

Initial Coin Offering: le posizioni delle autorità di vigilanza nel territorio europeo

Dopo la corsa all'acquisto di monete virtuali, nei mesi scorsi diverse *big* della tecnologia hanno annunciato di voler lanciare *Initial Coin Offering* (ICO).

Le ICO sono diffuse tra società *hi-tech* e *startup* perché costituiscono un mezzo (per ora) non regolamentato e veloce per raccogliere fondi sul web, solitamente con il fine ultimo di finanziare progetti. Attraverso tale strumento, società e singoli individui offrono la propria moneta virtuale (*coin* o *token*) in cambio di altra moneta, virtuale o avente corso legale. Le caratteristiche di ogni offerta sono racchiuse in un *white paper*, un documento redatto dall'offerente con caratteristiche simili ad un breve prospetto informativo.

Se fino ad un anno fa il proliferare di questo mezzo di *crowdfunding* era riuscito a passare – quasi – inosservato, l'aumento della portata economica del fenomeno insieme alla pubblicazione del report di investigazione del 25 luglio 2017 n. 81207¹ da parte della *U.S. Security and Exchange Commission* hanno allertato gli organismi di vigilanza dei mercati del mondo.

Nel corso del 2017, diversi Stati sono intervenuti nel tentativo di regolare le ICO. Se, da un lato, la *People's Bank of China* e la *Financial Services Commission* sudcoreana hanno messo al bando le ICO, dall'altro, gli organismi di vigilanza di diversi Stati hanno pubblicato linee guida e comunicati rivolti ad operatori e/o investitori nel tentativo di fare chiarezza sulla disciplina applicabile e sui rischi connessi.

Al fine di ricostruire la disciplina di alcuni Stati europei e comprendere le difficoltà che i legislatori e le autorità di vigilanza stanno attraversando nel tentativo di regolare il fenomeno, è necessario chiarire che esistono diverse categorie di *token* e, quindi, di ICO. Non esiste una classificazione riconosciuta al livello internazionale, ma in generale è possibile suddividere le ICO ed i *token* a seconda della funzione economica che svolgono. In particolare, si possono distinguere: *a) payment token*, laddove lo strumento non conferisca diritti, ma sia invece utilizzato quale moneta virtuale e destinato allo scambio; *b) asset token*, laddove conferisca un diritto verso il soggetto emittente o verso terzi²; *c) utility token*, che attribuisce l'accesso a prodotti o servizi distribuiti tramite applicazioni digitali. È chiaro che in presenza di una tale eterogeneità di prodotti, risulta complesso approntare una disciplina unitaria e delimitarne con chiarezza l'ambito di applicazione.

La *European Market and Security Authority* (ESMA) è intervenuta in materia di ICO il 13 novembre 2017 diffondendo due comunicazioni. Con riferimento alla disciplina applicabile, l'ESMA ha precisato che, a seconda delle caratteristiche – che, come visto,

¹ Con il *Report of Investigation* n. 81207 del 25 luglio 2017, la *U.S. Security and Exchange Commission* ha statuito che la disciplina federale in materia di valori mobiliari è applicabile a offerte, vendite e scambi di diritti in "organizzazioni virtuali" (cfr. U.S. SEC press release <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>).

² Tali diritti possono avere varia natura: A) diritti al pagamento, con possibilità di assimilazione a valori mobiliari, strumenti finanziari e strumenti partecipativi al capitale di rischio; B) diritto al ricevimento di una prestazione di servizi o di un bene.

possono risultare molto diverse a seconda dei casi – la singola ICO potrebbe configurare un’offerta di strumenti finanziari e rientrare nell’ambito di applicazione delle direttive europee nn. 2003/ 71/ CE (*Direttiva in materia di prospetto*); 2004/ 39/ CE (*Direttiva MiFID*); 2011/ 61/ UE (*Direttiva AIFM*) e 849/ 2015/ UE (*IV Direttiva antiriciclaggio*). La regolamentazione delle ICO è stata inserita dall’ESMA anche nel *2018 supervisory convergence work programme*³ all’interno del neonato settore *financial innovation*. Secondo quanto indicato nel documento, l’autorità procederà ad analisi di mercato delle ICO al fine di ponderare in quali ipotesi sia necessaria una regolamentazione del fenomeno⁴.

La *Financial Conduct Authority* (FCA) inglese ha preceduto l’ESMA, divulgando un comunicato di allerta agli investitori circa i rischi delle ICO già nel settembre 2017. Lo scorso dicembre, la FCA è tornata sul tema delle ICO con la pubblicazione del *Feedback Statement* in materia di *Distributed Ledger Technology*. In particolare, la FCA ha ribadito la natura speculativa dello strumento e la necessità di un’analisi caso per caso per individuarne la disciplina applicabile, programmando la raccolta di ulteriori informazioni ai fini di una valutazione sulla necessità o meno di una regolamentazione specifica⁵.

Di recente, la *Swiss Financial Market Regulatory Authority* (FINMA) ha pubblicato delle linee guida relative alle richieste di chiarimenti in materia di ICO⁶. Il documento non solo indica agli utenti le modalità per formulare quesiti all’autorità, ma chiarisce anche i principi che la FINMA stessa applicherà nel rispondere a tali domande. In particolare, il documento fornisce una panoramica delle categorie di *token* e un’indicazione delle caratteristiche al ricorrere delle quali i *token* sono classificabili quali titoli.

In conclusione, si può affermare che fino ad oggi le autorità di vigilanza, pur allertando i potenziali investitori dei rischi in materia di ICO, hanno privilegiato un atteggiamento di osservazione del fenomeno – anche in virtù della sua ampiezza nonché dell’impossibilità di ricondurlo sotto un unico insieme – rimandando la regolazione ad un momento successivo all’analisi.

DISCLAIMER

Il presente comunicato è divulgato a scopo conoscitivo per promuovere il valore dell’informazione giuridica. Non costituisce un parere e non può essere utilizzato come sostitutivo di una consulenza, né per sopperire all’assenza di assistenza legale specifica.

³ ESMA, *2018 supervisory convergence Work programme*, 7 febbraio 2018 (cfr. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-114-540_2018_supervisory_convergence_work_programme.pdf).

⁴ Da ultimo, il 12 febbraio 2018 le tre autorità di vigilanza europee (ESMA, EBA ed EIOPA) hanno emesso un comunicato collettivo in merito ai rischi correlati all’acquisto di valute virtuali. Le tre autorità hanno rimarcato come gli acquirenti ed i possessori di valute virtuali non siano tutelati perché tali prodotti non sono regolamentati al livello europeo (cfr. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>).

⁵ Financial Conduct Authority, *Distributed Ledger Technology Feedback Statement on Discussion Paper 17/03*, dicembre 2017 (cfr. <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs17-04.pdf>).

⁶ FINMA, *ICO Guidelines*, 16 febbraio 2018 (cfr. <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>).