka kako dolazi do razvidnog razilaženja poreznog i računovodstvenog tretmana kriptovaluta u RH.

S obzirom na navedeno, primjetno je da su određene formalne institucije u RH zauzele jednoznačni stav o klasifikaciji kriptovaluta kao financijskog instrumenta tržišta novca. Preciznije, trenutno regulatorno okruženje u RH ne priznaje razlike između više vrsta kriptovaluta, niti bilo koji drugi oblik njihove klasifikacije kojim bi se moguće izuzela porezna obveza, kao što je to slučaj u istraživanju provedenom od strane ESMA-e. Takvo postupanje, zajedno s izostankom proaktivne formalne regulacije, ne ide u prilog stvaranju pozitivne regulatorne klime u Republici Hrvatskoj.

## 2.4. MiCA – harmonizirani okvir za regulaciju kriptovaluta u EU

Europska unija je 29. lipnja 2023. donijela Uredbu (EU) 2023/1114 o tržištima kriptoomovine<sup>16</sup> (dalje u tekstu: MiCA) kao odgovor na sve veću potrebu za cjelovitim i harmoniziranim regulatornim okvirom kripto tržišta u EU, s odgođenom primjenom odredbi o tokenima elektroničkog novca i tokenima vezanim uz imovinu (primjena od 30. lipnja 2024.) te odredbi koje se odnose na pružanje usluga vezanih uz kriptoomovinu (primjena od 30. prosinca 2024.). MiCA je dosad najambiciozniji napor EU-a u uspostavljanju pravnog okvira za izdavanje, trgovanje i nadzor kriptoomovine unutar

---

<sup>16</sup> *engl. Markets in Crypto-Assets*

država članica. Izričita svrha Uredbe je pružiti pravnu sigurnost izdavateljima kriptovalute te pružateljima usluga i ulagačima, čime se osigurava integritet europskog financijskog sustava.

Cilj MiCA-e je prevladati ograničenja fragmentiranih nacionalnih zakona uspostavljanjem jedinstvenog, paneuropskog režima za tržišta kryptoimovine. Takva regulacija obuhvaća vrlo poznate kriptovalute, poput bitcoina, pa sve do manje poznatih vrsta digitalnih tokena. Također, uključene su i tzv. stabilne kriptovalute (*engl. stablecoins*) koje su vezane uz tradicionalnu valutu, gdje bi njihova sve veća upotreba u plaćanjima mogla izazvati zabrinutost za financijsku stabilnost.

Jedan od krajnjih ciljeva MiCA-e biti će smanjenje rizika povezanih s kriptovalutama, odnosno zaštita potrošača, sprječavanje tržišnih zloupotreba te uspostava financijske stabilnosti. MiCA postavlja uvjete za izdavanje i trgovanje korisničkim tokenima i kryptoimovinom, a također su obuhvaćeni i pružatelji usluga burzi i kriptonovčanika, sve s ciljem zaštite ulagača od prijevara te s ciljem osiguravanja učinkovitosti i sigurnosti kripto tržišta. Isto tako, Uredba postavlja stroge zahtjeve za AML/KYC procese kako bi se spriječila ilegalna upotreba kriptovaluta. Time bi se, zauzvrat, smanjila zabrinutost oko pranja novca i drugih povezanih nezakonitih financijskih aktivnosti. Široki pristup koji postavlja MiCA osmišljen je kako bi potaknuo inovacije, a istovremeno se osiguralo da su odgovarajući rizici povezani s kriptovalutama dovoljno minimizirani. Uredba ima za cilj pružiti jasnoću u regulatornom okviru za trgovačka društva i ulagače unutar tržišta koje je dosad bilo izrazito fragmentirano. Štoviše, MiCA će uvesti jedinstveno tržište kriptovaluta unutar EU, što će kategorički omogućiti pošteno tržišno natjecanje za trgovačka društva koja posluju u različitim državama članicama. Stoga, MiCA će uspostaviti zajednički režim koji će poticati prekogranična ulaganja i inovacije u europskom kripto prostoru, a istovremeno štiti financijski sustav od rizika koje nosi digitalna imovina. Slijedom toga, Uredba bi trebala osigurati da trenutačni pravni okvir EU ne predstavlja prepreke upotrebi novih digitalnih financijskih instrumenata.

### 3. OPSEG I KLJUČNE ODREDBE MiCA-e

#### 3.1. Kriptoimovina obuhvaćena MiCA-om

MiCA razrađuje i regulira širok raspon kriptoimovine kako bi se pravila primjenjivala na različite vrste digitalne imovine, ovisno o njezinoj prirodi i svrsi. Uredbom se utvrđuju tri kategorije kriptoimovine: tokeni vezani uz imovinu<sup>17</sup> (dalje u tekstu: ART), tokeni e-novca<sup>18</sup> (dalje u tekstu: EMT) i ostala kriptoimovina – uključujući utilitacijske tokene. Ovime se dosadašnja kategorizacija stabilnih kriptovaluta, iako suštinski već razdijeljena na podvrste prema pripadajućim karakteristikama, dodatno regulatorno precizira. Potreba za time se pokazala, između ostalog, zbog izrazito velike zastupljenosti takvih tokena na tržištu i mogućih posljedica na financijsku stabilnost. Uz navedeno, bitno je za istaknuti kako pored spomenutih podvrsta kriptovaluta

Najzastupljenija podvrsta stabilnih kriptovaluta su svakako EMT-ovi – digitalna imovina vezana uz jednu fiat valutu, kao što su npr. euro ili američki dolar. Slični su tradicionalnom elektroničkom novcu i u tu se svrhu obično upotrebljavaju kao sredstvo plaćanja. Primjer ove vrste kriptovaluta su Tether (USDT), trueUSD (TUSD), Binance USD (BUSD), USD Coin (USDC) itd. U okviru MiCA-e, EMT-ovi se tretiraju kao digitalni ekvivalenti e-novca i stoga slijede slične regulatorne standarde u pogledu izdavanja i upravljanja. Od izdavatelja takvih tokena očekuje se da poštuju načelo pričuve 1:1, što znači da bi za svaku izdanu jedinicu EMT-a ona trebala imati istovrijedan iznos u fiducijarnoj valuti koja se drži u rezervi. Te rezerve moraju se držati u potpuno likvidnoj imovini, poput državnih obveznica ili depozita u gotovini, kako bi se izbjegao rizik od insolventnosti. Time se osigurava da imatelji EMT-a uvijek mogu u bilo kojem trenutku zamijeniti svoje tokene za fiducijarni novac. MiCA uvodi i redovito izvješćavanje o sastavu i vrijednosti rezervi radi transparentnosti prema regulatorima i ulagačima..

Nadalje, ART-ovi su vrsta digitalne imovine čija vrijednost proizlazi iz skupa neke temeljne imovine, uključujući ili sastojeći se od neke fiat valute, robe ili druge kriptoimovine. Obično se ti tokeni upotrebljavaju kao neka vrsta sredstava plaćanja ili kao pohrana vrijednosti slična drugim stabilnim kriptovalutama, međutim nemaju karakteristike e-novca. Njihova tržišna kapitalizacija, odnosno vrijednost u opticaju mora odgovarati ukupnoj kapitalizaciji robe koja služi kao temeljna imovina i koju drži izdavatelj. Primjer ovog tipa su Digital Gold (GOLD), Digix Gold Token (DGX), PAX Gold (PAXG) i dr. Zanimljiv primjer ART-a je bio svojevremeno poznati hibrid Diem (prije zvano Libra), čija vrijednost je bila određena prema sljedećoj strukturi povezanih

---

<sup>17</sup> engl. asset-referenced token

<sup>18</sup> engl. electronic money token

vrijednosti: 50% američki dolar, 18% euro, 14% japanski jen, 11% britanska funta i 7% singapurski dolar. S obzirom na to da ART-ove podupire diversificirani skup temeljne imovine, oni mogu smanjiti tipičnu volatilnost koja proizlazi iz jedne kriptovalute. MiCA uvodi stroga ograničenja za izdavatelje ART-ova tako što, kao i za izdavatelje EMT-ova, propisuje obvezu odgovarajuće rezerve za pokrivanje svojih obveza te održavanje standarda upravljanja rizicima. Izdavatelji ART-ova su isto dužni objavljivati i potpunu specifikaciju strukture i vrijednosti rezervi te povezane temeljne imovine radi transparentnosti.

Zadnja podvrsta stabilnih kriptovaluta određena MiCA-om je ostala kriptoimovina. Time MiCA obuhvaća širok raspon ostale kriptoimovine koja se ne kvalificira ni kao ART, niti kao EMT. To bi uključivalo utilizacijske tokene, koji su sredstvo pristupa određenom obliku proizvoda ili usluge u ekosustavu lanca blokova, kao i neke oblike kriptovrijednosnica koje predstavljaju potraživanja vlasništva nad imovinom ili prava na podjelu dobiti. Kriptovrijednosnice su, zapravo, širok pojam i pokrivaju više kategorija digitalizirane imovine, međutim moguće ih je definirati kroz dvije osnovne skupine: a) nove token vrijednosnice (*engl. security tokens*) i b) tokenizirana postojeća financijska i realna imovina (*engl. tokenization of assets*). Nove token vrijednosnice su kriptovalute koje predstavljaju vlasničke tokene (*engl. equity tokens*), dužničke tokene (*engl. debt tokens*) i tokene na stvarnoj i realnoj imovini (*engl. real asset tokens*). Suštinski, jedina poveznica između novog koncepta kriptovrijednosnica i postojećih kriptovaluta je ta što obje koriste blockchain tehnologiju (Houben i Snyers, 2018., str. 24). Kad je riječ o opisanoj vrsti kriptoimovine, MiCA uvodi zahtjeve za izričito objavljivanje i transparentnost kako bi se ulagateljima omogućilo da u potpunosti razumiju što kupuju, kao i popratni rizik koji takva imovina nosi. Također, MiCA pokušava spriječiti manipulaciju tržištem putem propisa koji se odnose na insajdersko trgovanje i manipulaciju tržištima kriptoimovine.

### 3.2. Zahtjevi za licenciranjem pružatelja usluga

Uspostava sustava licenciranja za izdavatelje kriptoimovine i pružatelje usluga povezanih s kriptoimovinom je preduvjet za regulatornu jasnoću i efikasan nadzor koji čine tržište na kojem svi sudionici, od sigurnosti i transparentnosti do zaštite potrošača, ispunjavaju osnovne standarde sudjelovanja na tržištu.

U skladu s MiCA-om, svaki izdavatelj kriptoimovine u EU će morati zatražiti odobrenje za izdavanje od nacionalnog nadležnog tijela u državi članici kojoj pripada. Tako se propisuje obveza izdavatelja da objavi idejno tehnološko rješenje (*engl. whitepaper*) koje sadržava iscrpne informacije o projektu, a između ostalog i informaciju o svrsi kriptoimovine, korištenoj tehnologiji i relevantnim rizicima. Isto tako, njime se osigurava da se prava nositelja tokena primjereno razrade objašnjavanjem osnovnih prava i

temeljnih obveza, čime se svim potencijalnim ulagačima osigurava transparentnost. Izdavatelji ART-ova i EMT-ova također moraju uspostaviti odgovarajuće okvire za upravljanje rizicima i držati dovoljne financijske rezerve za kriptoinovinu koju izdaju.

Zatim, skrbnici ili pružatelji usluga kripto novčanika koji pružaju usluge čuvanja kriptoinovine također, prema MiCA-i, spadaju pod propisane zahtjeve za licenciranjem. Oni moraju poštivati stroge standarde u vezi s čuvanjem sredstava kupaca, uključujući odvajanje imovine klijenata od vlastite imovine, a MiCA zahtijeva i da skrbnici uspostave stroge mjere kibernetičke sigurnosti protiv hakiranja, krađe i drugih prijevара. U skladu s time, skrbnici moraju uspostaviti jasne postupke za povrat imovine u slučaju insolventnosti ili tehničkog kvara.

Prema MiCA-i, postoji novi režim i za pružatelje usluga burzi, platformi za trgovanje i bilo kojih vrsta posrednika koji nude usluge kupnje, prodaje i trgovanja kriptoinovinom. Tako su sada pružatelji usluga kriptoinovine<sup>19</sup> (dalje u tekstu: CASP) licencirani od strane nacionalnih nadležnih tijela<sup>20</sup> (dalje u tekstu: NCA), što im omogućuje poslovanje pod jedinstvenim režimom diljem EU. Naime, oni mogu pružati usluge preko granica bez potrebe za stjecanjem licenci iz različitih država članica, ali su dužni pridržavati se zahtjeva za AML/KYC procese kako bi spriječili pranje novca i financiranje terorizma.

### 3.3. Zaštita potrošača i usluga

MiCA pridaje veliku važnost zaštiti potrošača i integritetu tržišta s obzirom na potencijalne rizike koje donosi volatilnost kripto tržišta, koje često može biti netransparentno, te sadrži različite odredbe koje imaju za cilj poticanje transparentnosti, zaštite potrošača i povećanje integriteta pravednih i uređenih tržišta. Prema odredbama Uredbe, izdavatelji i pružatelji usluga morat će objavljivati detaljne dokumente idejno tehnoloških rješenja u kojima se ulagačima otkrivaju ključne informacije, uz strogo poštivanje zahtjeva za transparentnošću. To uključuje jasne i točne informacije o kriptoinovini, uključujući, ali ne ograničavajući se na njezinu svrhu, tehnologiju i potencijalne rizike. Time se omogućuje ulagačima da budu adekvatno informirani i donose ispravne odluke te se smanjuju mogućnosti za prijevaru ili lažno predstavljanje.

Isto tako, prema MiCA-i, postoje određene zaštitne mjere za krajnje potrošače, kao što je ograničenje iznosa koji se može uložiti u određene visokorizične kriptoinovine, dok izdavatelji kriptoinovine i CASP-ovi također moraju usvojiti postupke za rješavanje pritužbi i sporova potrošača, osiguravajući da potrošači imaju pravnu zaštitu u slučaju zloupotrebe ili prijevare. U interesu osiguravanja integriteta tržišta kripto

---

<sup>19</sup> *engl. crypto-asset service provider*

<sup>20</sup> *engl. national competent authorities*

imovine, MiCA predlaže određene propise za sprječavanje zloupotreba na tržištu pa tako CASP-ovi moraju uspostaviti mjere za nadzor aktivnosti trgovanja kako bi otkrili sumnjive transakcije. Uredba propisuje i da sav promotivni materijal mora biti jasan, pošten i ne smije dovesti u zabludu. Uz navedeno, MiCA regulatorima daje ovlasti za istraživanje i provođenje mjera protiv zloupotreba tržišta kako bi osigurali da tržišta uvijek budu pravedna i transparentna.

### **3.4. Nadzor i provedba**

Provedba i primjena MiCA-e odvijat će se uz doprinos ESMA-e i nacionalnih regulatora, dok će nacionalna nadzorna tijela biti odgovorna za licenciranje i nadzor izdavatelja i pružatelja usluga kriptoimovine u njihovim jurisdikcijama. ESMA će imati središnju ulogu u nadzoru CASP-ova i izdavatelja stabilnih kriptovaluta te osiguravanju dosljednosti u primjeni pravila unutar EU, a nacionalni regulatori biti će odgovorni za pitanja usklađenosti prema MiCA-i. Također će provoditi redovite revizije i inspekcije kako bi osigurali da se subjekti pridržavaju postavljenih regulatornih standarda. Koordinacija provedbenih aktivnosti nacionalnih regulatora bit će pod nadzorom ESMA-e, osobito ako je riječ o prekograničnim aktivnostima ili zloupotrebi tržišta. Osim toga, ESMA će biti ovlaštena izdavati smjernice i preporuke kako bi se osigurala jedinstvena interpretacija i primjena MiCA-e u cijeloj EU.

## **4. EKONOMSKI I PRAVNI UTJECAJ MiCA-e NA TRŽIŠTE KRIPTOVALUTA**

Iz dosad navedenog, jasno je kako Uredba MiCA označava značajnu promjenu na tržištu kriptovaluta unutar EU. Uspostavlja sveobuhvatan regulatorni okvir za izdavatelje kriptoimovine, pružatelje usluga burzi, kripto novčanika, platformi za trgovanje itd., rješavajući fragmentaciju propisa s ciljem promicanja inovacija i zaštite potrošača. Za očekivati je da će sve te regulatorne promjene prouzročiti određene ekonomske i pravne posljedice za kripto poduzeća, startup-ove i općenito sva trgovačka društva koja kao sudionici kripto tržišta posluju unutar EU i/ili ostvaruju prekogranično poslovanje. Cilj regulative da harmonizira regulatorno okruženje i potakne jedinstveno tržište kriptoimovine ključan je za budućnost digitalne imovine u Europi.

### **4.1. Utjecaj na sudionike tržišta**

MiCA uvodi nove zahtjeve za usklađivanje za izdavatelje kriptoimovine i pružatelje usluga burzi, kripto novčanika i ostalih usluga, što će značajno utjecati na

njihovo poslovanje unutar EU. Iako regulativa donosi pravnu jasnoću i stabilnost tržišta, ona također nameće dodatne troškove i operativne promjene povezane s licenciranjem, transparentnošću i zaštitom potrošača.

Iako MiCA postavlja stroge zahtjeve za izdavatelje kriptoinovine te formalizira proces izdavanja, osiguravajući tako potpunu transparentnost, ona zapravo pomaže potrošačima da bolje procijene potencijalne rizike i povrate na ulaganja. Isto tako, suočavanje sa strožim zahtjevima upravljanja rezervama i održavanjem odgovarajuće likvidnosti zahtijeva od pružatelja usluga da ulože dodatne napore u procesu usklađenja, međutim harmonizacija propisa diljem EU olakšava pristup tržištu. Stoga, može se zaključiti kako pozitivan učinak nove regulative prevladava određene zahtjeve koji su u tom procesu nužni kako bi se postigao cilj. Primjerice, nakon dobivanja ovlaštenja u jednoj državi članici, izdavatelji mogu ponuditi svoju kriptoinovinu diljem cijele EU, uklanjajući potrebu za navigacijom kroz različite nacionalne propise i šireći tako svoj pristup ulagačima.

Nadalje, sukladno zahtjevu MiCA-e da burze implementiraju sveobuhvatne postupke za sprječavanje pranja novca i poznavanje klijenata kako bi se spriječile ilegalne aktivnosti poput prijevara i financiranja terorizma, zasigurno povećavaju i troškove u poslovanju, međutim, iako to povećava operativni teret, osobito za CASP-ove u prethodno permisivnim okruženjima, regulativa u konačnici takvim propisima pruža regulatornu sigurnost. Npr. zahtjev za odvojenim čuvanjem sredstava klijenata od operativnih sredstava pruža dodatnu sigurnost i povjerenje potrošača. Ova jasnoća vjerojatno će privući više institucionalnih ulagača, što će dovesti do veće likvidnosti i rasta tržišta. Primjerice, burze licencirane prema MiCA-i mogu koristiti režim “passportinga” u EU, što im omogućuje poslovanje u svim državama članicama bez potrebe za višestrukim licencama.

Konačno, iako troškovi usklađivanja mogu biti značajni, osobito za manja trgovačka društva, dugoročne koristi od regulatorne sigurnosti i mogućnosti poslovanja preko granica nadmašuju te troškove.

## 4.2. Prilike i izazovi za inovacije i startup-ove

MiCA ima mješovit utjecaj na ekosustav startup-ova u europskom fintech sektoru. Iako pruža predvidljivije regulatorno okruženje, također stvara potencijalne prepreke ulasku zbog povećanih troškova usklađivanja. Jedna od ključnih prednosti MiCA-e je stvaranje harmoniziranog regulatornog okvira koji se primjenjuje diljem EU. Ono nudi startup-ovima te malim i srednjim poduzećima priliku za lakše skaliranje preko granica bez potrebe za navigacijom različitim nacionalnim regulativama. Pojednostavljeni postupak licenciranja i mogućnost pružanja usluga u cijeloj EU na temelju jedne dozvole olakšava prekogranični rast i širenje, a jasna pravila MiCA-e o

transparentnosti i zaštiti potrošača mogu također povećati povjerenje ulagača, povećavajući pristup kapitalu za startup-ove jer se ulagači osjećaju sigurnijima u reguliranim tržištima.

Međutim, zahtjevi MiCA-e za usklađivanje, poput licenciranja i obveza transparentnosti, mogu biti teški za manje startup-ove. Troškovi povezani s tim zahtjevima, kao i provedba AML/KYC procedura i mjera kibernetičke sigurnosti, mogu preusmjeriti resurse iz razvoja proizvoda i usporiti inovacije. Osim toga, strogi nadzor nad izdaviteljima stabilnih kriptovaluta i zahtjevi za rezervama za ART-ove i EMT-ove mogli bi obeshrabriti startup-ove od ulaska u ovo područje, potencijalno ograničavajući inovacije u određenim segmentima tržišta.

S druge strane, ujedinjeni pristup koji pruža MiCA uklanja regulatornu fragmentaciju koja je prethodno postojala među državama članicama i ima značajne implikacije za prekogranično poslovanje. Ona uvodi mehanizam “triportinga”, koji omogućuje licenciranim pružateljima usluga kriptoomovine i izdaviteljima u jednoj državi članici da posluju u cijeloj EU bez potrebe za zasebnim licencama u svakoj zemlji. Ovo smanjuje administrativne troškove, osobito za burze i platforme za trgovanje, koje sada mogu pristupiti puno većem tržištu. Za izdavatelje kriptoomovine ovo također otvara mogućnosti za prikupljanje kapitala i izgradnju većih baza ulagača diljem EU. Uklanjanjem potrebe da trgovačka društva poštuju različite nacionalne propise, MiCA olakšava širenje poslovanja preko granica i time ne samo da olakšava protok kapitala i inovacija unutar EU, već čini europsko kripto tržište znatno konkurentnijim na globalnoj razini. MiCA izjednačava uvjete poslovanja uklanjanjem prednosti koje su neka trgovačka društva prethodno imala poslovanjem u regulatorno povoljnijim okruženjima. Takav regulatorni sustav promiče konkurenciju, potiče veću integraciju tržišta i stvara dinamičnije i inovativnije okruženje koje bi moglo dovesti do nižih troškova za potrošače i raznovrsnijih proizvoda i usluga.

Može se zaključiti kako MiCA predstavlja transformativni korak za kripto tržište EU-a, donoseći pravnu jasnoću i veću zaštitu potrošača, dok istodobno nameće nove troškove usklađivanja, osobito za manja trgovačka društva. Startup-ovi te mala i srednja poduzeća suočavaju se i s prilikama i izazovima jer MiCA potiče prekogranični rast, ali istovremeno postavlja visoke standarde za regulatornu usklađenost. Harmonizacija regulacije kriptoomovine diljem EU, osobito kroz mehanizam “passportinga”, jedno je od najznačajnijih postignuća MiCA-e, čime se olakšavaju prekogranični poslovi i potiče konkurencija. Kako će se MiCA provoditi, njezin će utjecaj nastaviti oblikovati budućnost digitalnih financija i inovacija u Europi.

## 5. MiCA U USPOREDBI S DRUGIM JURISDIKCIJAMA

Donošenje MiCA-e na neki način postavlja EU na čelo razvoja jedinstvenog sustava za regulaciju kriptoinovine. Nasuprot tome, druge regije, poput SAD-a i dijelova Azije, imaju različite pristupe kriptovalutama i blockchain tehnologijama.

Regulatorni pristup SAD-a

Regulatorna struktura SAD-a za kriptoinovinu razlikuje se od jedinstvenog pristupa MiCA-e po tome što se oslanja na kombinaciju federalnih i državnih agencija, poput Američke komisije za vrijednosnice i burzu<sup>21</sup> (dalje u tekstu: SEC) i Američke komisije za terminsku trgovinu robama<sup>22</sup> (dalje u tekstu: CFTC), stvarajući fragmentirani sustav s različitim tumačenjima i praksama provođenja. Jedna od ključnih razlika je način na koji se kriptoinovina klasificira u SAD-u. Naime, SEC smatra mnoge kriptovalute, osobito ICO-eve, vrijednosnim papirima prema Howey testu<sup>23</sup>. To podlaže kriptoinovinu strogim zakonima o vrijednosnim papirima. MiCA, s druge strane, kategorizira kriptoinovinu u različite podvrste, poput ranije spomenutih ART-ova i EMT-ova, što omogućuje jasniju i specifičniju regulaciju. MiCA-ina pravila prilagođena za stabilne kriptovalute značajno se razlikuju od širokog pristupa SEC-a, što je u SAD-u dovelo do određene nesigurnosti među sudionicima kripto tržišta. Sustav SAD-a je fragmentiran, s različitim federalnim i državnim agencijama koje nadziru različite dijelove kripto tržišta. Dok SEC nadzire vrijednosne papire, CFTC regulira derivate i robe poput bitcoina, a države nameću dodatne propise, poput BitLicensea u New Yorku<sup>24</sup>. MiCA, nasuprot tome, nudi jedinstveni regulatorni okvir u cijelom EU, smanjujući složenost i omogućujući prekogranično poslovanje putem “passporting” mehanizma, koji omogućuje licenciranim subjektima da posluju diljem EU s jednom autorizacijom. Iako MiCA i američki regulatori suglasno naglašavaju zaštitu potrošača i integritet tržišta kao primarni cilj, koriste različite pristupe u ostvarenju istoga. Dok MiCA zahtijeva transparentnost i provodi stroga pravila AML-a i KYC-a, u SAD-u se SEC i CFTC više oslanjaju na retroaktivnu provedbu zakona o vrijednosnim papirima i robama.

---

<sup>21</sup> *engl. Securities and Exchange Commission*

<sup>22</sup> *engl. Commodity Futures Trading Commission*

<sup>23</sup> Howey test analizira formu i uvjete digitalne imovine, okolnosti digitalnog sredstva i način na koji se ono plasira javnosti, prodaje ili preprodaje, što uključuje prodaju na sekundarnom tržištu

<sup>24</sup> BitLicense je izraz koji se koristi za poslovnu licencu za aktivnosti povezane s virtualnim valutama, koju izdaje Odjel za financijske usluge države New York prema propisima posebno dizajniranim za trgovačka društva. Propisi su ograničeni na aktivnosti koje uključuju državu New York ili stanovnike države, a sve osobe koje borave, nalaze se, imaju mjesto poslovanja ili posluju u državi New York smatraju se stanovnicima New Yorka prema ovim propisima.

MiCA-in proaktivni okvir nastoji uravnotežiti inovacije i upravljanje rizicima, dok se američki propisi često smatraju kaznenim i reaktivnim, što potencijalno guši inovacije.

## 5.1. Regulatorna u Aziji

Azija ima neke od najnaprednijih regulatornih sustava za kriptovalute, osobito u Singapuru i Japanu, iako se njihov opseg i fokus razlikuju. Usporedba MiCA-e s azijskim modelima ističe sličnosti i razlike u načinu na koji različite regije upravljaju rastom kriptoimovine.

Singapur je lider u FinTech inovacijama i implementirao je napredni okvir za kriptoimovinu prema svom Zakonu o platnim uslugama. Slično MiCA-i, Singapur se fokusira na zaštitu potrošača i financijsku stabilnost uz poticanje inovacija, međutim navedeni Zakon je užeg opsega s fokusom uglavnom na platne usluge. MiCA, nasuprot tome, regulira širi raspon kriptoimovine nudeći sveobuhvatniji okvir koji obuhvaća sve pod jednim sustavom.

Nadalje, Japan je bio jedan od prvih koji je uveo regulaciju kriptovaluta nakon kolapsa Mt. Gox burze 2014. godine<sup>25</sup>. Njegovi zakoni reguliraju burze i određene tokene, a burze se moraju registrirati kod Agencije za financijske usluge i pridržavati se AML/KYC standarda, slično kao i kod MiCA-e. Međutim, MiCA-in okvir je širi, osobito u regulaciji stabilnih kriptovaluta i, ponovno, prekograničnom sustavu “passporting” koji japanska regulatorna ne nudi.

S druge strane, Hong Kong nudi dobrovoljno licenciranje za burze, Južna Koreja provodi stroge AML procese i obveze izvještavanja, dok je Kina zabranila kriptovalute fokusirajući se na svoj digitalni yuan. MiCA-ina uravnotežena regulatorna suprotstavlja se tim pristupima, osobito zabrani u Kini, jer MiCA, kako je već spomenuto, nastoji regulirati kriptoimovinu uz poticanje inovacija i razvoj tržišta.

## 5.2. Globalne implikacije

MiCA-in okvir vjerojatno će utjecati na međunarodne regulatorne rasprave te bi Uredba mogla potaknuti globalnu regulatornu suradnju, osobito oko AML-a i prekograničnih transakcija. Globalne organizacije poput Radne skupine za financijsko djelovanje<sup>26</sup> (dalje u tekstu: FATF) i Međunarodnog udruženja regulatora tržišta vrijednosnih papira<sup>27</sup> (dalje u tekstu: IOSCO) mogle bi koristiti MiCA-u kao mjerilo za

<sup>25</sup> Hakerski napad na japansku burzu Mt. Gox u kojemu je otuđeno 850 tisuća bitcoina, što je u to vrijeme u protuvrijednosti u američkim dolarima iznosilo 450 milijuna dolara, a danas po cijeni bitcoina od 63 tisuće dolara, više od 53,5 milijardi dolara. Iako je u konačnici 200 tisuća bitcoina spašeno, preostalih 650 tisuća nikada nije pronađeno.

<sup>26</sup> engl. Financial Action Task Force

<sup>27</sup> engl. International Organization of Securities Commissions

postavljanje međunarodnih standarda, a MiCA-in fokus na AML/KYC, zaštitu potrošača i upravljanje stabilnim kriptovalutama je i usklađen s FATF-inim preporukama za borbu protiv financijskog kriminala. Tako bi rasprave između EU-a i SAD-a ili azijskih financijskih centara mogle bi sve više biti usmjerene na usklađivanje propisa o kriptovalutama radi promicanja inovacija uz očuvanje financijske stabilnosti.

Svakako, MiCA-ina sveobuhvatna regulacija postavlja novi standard za način na koji jurisdikcije mogu regulirati brzo razvijajuće tržište kriptovaluta, a iako se MiCA razlikuje od postojećih okvira u SAD-u, Aziji i drugim regijama, njezin uravnoteženi fokus na inovacije, zaštitu potrošača i stabilnost tržišta pozicionira je kao potencijalni globalni regulatorni model.

## 6. IZAZOVI I BUDUĆNOST REGULACIJE KRIPTOVALUTA U EU

Iako se MiCA smatra velikim korakom prema pružanju jasnoće i jedinstvenosti na europskom kripto tržištu, ona se suočila i s raznim kritikama, posebno iz kripto zajednice, koja izražava zabrinutost zbog mogućih utjecaja na inovacije, visokih troškova usklađivanja i prekomjerne regulacije. Sveobuhvatna priroda MiCA-e također ostavlja određena područja pravno nejasnima, osobito kada je riječ o novim tehnologijama poput nezamjenjivih tokena<sup>28</sup> (dalje u tekstu: NFT), DAO-ova i DeFi-ja. Velika je zabrinutost da bi Uredba mogla biti previše restriktivna za nove tehnologije poput navedenih. Ove inovacije nude decentralizirane alternative tradicionalnim financijskim sustavima, ali zahtjevi MiCA-e, poput AML/KYC pravila, mogli bi ograničiti njihovu sposobnost poslovanja. Za primjer, DeFi, posebice, funkcionira kroz *peer-to-peer* transakcije bez posrednika (Maia i Vieira dos Santos, 2021., str. 4), što otežava ispunjavanje očekivanja centraliziranih regulatornih zahtjeva MiCA-e. Kritičari se boje da bi tako strogi propisi mogli potkopati potencijal decentraliziranih tehnologija i potisnuti inovacije izvan EU.

Po pitanju navedenih novih tehnologija, priličan izazov predstavlja činjenica da MiCA nema jasne smjernice o tome kako regulirati NFT-ove, koji su jedinstvena digitalna imovina poput umjetničkih djela ili glazbe (Zetzsche, Buckley, Arner i van Ek, 2023., str. 96). Većina NFT-ova ne uklapa se u tradicionalne kategorije poput financijskih instrumenata ili elektroničkog novca, ali neki NFT projekti, osobito oni koji uključuju frakcijsko vlasništvo ili dijeljenje prihoda, mogu pasti pod pravila MiCA-e. Ova nejasnoća ostavlja izdavatelje i ulagače NFT-ova nesigurnima oko toga trebaju li se pridržavati MiCA-e, što bi moglo obeshrabriti inovacije na NFT tržištu u EU.

<sup>28</sup> *engl. non-fungible token*

Nadalje, DAO-ovi su decentralizirane strukture upravljanja kojima upravljaju pametni ugovori, a ne tradicionalne korporativne hijerarhije. MiCA ne daje eksplicitan odgovor kako bi DAO-ovi trebali poslovati unutar EU, što otvara pitanja o odgovornosti, upravljanju i obvezama. Na primjer, ako DAO nudi financijske usluge ili izdaje tokene, nejasno je tko bi bio odgovoran za ispunjavanje zahtjeva MiCA-e, organizacija ili pojedinačni sudionici. Ova pravna nesigurnost mogla bi obeshrabriti stvaranje DAO-ova u EU, budući da se na ovaj način sudionici suočavaju s potencijalnim pravnim rizicima.

Mnogi decentralizirani projekti posluju u više jurisdikcija, što znači da bi regulatori EU-a mogli imati poteškoća u provođenju MiCA-inih pravila na entitete sa sjedištem izvan EU. Iako MiCA omogućuje suradnju između EU i međunarodnih regulatora, različiti globalni standardi mogli bi dovesti do regulatornih rupa, pri čemu bi projekti mogli iskoristiti blaže propise u drugim regijama i tako napustiti daljnji razvoj na europskom području. S druge strane, transparentnost i nepromjenjivost blockchaina nude određeni potencijal za nadzor, ali anonimna priroda transakcija otežava provedbu. Doduše, analitika blockchaina može pomoći u praćenju transakcijskih obrazaca, ali to možda neće biti dovoljno za potpuno osiguranje usklađenosti, osobito u decentraliziranim sustavima koji ne koriste tradicionalne posrednike. Istovremeno, regulatori će se suočiti s poteškoćama u držanju koraka s brzo razvijajućim tehnologijama poput kriptovaluta usmjerenih na privatnost i naprednih DeFi protokola.

Može se zaključiti kako provedba MiCA-e u decentraliziranim ekosustavima za sada predstavlja jednu veliku prepreku, budući da tradicionalni regulatorni pristupi možda neće funkcionirati u sustavima bez centralizirane kontrole. Stoga, kako kripto industrija nastavlja evoluirati, regulatori će morati razviti nove alate i strategije za rješavanje ovih izazova, istovremeno potičući inovacije i štiteći potrošače na ovom dinamičnom tržištu.

## 6.1. Potencijalni smjer razvoja

Kao i svaki opsežni regulatorni sustav, MiCA je dinamična – vjerojatno će se mijenjati i prilagođavati kako će kripto tržište dalje evoluirati, pod utjecajem tehnologije i novih načina uporabe. Sve više će biti u interakciji s drugim projektima EU-a u području digitalnih financija, poput npr. razvoja digitalnog eura i sl.

Kako DeFi nastavlja dobivati na popularnosti, posebno u vrijeme kada ovaj koncept obećava decentralizirane alternativne usluge tradicionalnim financijama, regulatori će morati propisati specifičnija pravila za takve sustave. Objašnjenje kako decentralizirani protokoli i strukture upravljanja, poput DAO-ova, funkcioniraju ili bi trebali funkcionirati unutar okvira MiCA-e, moglo bi biti jedno od područja prema kojem će se usmjeriti buduće izmjene. To bi moglo značiti da će se razviti mehanizam

za razjašnjenje pravnih odgovornosti sudionika u decentraliziranim sustavima ili uvođenje novih vrsta regulacija koje uzimaju u obzir specifičnosti decentraliziranih financija. S povećanjem prisutnosti i utjecaja DAO-ova u kripto svijetu, regulatori će možda morati pružiti veću jasnoću o tome kako takva organizacija upravlja sobom i usklađuje se s važećim pravnim okvirima. S druge strane, NFT-ovi su postali multi milijunsko tržište u kripto prostoru, obuhvaćajući sve od umjetnosti i kolekcionarstva do virtualnih nekretnina i intelektualnog vlasništva. Trenutno, MiCA nema jedinstvene odredbe za NFT-ove, što njihovu regulaciju čini prilično neizvjesnom pa bi s obzirom na sazrijevanje i razvoj NFT tržišta, daljnje revizije MiCA-e mogle biti potrebne za tu novu klasu imovine. Daljnje promjene mogle bi donijeti sofisticiraniju regulaciju NFT-ova, razdvajajući ih ovisno o vrsti NFT-a i njegovoj uporabi. Na primjer, NFT-ovi koji predstavljaju fragmentirano vlasništvo ili ugovore o podjeli prihoda mogli bi pasti pod posebnu regulativu usmjerenu na zaštitu ulagača, dok bi se druge vrste NFT-ova, poput umjetničkih djela, mogle regulirati pod drugačijim pravnim sustavima koji se bave intelektualnim vlasništvom i autorskim pravima.

## 6.2. Povezivanje sa širim inicijativama EU-a

MiCA je također dio šire inicijative EU-a za osiguranje koherentnog i naprednog regulatornog okruženja za digitalne financije. Za očekivati je da će MiCA postajati sve važnija jer oblikuje budućnost europske digitalne ekonomije, a EU provodi projekte poput razvoja digitalnog eura i implementacije paketa digitalnih financija.

Kako Europska središnja banka<sup>29</sup> (dalje u tekstu: ECB) razmatra uvođenje digitalne valute središnje banke, poznate kao digitalni euro, koji bi trebao biti digitalni ekvivalent eura za plaćanja gotovinom i podržati prijelaz prema digitalnijoj ekonomiji, postoji objektivan prostor za usklađivanje između MiCA-e i navedene inicijative u cilju stabilnog i interoperabilnog digitalnog financijskog sustava, bez obzira na trenutnu usredotočenost MiCA-e na kripto imovinu privatnog sektora. Odredbe MiCA-e koje se odnose na EMT-ove ili digitalnu imovinu vezanu uz fiat valute mogu postaviti osnovni regulatorni okvir koji bi se mogao primijeniti i na digitalni euro. Dok ECB nastavlja razvijati digitalni euro, regulatori će morati dodatno razmotriti kako će pravila pod MiCA-om za EMT-ove i stabilne kriptovalute koegzistirati s državnim digitalnim valutama. U tom pogledu, MiCA će trebati buduće izmjene kako bi napravila prostor za uvođenje digitalnog eura i osigurala da privatne i javne digitalne valute mogu zajedno djelovati u okviru financijskog sustava EU.

---

<sup>29</sup> *engl. European Central Bank*

Također, MiCA je povezana i sa širim paketom digitalnih financija EU-a, budući da ona nastoji uspostaviti i prijeko potreban regulatorni okvir koji će podržati digitalnu transformaciju financijskih usluga na način koji osigurava financijsku stabilnost i zaštitu potrošača. Paket digitalnih financija obuhvaća i Uredbu (EU) 2022/2554 o digitalnoj operativnoj otpornosti za financijski sektor (dalje u tekstu: DORA), Uredbu koja je dizajnirana za poticanje inovacija ublažavanjem rizika digitalnih financija.

Svakako, EU ima puni potencijal za stvaranje integrirane strukture koja promovira razvoj blockchain financijskih tehnologija i upravljanje rizicima u skladu s drugim inicijativama digitalnih financija. Ovo će biti prilično važno, s obzirom na to da EU pokušava pozicionirati sebe kao “središte digitalnih financija” i namjerava poticati inovacije, dok održava visoke razine zaštite potrošača i financijske stabilnosti. No, iako bi MiCA mogla pozicionirati EU kao lidera u regulaciji kripto imovine i digitalnih financija, postoji i mogućnost regulatorne arbitraže ako druge jurisdikcije ne budu slijedile primjer i ne primijene slične standarde jer trgovačka društva lako mogu premjestiti svoje poslovanje u jurisdikcije gdje je regulatorno okruženje povoljnije za njihove potrebe.

Uspjeh MiCA-e i vodeća uloga EU u regulaciji kripto valuta biti će ostvareni samo ako njezina regulacija uspije uravnotežiti nadzor s omogućavanjem inovacija. Ako MiCA uspije ponuditi sigurno i transparentno okruženje za kriptoimovinu, dok se istovremeno potiče razvoj novih tehnologija poput DeFi-a, NFT-ova i DAO-ova, tada će EU biti u poziciji da se čvrsto uspostavi kao jedno od najnaprednijih središta blockchain inovacija na svijetu. Nasuprot tome, ako se MiCA bude percipirala kao prekomjerna regulacija ili ako se ne uspije prilagoditi novijem tehnološkom razvoju, EU će postati nekonkurentna jer će trgovačka društva i inovatori tražiti jurisdikcije koje su povoljnije za njihovo poslovanje. Ono što će učiniti MiCA-u dugoročno uspješnom jest način na koji će se prilagoditi dinamičnom razvoju kripto tržišta i digitalnih inovacija.

Za očekivati je da će se budućnost MiCA-e i regulacije kripto valuta u EU vjerojatno sastojati od izmjena, usklađivanja s većim inicijativama digitalnih financija i pozicioniranja EU kao globalnog lidera u regulaciji kripto valuta. Iako MiCA može biti dobra osnova za učinkovitu regulaciju kripto tržišta, njezin uspjeh ovisit će o tome koliko će se dobro prilagoditi novim tehnologijama, dok pritom uravnotežuje regulaciju i inovacije. Dugoročna strategija digitalnih financija EU-a, uključujući razvoj digitalnog eura, odredit će budućnost kripto industrije u Europi. Hoće li MiCA učvrstiti poziciju EU-a kao globalnog lidera u regulaciji kriptoimovine ili će dovesti do regulatorne izolacije, ovisi o tome koliko će ova regulacija biti sposobna poticati dinamičan, siguran i inovativan kripto ekosustav.

## LITERATURA

1. Čičin-Šain, 2017., „*Oporezivanje bitcoina*“, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, Vol. 67, No. 3-4, pp. 655-693
2. Direktiva 2009/110/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o osnivanju, obavljanju djelatnosti i bonitetnom nadzoru poslovanja institucija za elektronički novac te o izmjeni direktiva 2005/60/EZ i 2006/48/EZ i stavljanju izvan snage Direktive 2000/46/EZ, Službeni list Europske unije L 267/7
3. Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, Službeni list Europske unije L 173/349
4. Direktiva (EU) 2015/2366 Europskog parlamenta i Vijeća o platnim uslugama na unutarnjem tržištu, o izmjeni direktiva 2002/65/EZ, 2009/110/EZ i 2013/36/EU te Uredbe (EU) br. 1093/2010 i o stavljanju izvan snage Direktive 2007/64/EZ, Službeni list Europske unije L 337/35
5. EBA Report, 2019., „*Report with advice for the European Commission on crypto-assets*“, 9 January 2019
6. ESMA, *Appendix 1 – Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*, ESMA50-157-1384, 2019.
7. Houben, R. i Snyers, A., 2018., „*Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion*“, Cryptocurrencies and blockchain – Study
8. Kondova, G. i Barba, R., 2019., „*Governance of Decentralized Autonomous Organizations*“, Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol. 15, No. 8, pp. 406-411
9. Maia, G. i Vieira dos Santos, J. 2021., *MiCA and DeFi* („*Proposal for a Regulation on Market in Crypto-Assets*’ and *Decentralised Finance*“)
10. Payment Services Act, Monetarna uprava Singapura, 2019.
11. Tomczak, T., „*Crypto-assets and crypto-assets’ subcategories under MiCA Regulation*“, Capital Markets Law Journal, Vol. 17, No. 3, pp. 365-382
12. Uredba 2022/2254/EU Europskog parlamenta i Vijeća o digitalnoj operativnoj otpornosti za financijski sektor i izmjeni uredbi (EZ) br. 1060/2009, (EU) br. 648/2012, (EU) br. 600/2014, (EU) br. 909/2014 i (EU) 2016/1011, Službeni list Europske unije L 333/1
13. Uredba 2023/1114/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištima kriptoomovine i izmjeni uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 1095/2010 te direktiva 2013/36/EU i (EU) 2019/1937, Službeni list Europske unije L 150/40
14. Zakon o elektroničkom novcu, Narodne novine Republike Hrvatske br. 64/18 i 114/22
15. Zetsche, D. A., Buckley, R. P., Arner D. W. i van Ek, M., 2023., *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA*, UNSW Law & Justice Research Series, No. 23-27