

Supplemento alla guida pratica

per richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering* (ICO)

Edizione dell'11 settembre 2019

1 Situazione iniziale

In relazione alle ICO e ad altri progetti fondati sulle logiche della tokenization e sulla base delle tecnologie *distributed ledger* e *blockchain*, dalla metà del 2018 si è constatato un incremento dei progetti di emissione di *token* denominati «*stable coin*». Il presente documento, che va a integrare la Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering* (ICO) del 16 febbraio 2018¹, la cui validità rimane invariata, fornisce ai partecipanti al mercato che operano in questo settore varie indicazioni concernenti il modo in cui la FINMA inquadra dal punto di vista del diritto in materia di vigilanza le categorie ad oggi più comuni di questi token secondo il diritto dei mercati finanziari svizzero.

Il valore degli «*stable coin*» è correlato a un valore patrimoniale di riferimento che svolge la funzione di ancora (p. es. una valuta fiat). I progetti in questo ambito s'iscrivono perlopiù nell'ottica di contenere la volatilità dei prezzi, tipica dei *token* di pagamento finora utilizzati. In questo modo si punta altresì a migliorare le caratteristiche monetarie e ad aumentare l'accettazione da parte del mercato. Rispetto ai *token* di pagamento come *bitcoin* o *ether*, l'ancoramento a un valore patrimoniale è teso a conferire maggiore stabilità al valore. Si tratta tuttavia principalmente di una denominazione di carattere commerciale. In ragione della sua diffusione su scala internazionale, qui di seguito verrà comunque utilizzata la denominazione di *stable coin*.

La struttura concreta degli *stable coin* si differenzia fortemente nel singolo caso sotto il profilo giuridico, tecnico, funzionale ed economico, rendendo quindi impossibile una categorizzazione universale. Le seguenti spiegazioni concernenti l'inquadramento si applicano solo al diritto dei mercati finanziari

¹ Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>

svizzero e non necessariamente ad altre giurisdizioni. Vengono altresì fissate le informazioni di cui la FINMA necessita per il trattamento delle richieste inoltrate in materia dai partecipanti al mercato.

2 Inquadramento indicativo secondo il diritto in materia di vigilanza

2.1 Principio di base

Attualmente non esistono prescrizioni specifiche in materia di *stable coin*, né a livello internazionale né in Svizzera. Il diritto svizzero in materia di mercati finanziari si basa sostanzialmente su principi ed è improntato sul principio della neutralità tecnologica. Allo scopo di proteggere i creditori, i depositanti e gli investitori nonché di tutelare la funzionalità del mercato, esso disciplina in particolare l'accettazione di depositi, l'investimento comune come pure la gestione, la custodia e la distribuzione di investimenti collettivi di capitale, la gestione delle infrastrutture del mercato finanziario e altre attività di intermediazione finanziaria.

Il trattamento secondo il diritto in materia di vigilanza degli *stable coin* da parte della FINMA è in linea con l'approccio finora adottato in materia di *token*: l'attenzione è rivolta alla funzione economica e allo scopo ("*substance over form*"), tenendo conto dei principi di valore comprovati ("*same risks, same rules*") e delle particolarità del singolo caso. In linea di principio la FINMA constata che spesso i progetti di emissione di *stable coin* suscitano varie domande concernenti gli obblighi di autorizzazione ai sensi della Legge sulle banche (LBCR; RS 952.0) o della Legge sugli investimenti collettivi (LI-Col; RS 951.31). Quasi sempre, in ragione dello scopo abituale del mezzo di pagamento, vi è inoltre un assoggettamento alla Legge sul riciclaggio di denaro (LRD; RS 955.0). Se contestualmente all'emissione di uno *stable coin* viene generato un sistema di pagamento di rilevanza, può sussistere l'obbligo di autorizzazione secondo la Legge sull'infrastruttura finanziaria (LInFi; RS 958.1) quale sistema di pagamento con servizi accessori che implicano un aumento dei rischi.

2.2 Categorie di casi

Dal punto di vista giuridico molti (ma non tutti gli) *stable coin* prevedono un diritto di natura obbligazionaria del valore o dei valori patrimoniali di riferimento nei confronti dell'emittente (diritto di rimborso) o un diritto di natura reale nei confronti del depositario dei valori patrimoniali di riferimento. In ragione dello scopo e delle caratteristiche concrete degli *stable coin* possono esserci vari punti di contatto con il diritto dei mercati finanziari vigente. Le seguenti spiegazioni concernenti le varie categorie di casi sono puramente

indicative. Nel singolo caso è sempre decisiva la visione d'insieme (comprese le dichiarazioni di natura pubblicitaria ad esso correlate).

2.2.1 Ancoramento a valute

Uno *stable coin* ancorato a una determinata valuta fiat in presenza di un diritto al rimborso fisso (p. es. 1 *token* = 1 CHF) è regolarmente assimilabile a un deposito bancario. Nel caso di un diritto al rimborso in funzione dell'andamento del valore, per esempio mediante l'ancoramento a un paniere di valute, può in particolare essere necessario operare una distinzione tra deposito bancario e investimento collettivo di capitale. Al riguardo è spesso rilevante se la gestione dei valori patrimoniali di riferimento avviene per conto e a rischio del detentore del *token* (indizio di investimento collettivo di capitale) oppure per conto e a rischio dell'emittente (indizio di deposito bancario). In quest'ultimo caso in linea di principio significa che tutte le singole opportunità e i rischi di gestione patrimoniale sotto forma di utili e perdite derivanti da interessi, oscillazioni di valore dei prodotti d'investimento, rischi di controparte e operativi, ecc. devono essere sostenuti dall'emittente di *stable coin*.

Sono fatte salve le deroghe vigenti all'obbligo di autorizzazione bancaria, come per esempio per l'accettazione di depositi esclusivamente da banche e altre imprese assoggettate alla vigilanza oppure da investitori istituzionali con tesoreria professionale (art. 5 cpv. 2 OBCR).

Qualora per il detentore del *token* non vi sia un diritto di rimborso legato allo *stable coin*, bensì un meccanismo di stabilizzazione alternativo, oltre alle disposizioni in materia di lotta contro il riciclaggio di denaro possono essere rilevanti altre leggi sui mercati finanziari, in particolar modo la LInFi in caso di gestione di sistemi di pagamento.

2.2.2 Ancoramento a materie prime

Se lo *stable coin* è ancorato a materie prime, assume particolare rilevanza la questione dei diritti acquisiti e del tipo di materia prima (in particolare se si tratta di un metallo prezioso bancario o di altre materie prime).

Se uno *stable coin* adempie la mera funzione di mezzo di prova di un diritto di proprietà a favore del detentore del *token*, di norma non è equiparato a un valore mobiliare. Ciò presuppone che (i) sussista un diritto di proprietà sulle materie prime e non un mero diritto di natura obbligazionaria, (ii) il trasferimento del *token* comporti il trasferimento della corrispondente proprietà e (iii) gli stock di materie prime custoditi non siano considerati un deposito di cose fungibili ai sensi dell'art. 481 del Codice delle obbligazioni (CO; RS 220). I partecipanti al mercato sono responsabili per la valida impostazione ai sensi del diritto reale.

Nel caso di un mero diritto di natura obbligazionaria su metalli preziosi bancari, in ragione dell'affinità con i conti su metalli preziosi gli *stable coin* vengono equiparati ai depositi bancari. Un diritto di natura obbligazionaria su altre materie prime fa sì che lo *stable coin* venga perlopiù qualificato quale valore mobiliare o eventualmente quale derivato, a condizione che sia in linea di principio attribuibile al mercato finanziario. Nel caso di uno *stable coin* con diritto di natura obbligazionaria può inoltre insorgere la questione relativa all'obbligo di autorizzazione quale fornitore di derivati secondo l'art. 3 cpv. 3 dell'Ordinanza sulle borse (OBVM; RS 954.11). Nel caso in cui lo *stable coin* sia ancorato a un paniere di materie prime (inclusi i metalli preziosi bancari) con diritto del detentore del *token* al rimborso in funzione dell'andamento del valore, in linea di principio è considerato economicamente come un investimento collettivo di capitale.

2.2.3 Ancoramento a beni immobiliari

Nel caso in cui lo *stable coin* sia ancorato a singoli beni immobiliari o a un portafoglio di beni immobiliari e nel caso vi sia un diritto di rimborso a favore del detentore del *token*, la gestione del portafoglio normalmente affidata a terzi costituisce di per sé già un indizio di un investimento collettivo di capitale. Inoltre, in ragione degli ostacoli di natura giuridica nel trasferimento di proprietà immobiliari, viene regolarmente preso in considerazione solo il diritto al rimborso in termini di valore, il che anche dal punto di vista economico comporta l'obbligo di autorizzazione quale investimento collettivo di capitale.

2.2.4 Ancoramento a valori mobiliari

Se lo *stable coin* è ancorato a singoli valori mobiliari mediante un diritto di consegna di natura obbligazionaria a favore del detentore del *token*, è considerato un valore mobiliare. In linea di principio, se una corrispondente emissione propria non comporta l'obbligo di autorizzazione secondo la Legge sulle banche (LBCR; RS 954.1), per l'acquisizione e l'offerta sul mercato primario di *stable coin* può insorgere la questione dell'equiparazione a una ditta di emissione (art. 3 cpv. 2 OBVM). Dall'entrata in vigore delle corrispondenti disposizioni, anche in caso di mera emissione propria deve inoltre essere rispettato l'obbligo di pubblicare un prospetto secondo la Legge sui servizi finanziari (LISFi; RS 950.1). Se lo *stable coin* è ancorato a un paniere di valori mobiliari che prevede per il detentore del *token* un diritto di natura obbligazionaria a una quota del paniere, è evidentemente soggetto all'obbligo di autorizzazione quale investimento collettivo di capitale.

2.3 Presunti meccanismi di stabilizzazione

Alla FINMA vengono inoltre sottoposti per valutazione progetti di *stable coin* che prevedono l'investimento in valori patrimoniali degli introiti generati da

un'ICO e sostengono di ottenere in tal modo una stabilizzazione o addirittura un incremento del valore, sebbene non esista alcun meccanismo intelligibile che consenta di ottenere questo risultato. Spesso agli investitori viene tuttavia prospettato un investimento interessante. Tali dichiarazioni a carattere pubblicitario sono sovente poco serie. In presenza di progetti di questo tipo realizzati in o a partire dalla Svizzera, provvedimenti di *enforcement* da parte della FINMA risultano essere probabili.

3 Indicazioni per gli investitori

Gli *stable coin* non presentano necessariamente una volatilità dei prezzi più contenuta, né di per sé possono essere considerati investimenti sicuri. I rischi sono sempre correlati al prodotto e dipendono fortemente dalla sua precisa struttura. Sussistono inoltre in via generale incertezze in merito alla trasferibilità e all'applicabilità dal punto di vista civilistico dei diritti associati ai *token*. Non si può escludere che l'emissione di *stable coin*, così come per le altre tipologie di *token*, sia dettata da intenti fraudolenti.

Allegato 1: Informazioni minime complementari per richieste inerenti all'assoggettamento di *stable coin*

Stabilizzazione del valore e diritti del detentore del <i>token</i>	
Come funziona il meccanismo prospettato di stabilizzazione del valore (indicare gli aspetti tecnici e giuridici)?	
In caso di ancoraggio a un paniere di valori patrimoniali: come viene calcolato il diritto alle quote del singolo detentore del <i>token</i> ?	
Il detentore del <i>token</i> ottiene un diritto sui valori patrimoniali di riferimento?	
Se sì, qual è la natura giuridica del diritto del detentore del <i>token</i> (allegare e indicare i riferimenti delle specifiche clausole contrattuali)?	
Se sì, come funziona il meccanismo di rimborso o di restituzione per il <i>token</i> ?	
Valori patrimoniali di riferimento	
I valori patrimoniali ricevuti vengono solo custoditi o anche investiti? Da chi vengono gestiti o custoditi i valori patrimoniali di riferimento? Sotto quali forme di strumenti finanziari viene effettuato un eventuale investimento?	
Chi e in quale momento ha diritti di accesso o effettive possibilità di accesso ai valori patrimoniali di riferimento?	
Chi si assume i rischi nonché i costi derivanti dalla gestione dei valori patrimoniali di riferimento, a chi spettano gli utili e chi deve sopportare le perdite?	

Allegato 2: Categorie di casi in materia di *stable coin*

Categoria	Inquadramento indicativo secondo il diritto in materia di vigilanza (in aggiunta alle disposizioni del diritto in materia di riciclaggio di denaro ²)
1. Ancoramento a una <i>valuta fiat</i> / <i>criptovaluta</i> con diritto al rimborso fisso	Deposito bancario (LBCR) ^{3/4}
2. Ancoramento a un <i>paniere di valute fiat</i> / <i>criptovalute</i> con diritto al rimborso in funzione dell'andamento del valore	Gestione del paniere valutario e assunzione del rischio: – per conto dell'emittente: deposito bancario (LBCR)^{3/4} – per conto del detentore del <i>token</i>: investimento collettivo di capitale (LICol)
3. Ancoramento fisso a <i>materie prime</i> (incl. metalli preziosi bancari) con diritto di natura obbligazionaria	Metallo prezioso bancario: deposito bancario (LBCR) ^{3/4} Materia prima: valori mobiliari ed eventuale derivato ⁵
4. Ancoramento a un <i>paniere di materie prime</i> (incl. metalli preziosi bancari) con diritto al rimborso in funzione dell'andamento del valore	Investimento collettivo di capitale (LICol)
5. Ancoramento a <i>materie prime</i> (incl. metalli preziosi bancari) con diritto di proprietà	Nessun rilevamento prudenziale
6. Ancoramento a <i>beni immobiliari</i> con diritto al rimborso in funzione dell'andamento del valore	Investimento collettivo di capitale (LICol)
7. Ancoramento a <i>determinati valori mobiliari</i> con diritto di natura obbligazionaria	Valori mobiliari ed eventuale derivato ⁵
8. Ancoramento a un <i>paniere di valori mobiliari</i> con diritto al rimborso in funzione dell'andamento del valore	Investimento collettivo di capitale (LICol)

² In ragione dello scopo abituale del mezzo di pagamento degli *stable coin*, vi è quasi sempre un assoggettamento alla LRD.

³ Per quanto concerne la dipendenza dalla struttura giuridica del diritto al rimborso, cfr. punto 2.2.1.

⁴ Sono fatte salve le deroghe vigenti all'obbligo di autorizzazione per l'accettazione di depositi esclusivamente da banche e altre imprese assoggettate alla vigilanza oppure da investitori istituzionali con tesoreria professionale (art. 5 cpv. 2 OBCR). Se vi è una relazione con un sistema di pagamento rilevante può sussistere l'obbligo di autorizzazione secondo la LInFi, corredato da requisiti supplementari per servizi accessori che implicano un aumento dei rischi (art. 10 LInFi).

⁵ In caso di emissione propria non vi è alcun rilevamento prudenziale, tranne se si tratta di un fornitore di derivati.