

X CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 22-23 febbraio 2019

PIER PAOLO PIRANI (*)

**Gli strumenti della finanza disintermediata: *Initial Coin Offering*
e blockchain**

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. FinTech e il piano di azione della Commissione Europea. - 3. Blockchain: definizione, origine storica e funzionamento. - 4. Blockchain e criptovalute: i bitcoin. - 5. L'evoluzione del protocollo Bitcoin: la blockchain Ethereum. - 6. L'Initial Coin Offering. - 6.1 Una possibile tipizzazione dei token. - 6.2 I fattori di successo alla base di una ICO. - 6.3 (Segue) ...i rischi di una ICO. - 7. Il Virtual Financial Assets Act: uno sguardo comparatistico. - 8. L'ICO e il tentativo di regolamentazione da parte dell'Unione Europea. - 9. Il caso Friendz, un'ICO italiana di successo. - 10. Conclusioni.

1. *Introduzione.* - L'Initial Coin Offering (ICO) potrebbe essere «*the biggest thing in corporate finance in the last 30 to 40 years*» (1).

L'Initial Coin Offering può essere definita come un meccanismo promosso da imprenditori persone fisiche, società o altri enti imprenditoriali diretto al finanziamento di progetti di impresa mediante la raccolta tra la folla di investitori di *cryptocurrencies* in cambio di un token che può essere successivamente scambiato su piattaforme online, utilizzato per usufruire dei prodotti o servizi erogati dall'emittente o, in alcuni casi, ottenere dei profitti (2).

(*) *Paper* per il X° convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale" sul tema "L'evoluzione tecnologica e il diritto commerciale".

Il lavoro si propone di fornire un primo quadro d'insieme sulle *Initial Coin Offerings*.

Dottorando di ricerca in Diritto e Impresa presso il Dipartimento di giurisprudenza dell'Università LUISS - Guido Carli di Roma. Assegnista di ricerca in "Informazione e innovazione nella finanza" presso il Dipartimento di giurisprudenza dell'Università LUISS - Guido Carli di Roma.

(1) DAVID YERMACK, *6th Crowdfinancing Symposium Blockchain and Initial Coin Offerings*, Max Planck Institute for Innovation and Competition, Munich, 20 giugno 2018. Si tratta di un'opinione diffusa in dottrina: per maggiori riferimenti v. *infra* parr. 6 e seguenti.

(2) Dalla dottrina sono state proposte diverse definizioni di una ICO, in merito v. ADHAMI, *Journal of Economics and Business*, 2018, in

Il rilievo economico delle ICOs è di tutta evidenza: dal 2013 sono stati raccolti \$ 27.113.511.431 – dei quali, \$ 20.398.590.404 nel solo 2018 – e si è passati dal singolo progetto imprenditoriale finanziato mediante una ICO alle 992 *Initial Coin Offering* lanciate durante il 2018 ⁽³⁾.

Le ICOs sembrano aver superato, almeno da un punto di vista dimensionale, le tradizionali forme di finanziamento: la piattaforma di *reward-based crowdfunding* Kickstarter ha raccolto 3,6 miliardi di dollari dal 2009 al 2018, quella di *equity crowdfunding* ASSOBI 150 milioni di dollari e nel 2017 l'importo complessivo investito nel *venture capital* è stato di circa 3,6 miliardi di dollari ⁽⁴⁾.

Il coinvolgimento mondiale intorno alla tecnologia blockchain e alle criptovalute ha spinto anche diversi imprenditori italiani a interessarsi alla *Initial Coin Offering*. Secondo i dati pubblicati dal Politecnico di Milano, nel periodo 2017-2018 sono state lanciate 16 ICO «italiane» che hanno raccolto 149.801.513 milioni di dollari ⁽⁵⁾.

Il dato numerico, già di per sé considerevole, assume connotati ancora più dirompenti considerata la scarsa importanza nel contesto imprenditoriale italiano della finanza alternativa al credito bancario e soprattutto se confrontato con quanto complessivamente raccolto, quasi 100 milioni di euro, attraverso le diverse forme di *crowdfunding* (*reward, lending ed equity*) ⁽⁶⁾.

<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.04.001>; MOMTAZ, *Initial Coin Offerings*, 2018, in <https://ssrn.com/abstract=3166709> sembra dare maggiore rilievo al profilo tecnologico di una ICO, definendola come “*smart contracts on a blockchain designed to raise external finance by issuing coins or tokens*”. HOWELL, NIESSNER, YERMACK, *Initial Coin Offerings: financing growth with cryptocurrency token sales*, Finance working paper 564/2018, in http://ssrn.com/abstract_id=3201259 definiscono la ICO “*sales of blockchain-based digital tokens associated with specific platforms or assets*”.

⁽³⁾ I dati, aggiornati al 14 dicembre 2018, sono liberamente consultabili su coinschedule.com; probabilmente il sito *web* più attendibile in materia di *Initial Coin Offering*. La prima ICO si è svolta nel luglio del 2013: il progetto MasterCoin è stato in grado di raccogliere circa 5 milioni in bitcoin.

⁽⁴⁾ AMSDEN, SCHWEIZER, *Are Blockchain crowdsales the new “gold rush”? Success determinants on Initial coin Offerings*, in <https://ssrn.com/abstract=3163849>, 2018, 3.

⁽⁵⁾ POLITECNICO DI MILANO, *Quaderni di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2018. La ricerca mette in evidenza, correttamente, le difficoltà a individuare con esattezza quante campagne di ICO sono state intraprese da imprese italiane a causa sia della circostanza che le campagne sono organizzate da un team di persone fisiche molto spesso non provenienti dallo stesso Paese, sia dalla mancanza, in alcuni casi, di un veicolo societario responsabile della ICO. Il gruppo di ricerca del Politecnico ha considerato come “italiane” quelle ICO in cui almeno il 50% dei componenti era di nazionalità italiana ovvero il soggetto beneficiario della campagna era una società che di un gruppo societario con sede principale in Italia.

⁽⁶⁾ Il confronto con l'istituto del *crowdfunding* è motivato dalla circostanza che si tratta del fenomeno giuridico che sembra presentare similitudini con la *Initial Coin Offering*: la ricerca di finanziatori di un'iniziativa imprenditoriale innovativa attraverso il lancio di

Dal punto di vista giuridico l'ICO è particolarmente interessante: la mancanza di una disciplina normativa specifica rende complesso lo studio del fenomeno, che rappresenta per i regolatori nazionali una sfida alla luce delle norme poste a tutela del risparmio, della trasparenza del mercato, del sistema societario nel suo complesso e dell'esigenza di non snaturarne le caratteristiche (7).

Nuove e importanti opportunità si scorgono nella ICO, tuttavia non svincolate da rischi.

2. *FinTech e il piano di azione della Commissione Europea.* – Alla base di una ICO si pongono tecnologia blockchain e criptovalute.

La blockchain, a sua volta, è un pilastro del fintech (8).

Fino a pochi anni fa, il termine fintech era confinato alle applicazioni informatiche che supportavano il *back office* e i servizi gestionali di banche e agenzie di investimento (9). Oggi, il vocabolo ha una pluralità di significati: l'identificazione digitale, le applicazioni mobili, il *big data*, l'intelligenza artificiale e i sistemi di gestione dei rischi sono i nuovi servizi finanziari resi possibili grazie al progresso tecnologico.

Il fintech rappresenta quindi il punto d'incontro tra il mondo dei servizi finanziari e la digitalizzazione ed è un'innovazione in grado di offrire nuove opportunità di business e migliorare la vita delle persone; al tempo stesso, però, è esposto ai rischi connessi alla cibersecurity, alla protezione dei dati e alla lotta contro il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo.

Anche da un punto di vista economico è di tutta evidenza l'importanza del fintech: si contano più di 9.700 imprese attive nel settore

un appello a tutti i soggetti che navigano per la rete internet e un coinvolgimento (seppure con modalità diverse) dei finanziatori nello sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale potrebbero essere considerati come elementi caratterizzanti sia il *crowdfunding*, sia la ICO.

I dati inerenti la raccolta di capitale tramite le diverse forme di *crowdfunding* sono frutto di elaborazione di quanto illustrato all'interno della ricerca svolta dal Politecnico di Milano (sulla quale, v. *supra* nt. 5).

(7) L'unico Paese europeo che ha recentemente introdotto una specifica disciplina per la raccolta di capitali tramite offerte iniziali di criptovalute è Malta (v. l. n. 44/2018 – *Virtual Financial Assets Act*, 2018, reperibile su <http://www.justiceservices.gov.mt>), v. *infra* par. 7.

(8) In argomento, v. la COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE EUROPEA dell'8 marzo 2018 COM (2018) 109, recante un *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, che è stata pubblicata a seguito di una consultazione pubblica svoltasi nel periodo marzo/giugno 2017 e i cui risultati sono consultabili su https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-fintech_en.

(9) Fintech può essere definita come quella branca dell'economia che mette insieme il mondo della finanza con quello della tecnologia: non a caso da un punto di vista etimologico, il termine fintech deriva dall'unione tra la parola "fin", intesa come finanza, e "tech" come tecnologia.

delle tecnologie finanziarie e gli investimenti in favore dell'industria innovativa ammontano a più di 75 miliardi di dollari, con l'Europa e gli Stati Uniti che hanno assunto il ruolo di leader mondiali ⁽¹⁰⁾.

Preso atto dell'importanza del settore fintech, la Commissione Europea ha presentato un piano d'azione su come sfruttare le opportunità offerte dall'utilizzo dell'innovazione nei servizi finanziari che prevede 23 iniziative dirette all'espansione di business innovativi, a incentivare la diffusione delle nuove tecnologie e a rafforzare l'integrità del sistema finanziario ⁽¹¹⁾.

La tecnologia blockchain è, come si è detto, una componente essenziale del mondo fintech che potrebbe trasformare radicalmente i mercati finanziari, l'economia e, in un'ottica più generale, la società ⁽¹²⁾.

La Commissione ha subito posto in evidenza un aspetto fondamentale della blockchain: non bisogna assimilare questa nuova tecnologia esclusivamente con il mondo delle criptovalute, che rappresentano soltanto il più conosciuto ambito di applicazione della blockchain.

Infatti, quest'ultima può essere utilizzata in contesti che spaziano dall'automazione e (o) disintermediazione delle funzioni pubbliche e

⁽¹⁰⁾ I dati sono riportati sul sito <http://gomedici.com> per quanto concerne il numero di imprese che operano nel settore del fintech, mentre il volume di investimenti adottati per lo sviluppo di servizi finanziari innovati relativi al periodo 2010/2017 sono illustrati da una ricerca condotta da KPMG "The Pulse of Fintech Q3 2017" pubblicata sul sito www.kpmg.com.

⁽¹¹⁾ V. Comunicazione della Commissione Europea (COM (2018) 109/2), *cit.*, ma anche la Relazione trasmessa il 28 aprile 2017 dal Parlamento europeo alla Commissione europea "Sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario" (2016/2243(INI) liberamente consultabile su <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef> e la raccomandazione del 19 ottobre 2017 del Consiglio europeo alla Commissione europea volta a "proporre le iniziative necessarie per rafforzare le condizioni quadro in modo da consentire all'UE di esplorare nuovi mercati tramite innovazioni radicali basate sul rischio e di riaffermare il suo ruolo di guida nel settore industriale" consultabile su <http://www.consilium.europa.eu/media/21608/19-euco-final-conclusions-it.pdf>.

⁽¹²⁾ Se è vero che la tecnologia blockchain può essere uno strumento in grado di migliorare in modo significativo i settori chiave dell'economia e la qualità della vita dei cittadini, numerosi sono i rischi che possono derivare dall'utilizzo della tecnologia blockchain. A riguardo, basta considerare la spiccata volatilità del valore delle criptovalute, le possibili frodi a danno degli investitori, gli scarsi standard di trasparenza che caratterizzano lo scambio di criptovalute e l'utilizzo improprio dei dati personali. A livello europeo alcuni di questi problemi sono stati affrontati: (i) dalla Direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, (ii) dalle segnalazioni delle autorità di vigilanza in merito al carattere speculativo delle valute virtuali (EBA/WRG/2013/01; EBA/Op/2014/08; ESMA50-157-829) e (iii) dal Regolamento (UE) 2016/679 sulla protezione dei dati personali.

private, alla nascita di iniziative imprenditoriali e al miglioramento delle catene di approvvigionamento alimentare. In definitiva, una innovazione che nasce all'interno del mondo della finanza e da lì inizia il suo viaggio attraverso la società: un nuovo paradigma sul quale costruire processi industriali, realizzare contratti e garantire l'integrità e la sicurezza dei dati personali in un mondo che viene percepito sempre con più sfiducia.

La blockchain sembra essere la sfida più importante per il futuro del mondo fintech, un paradigma che va ben oltre le *digital currencies* ⁽¹³⁾.

3. *Blockchain: definizione, origine storica e funzionamento.* - Le transazioni commerciali sono state archiviate nei registri - nei *ledgers* - fin dall'antichità: inizialmente conservate su tavolette di argilla o papiro, successivamente sulla carta e infine sui *byte* grazie all'avvento dei sistemi informatici.

Alcuni di questi registri sono costituiti, gestiti e aggiornati da un'autorità centrale, un unico soggetto responsabile e in quanto tale esposto a errori che si traducono in costi e inefficienze del sistema economico.

I registri distribuiti digitali - *distributed ledger technology* - consentono di risolvere questi problemi attraverso una combinazione di reti distribuite, passando da un sistema centralizzato a uno distribuito nel quale ciascun soggetto della rete può implementare nuove parti nel *ledger*: la blockchain è l'esempio più famoso di *distributed ledger technology*.

La blockchain è quindi un registro distribuito e decentralizzato, crittografato e condiviso in grado di registrare le transazioni o gli eventi digitali che sono stati eseguiti dai partecipanti previa validazione degli aderenti al sistema ⁽¹⁴⁾.

È subito evidente il grande vantaggio della blockchain: un sistema decentralizzato, nel quale non esiste un unico custode di tutte le transazioni, operazioni e informazioni eseguite, ma ne esistono tanti quanti sono i nodi

⁽¹³⁾ A conferma dell'ampio ambito di applicazione della tecnologia blockchain è interessante richiamare la Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 sulle tecnologie di registro distribuito e blockchain che individua numerosi settori nei quali questa nuova tecnologia può migliorare sensibilmente la vita dei cittadini europei e delle imprese.

⁽¹⁴⁾ Almeno nelle c.d. blockchain pubbliche, sulle diverse tipologie di blockchain v. *infra* pag. 6. Una delle prime definizioni di blockchain è stata quella fornita dall'European Securities and Markets Authority, secondo la quale questa nuova tecnologia "*are essentially records, or ledgers, of electronic transactions, very similar to accounting ledgers. Their uniqueness lies in the fact that they are maintained by a shared or 'distributed' network of participants (so-called 'nodes') and not by a centralized entity, meaning that there is no central validation system. Another important feature of distributed ledgers is the extensive use of cryptography, i.e. computer-based encryption techniques such as public/private keys and hash functions, to store assets and validate transactions*", v. ESMA, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, discussion paper n. 773/2016, 2 giugno 2016.

della rete. Per “hackerare” il sistema sarebbe quindi necessario attaccare tutti i computer della rete che sono distribuiti nel mondo.

Tradizionalmente, l’origine della tecnologia blockchain si fa risalire al *paper* «*Bitcoin: A Peer-to Peer Electronic Cash System*» pubblicato da Satoshi Nakamoto che ha condotto, il 3 gennaio 2009, alla creazione del blocco zero della blockchain Bitcoin ⁽¹⁵⁾. La blockchain nasce quindi grazie alla *criptocurrency* più famosa al mondo: Bitcoin, un software *peer-to-peer* in grado di fornire un’alternativa ai tradizionali canali di pagamento.

Per quanto riguarda il suo funzionamento, la blockchain Bitcoin si presenta come un registro immutabile e diffuso, organizzato in blocchi separati che insieme costituiscono una catena sequenziale marcata temporalmente ⁽¹⁶⁾.

Ogni blocco contiene le informazioni collegate alla transazione che rappresenta ed è dotato di un *header*, all’interno del quale è contenuto un *hash* in grado di identificare il blocco e di collegarlo al blocco precedente: un’impronta digitale della transazione, una sintesi analogica che consente la validazione della transazione e la consequenzialità cronologica della catena di blocchi ⁽¹⁷⁾.

La generazione degli *hash* da parte degli utenti del sistema non avviene in maniera automatica ma solamente dopo aver risolto una specifica - e complessa - procedura matematica-crittografica. Una volta decifrato, il problema crittografico è comunicato agli altri nodi della rete che verificano la correttezza dell’algoritmo risolto e solo in questo caso il blocco che rappresenta l’*hash* viene aggiunto alla blockchain (c.d. *proof of work*) ⁽¹⁸⁾.

⁽¹⁵⁾ Il 9 gennaio 2009 è stato creato il blocco 1, collegato al blocco zero, formando così la catena dei blocchi.

In realtà, il progetto precursore della moderna blockchain fu proposto nel 1991 a opera di Stuart Haber e W. Scott Stornetta: una catena di blocchi criptati e contenenti al loro interno diverse informazioni che non ha incontrato particolare successo.

Satoshi Nakamoto è uno pseudonimo utilizzato dal creatore della blockchain, la cui identità è ancora sconosciuta. Il *paper* è consultabile su <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

⁽¹⁶⁾ La descrizione del funzionamento della blockchain è qui necessariamente sintetica. Per un’analisi più approfondita, v. GARAVAGLIA, *Tutto su blockchain*, 2018, Hoepli; HENNING DIEDRICH, *Ethereum: Blockchains, Digital Assets, Smart Contracts, Decentralized Autonomous Organizations*, 2016, Wildfire Publishing.

⁽¹⁷⁾ SARZANA DI S. IPPOLITO, NICOTRA, *Diritto della blockchain, Intelligenza artificiale e IoT*, Milano, 2018, 13.

⁽¹⁸⁾ Il meccanismo del *proof of work* è in grado di prevenire condotte dirette a creare false operazioni o ad alterare i blocchi già registrati nella catena. Si tratta di un meccanismo particolarmente complesso, lento e dispendioso in termini energetici ma che comporta alcuni incentivi economici: il *miner* che risolve il problema riceve come ricompensa dei bitcoin e ha diritto di attaccare il blocco alla blockchain ricevendo, anche in questo momento, nuovi bitcoin. I *miners* sono quindi incentivati sotto un profilo economico a favorire il corretto funzionamento del sistema. CASSANO, TILLI, VACIAGO, *Tutele e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Milano, 2018, 450.

Una tecnologia in grado di memorizzare in maniera sicura le operazioni eseguite, utilizzando un sistema di controllo decentralizzato: il registro che contiene i diversi blocchi di transazioni non è conservato presso un singolo utente ma una copia è posseduta da ciascuno dei nodi del network.

Un sistema che responsabilizza gli utenti della rete in quanto l'assenza di un soggetto terzo che intermedia tra le parti rende necessario che ciascun nodo svolga contemporaneamente un ruolo attivo (validazione delle transazioni) e un ruolo passivo (memorizzazione delle transazioni) per permettere il funzionamento della blockchain.

Una *catena di blocchi* connessi tra loro che consente di registrare una transazione in forma disintermediata, decentralizzata, distribuita, verificabile, immutabile e sufficientemente economica ⁽¹⁹⁾.

Il protocollo Bitcoin è una blockchain pubblica (c.d. *permissionless*) liberamente accessibile da tutti i soggetti che concorrono attivamente per la realizzazione e validazione delle transazioni, non essendo previste barriere di ingresso al sistema.

Oltre alla blockchain pubblica possono essere individuate, in base alle diverse possibilità di accesso e al grado di diffusione della rete, network privati e ibridi.

La blockchain privata (c.d. *permissioned*) è costituita da uno o più soggetti che gestiscono in maniera autonoma la validazione e memorizzazione delle transazioni svolte all'interno del sistema, senza possibilità di accesso da parte di soggetti esterni ⁽²⁰⁾.

La blockchain ibrida è un sistema non del tutto decentrato in quanto alcuni nodi della rete hanno un'influenza maggiore rispetto agli altri, determinando solo alcuni partecipanti alla rete quali transazioni possono essere incluse nella catena di blocchi ⁽²¹⁾.

⁽¹⁹⁾ La blockchain Bitcoin prevede che i blocchi di operazioni vengono aggiornati ogni dieci minuti: in questo arco temporale i blocchi sono man mano validati ed eseguiti in maniera tale che dopo questo intervallo non possono essere più modificati.

⁽²⁰⁾ Una blockchain privata potrebbero garantire dei vantaggi soprattutto nell'ambito delle transazioni concluse tra la Pubblica Amministrazione e le imprese: grazie a questa tecnologia si renderebbe l'operazione più rapida e meno costosa senza però che l'Amministrazione perda, nella sostanza, il controllo della transazione; circostanza che potrebbe verificarsi in una blockchain pubblica dove ogni nodo della rete ha la possibilità di validare la transazione.

⁽²¹⁾ SARZANA DI S. IPPOLITO, NICOTRA, *cit.*, 22.

4. *Blockchain e criptovalute: i bitcoin.* – La giovane storia della blockchain parte dunque dai bitcoin, la criptovaluta più famosa e importante al mondo almeno da un punto di vista economico ⁽²²⁾.

I bitcoin sembrano essere entità virtuali, non emesse da una banca centrale, utilizzabili grazie a delle chiavi private e pubbliche memorizzate su portafogli digitali (c.d. *e-wallets*) non riconducibili a una determinata persona fisica: un qualcosa nato all'interno del mondo digitale, con un progressivo successo in termini di diffusione, che è utilizzato sia quale mezzo di pagamento virtuale, sia come investimento speculativo.

La Corte di Giustizia Europea ha ricondotto i bitcoin nell'ambito dei c.d. sistemi di pagamento, definendo le operazioni di compravendita di bitcoin come "prestazioni di servizio a titolo oneroso relative a divise, banconote e monete con valore liberatori". La nostra giurisprudenza di merito ha qualificato i bitcoin come "strumento finanziario costituito da una moneta, sfruttabile per compiere transazioni online" ⁽²³⁾.

Per il vicedirettore di Banca d'Italia, i bitcoin "sono una scommessa e non una moneta"; allo stesso modo il vicepresidente della BCE ha dichiarato che i bitcoin "non sono monete, non essendo in grado di garantire le funzioni classiche di una moneta" ⁽²⁴⁾.

La V° Direttiva antiriciclaggio definisce le valute virtuali come "una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente" ⁽²⁵⁾.

⁽²²⁾ MANCINI, *Valute virtuali e bitcoin*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1-2015, 119. La prima transazione operata con bitcoin ha riguardato l'acquisto di due pizze del valore di 25 dollari a fronte della corresponsione di 10.000 bitcoin: al cambio attuale le due pizze sarebbero state acquistate per quasi cinque milioni di euro.

Il termine bitcoin con la "b" minuscola viene utilizzato per distinguere quest'ultimi dal protocollo nel suo complesso denominato Bitcoin (con la "b" maiuscola).

⁽²³⁾ V. Corte di Giustizia Europea, causa C-264/14 e Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, in *Banca borsa e tit. cred.* II, 2017, 467, con nota di PASSARETTA. Altra parte della giurisprudenza di merito ha affrontato il tema delle criptovalute nell'ambito della disciplina dei conferimenti (Tribunale di Brescia, 25 luglio 2018, e Corte di Appello di Brescia, 30 ottobre 2018, pubblicati entrambi in *Società*, 2019, 26, con nota di MURINO e di FELIS.

⁽²⁴⁾ SCOZZARI, *Il dilemma del Bitcoin: per Bankitalia non è una moneta, per Goldman Sachs solo in certi casi*, https://it.businessinsider.com/il-dilemma-del-bitcoin-per-bankitalia-non-e-una-moneta-per-goldman-sachs-solo-in-certi-casi/?refresh_ce.

⁽²⁵⁾ Art. 3, punto 16, della Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2018 che modifica la Direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del

Secondo l'art. 1, secondo comma, lett. qq) del d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, che ha modificato il d.lgs. n. 231/2007 in materia di riciclaggio del danaro e di finanziamento del terrorismo, la valuta virtuale è "la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente"⁽²⁶⁾.

Definire i bitcoin, tentare di tipizzare le diverse criptovalute è una sfida particolarmente complessa. Sicuri ed elevati sono i rischi di bitcoin e criptovalute: la volatilità dei prezzi, la mancanza di norme specifiche dirette a tutelare i consumatori dalle perdite, la diffusione sull'etere di informazioni molto spesso fuorvianti o incomplete e la mancanza di trasparenza sull'effettivo prezzo delle criptovalute sono alcuni dei pericoli che si corrono acquistando le valute virtuali ⁽²⁷⁾.

5. *L'evoluzione del protocollo Bitcoin: la blockchain Ethereum.* – Se è vero che la blockchain si è diffusa grazie al protocollo Bitcoin, è altrettanto vero che questo tipo di blockchain è utilizzabile pressochè esclusivamente per lo scambio di valuta virtuale.

Di conseguenza, nel corso degli ultimi anni sono state lanciate nuove piattaforme dirette a utilizzare la tecnologia blockchain al di fuori del mondo delle criptovalute: il progetto Ethereum è un sistema operativo che ha implementato e migliorato numerose funzioni della blockchain Bitcoin e ha permesso nuove applicazioni di questa tecnologia.

Ethereum si presenta come una blockchain pubblica, dotata di una propria criptovaluta (*ether*) e di una piattaforma *open-source* attraverso la quale è possibile sviluppare, elaborare e gestire *smart contract* in modalità *peer to peer* ⁽²⁸⁾.

terrorismo e che modifica le Direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE, disponibile su <https://eur-lex.europa.eu>.

⁽²⁶⁾ Decreto legislativo, 25 maggio 2017, n. 90 di attuazione della direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo e di modifica delle direttive 2005/60/CE e 2006/70/CE e attuazione del regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006.

⁽²⁷⁾ L'ESMA, l'ABE e l'EIOPA hanno pubblicato il 16 marzo 2018 un documento congiunto per avvertire i compratori di valuta virtuale degli alti rischi di perdita del denaro investito che si corrono al momento dell'acquisto delle criptovalute.

⁽²⁸⁾ Con l'espressione *smart contract* si fa riferimento a specifici protocolli per computer grazie ai quali le parti possono concludere un rapporto giuridico senza che via la necessità di coinvolgere terzi intermediari. Uno *smart contract* è la traduzione digitale di un contratto che è destinato a produrre effetti tra le parti solamente se le condizioni preliminari individuate dalle parti si verificano. In argomento, v. CUCCURU, *Blockchain ed*

Il sistema Ethereum si differenzia da Bitcoin perché è in grado sia di aggiornare il proprio stato ogni dodici secondi (rispetto ai dieci minuti di Bitcoin), sia di validare le transazioni attraverso il meccanismo del *proof of stake* al posto del *proof of work* (tipico di Bitcoin).

Entrambi i protocolli sono utilizzati per ottenere il *consenso distribuito* e mantenere la sicurezza della blockchain, tuttavia, da un lato, la *proof of work* richiede una grande quantità di elettricità e potenza computazionale per risolvere un determinato problema matematico, mentre, dall'altro lato, la *proof of stake* consente la validazione della transazione da parte di ogni utente che dimostra di possedere un quantitativo determinato di asset.

Nell'algoritmo *proof of stake* si presume che il nodo della rete proprietario di un numero considerevole di risorse è maggiormente incentivato a salvaguardare l'integrità del sistema: una possibile soluzione al lento, costoso e dispendioso da un punto di vista energetico *proof of work* che caratterizza la blockchain Bitcoin ⁽²⁹⁾.

Oltre a questi due elementi, Ethereum si differenzia da Bitcoin perché lo scopo primario di questa blockchain è quello di fornire agli utenti una piattaforma per incentivare lo sviluppo di applicazioni che funzionano grazie alla tecnologia blockchain ⁽³⁰⁾.

Infatti, nel novembre del 2015 è stato progettato sulla piattaforma Ethereum un *template* che permette di creare, personalizzare e trasferire token operando direttamente su Ethereum senza necessità di creare una propria blockchain ⁽³¹⁾.

Ethereum è quindi una *programmable blockchain* che non si limita a mettere a disposizione operazioni predefinite e standardizzate ma permette agli utenti di creare le proprie applicazioni sul modello fornito dal sistema, una *blockchain platform* che permette di dare vita a numerose tipologie di applicazioni blockchain.

La creazione del modello ERC-20 è stato uno dei fattori fondamentali per la diffusione delle ICO: la facilità di programmazione e personalizzazione dei token e la non necessaria costituzione di una

automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2017, 107.

⁽²⁹⁾ In un recente studio è stato ipotizzato che le transazioni Bitcoin potrebbero richiedere la stessa quantità di energia elettrica utilizzata dall'intera Danimarca (https://motherboard.vice.com/en_us/article/aek3za/bitcoin-could-consume-as-much-electricity-as-denmark-by-2020). L'utilizzo del *proof of stake* invece richiede una forma di consenso più sostenibile, meno inquinante e soprattutto meno costosa. In senso analogo, TREMOLADA, *Bitcoin: ecco quanta energia elettrica consumano*, in <http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/12/30/bitcoin-quanta-energia-elettrica-consumano/>, 2017.

⁽³⁰⁾ SARZANA DI S. IPPOLITO, NICOTRA, *cit.*, 16.

⁽³¹⁾ Il modello per la creazione di token è l'*Ethereum Request for Comments*, n. 20 (ERC-20). Per un tentativo di inquadramento dei diversi token, v. *infra* par 6).

blockchain specifica per la campagna hanno fatto sì che quasi tutte le ICOs sono state lanciate utilizzando la piattaforma Ethereum ⁽³²⁾.

6. *L'Initial Coin Offering*. – Le ICOs sono una forma di finanziamento alternativo che, pur richiamando la *Initial Public Offering* (IPO), sembrano essere una sorta di *crowdfunding* 2.0 contraddistinte però da rilevanti specificità: i token non hanno le stesse caratteristiche dei titoli azionari, l'emittente può anche essere un soggetto non dotato di personalità giuridica, non è necessaria la presenza di un intermediario, il pagamento dei token è quasi sempre rappresentato da criptovalute e la diffusione mondiale dell'offerta sembrano essere gli elementi innovativi che differenziano l'offerta pubblica di token dalle tradizionali forme di finanziamento.

Si tratta dunque di una procedura innovativa che utilizza le criptovalute e la tecnologia blockchain per raccogliere attraverso internet risorse da destinare alla realizzazione di un progetto imprenditoriale, una forma non regolamentata di *crowdsale*.

Se è vero che la caratteristica principale di una ICO è la completa *deregulation* della procedura di collocamento, è altrettanto vero che la maggior parte delle offerte pubbliche di token si articola secondo un preciso *timesheet*.

Alla base di una ICO vi è – o almeno dovrebbe esserci – un'idea imprenditoriale, un progetto innovativo, un *business plan* che può interessare numerosi settori economici: dai servizi finanziari alla comunicazione, dal *trading* allo sviluppo della tecnologia blockchain fino al *gambling* e ai *social network* ⁽³³⁾.

Una volta definito il progetto imprenditoriale, inizia l'attività di marketing con la costruzione di un sito web specifico e l'utilizzo di social media e canali digitali per sponsorizzare l'idea innovativa su cui si fonda l'ICO.

In prossimità del lancio dell'ICO, i promotori pubblicano sul sito web dell'operazione il *white paper*, un documento informativo diretto alla folla di investitori che dovrebbe illustrare in maniera analitica ed esaustiva le caratteristiche principali dell'offerta pubblica di token ⁽³⁴⁾.

Si tratta di uno step fondamentale per la riuscita della ICO: studi

⁽³²⁾ Ethereum è stata oggetto di analisi perché si tratta della blockchain utilizzata in quasi tutte le ICOs, diverse e numerose sono le blockchain specializzate che sono nate oltre a Bitcoin (ad. es. IOTA, Ripple e Filecoin).

⁽³³⁾ Secondo i dati raccolti da CoinSchedule, nel 2018 il settore all'interno del quale sono state lanciate più ICOs è quello delle infrastrutture (25,7%), segue il *finance* (14,9%), *communication* (10%), *trading&investing* (6,8%) e *payments* (4%).

⁽³⁴⁾ COHNEY, HOFFMAN, SKLAROFF, WISHNICK, *Coin-Operated Capitalism*, Working paper, 2018.

empirici dimostrano che la diffusione di un *white paper* completo e veritiero è una delle chiavi per il successo dell'operazione, una componente fondamentale della campagna ⁽³⁵⁾. Sarà quindi necessario che il "prospetto informativo" dell'offerta indichi le ragioni alla base dell'iniziativa imprenditoriale e il settore economico di riferimento, il *know how* dei promotori e i loro partners, la strategia imprenditoriale adottata a lungo termine, la tipologia di token che sarà collocata sul mercato e le tutele legali previste in favore degli investitori.

Una pluralità di elementi in grado, da un lato, di attrarre potenziali investitori e, dall'altro lato, di "allarmare" il mercato nel caso queste informazioni siano state diffuse dall'emittente in maniera incompleta o siano del tutto assenti.

Se è certo che un *white paper* esaustivo è uno dei presupposti fondamentali per la riuscita dell'operazione, è altrettanto vero che la mancanza di standard regolamentari e normativi non assicura la veridicità delle informazioni trasmesse dai promotori dell'iniziativa imprenditoriale con il *white paper*.

Dopo la pubblicazione del "prospetto informativo", l'emittente crea attraverso la tecnologia blockchain i token associati al progetto imprenditoriale che possono essere emessi sia grazie a una blockchain nativa, cioè progettata per la specifica ICO, sia utilizzando una blockchain esistente (molto spesso, Ethereum).

Quest'ultima è la strada seguita con maggiore frequenza: il technical standard Ethereum Request for Comment 20 (ERC20) permette di creare in pochi minuti e senza particolari costi un token standard che può essere successivamente personalizzato secondo le esigenze dei promotori ⁽³⁶⁾

Molto spesso il lancio vero e proprio della ICO è preceduto da una fase di prevendita (c.d. pre-ICO), all'interno della quale vengono collocati sul mercato un numero ristretto di token a un prezzo notevolmente più basso rispetto a quello fissato per la ICO futura.

Un incentivo economico per gli *early adopter* che non esaurisce la funzione della pre-ICO, la quale può essere considerata uno strumento in grado di coprire i costi del *roadshow*, il marketing, le attività di *advisoring* ma anche un'occasione per i promotori di ottenere informazioni direttamente dagli investitori sull'attrattività del progetto imprenditoriale, la correttezza

⁽³⁵⁾ FISCH, *Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures*, in *Journal of Business*, 2018, 7 sembra ritenere che l'informazione più importante che un *white paper* deve contenere riguarda la tecnologia blockchain utilizzata e come l'impresa si propone di sviluppare, estendere e applicare questa nuova tecnologia. In senso conforme anche ADHAMI, *cit.*, 3.

⁽³⁶⁾ HOWELL, NIESSNER, YERMACK, *cit.*, 6; ma anche MOMTAZ, *Initial Coin Offerings*, Hamburg Financial Research Center Working paper series n. 31, 2018, 7, evidenzia che dal gennaio 2018 sono stati creati oltre 21.000 token basati sulla ERC20, quasi l'80% del totale di token emessi.

del prezzo dei token offerti e la quantità di token che saranno oggetto della ICO.

Successivamente, si apre la campagna vera e propria che può prevedere un target minimo o massimo di sottoscrizioni da raggiungere nel periodo di offerta e durare per un intervallo di tempo liberamente determinato dall'emittente, da un giorno fino a un anno. Il procedimento di sottoscrizione è interamente digitalizzato e disintermediato: gli investitori trasferiscono sul portafoglio digitale dell'emittente la criptovaluta richiesta e ricevono in cambio la corrispondente quantità di token.

Terminata la ICO, i token possono essere quotati su apposite piattaforme di *trading*.

Una ICO è quindi una procedura di collocamento di gettoni – token dotati di particolari diritti – costruita grazie all'utilizzo della tecnologia blockchain e caratterizzata dall'ampia libertà dell'emittente nella conduzione della campagna: un'innovativa forma di *crowdsale* che presenta elementi sia di disomogeneità, sia di identità rispetto ai tradizionali metodi di finanziamento.

Per quanto riguarda quest'ultimi, sia l'ICO, da un lato, sia l'IPO e il *crowdfunding*, dall'altro lato, utilizzano il web, internet e la tecnologia per diffondere i contenuti dell'offerta tra i risparmiatori.

Una tecnologia “tradizionale” nel caso di IPO e *crowdfunding*, mentre nella ICO viene adoperata una tecnologia “innovativa”.

Tra una ICO e le tradizionali forme di finanziamento vi sono però significative differenze ⁽³⁷⁾.

Anzi tutto, il *white paper*: un documento che richiama il prospetto contenente le informazioni chiave di una IPO e la sezione informativa sulla singola offerta di *crowdfunding* messa a disposizione dai gestori della piattaforma.

White paper, prospetto informativo e sezione informativa sembrano avere identità *funzionale* e non *sostanziale*: se è vero che i tre documenti hanno la funzione di consentire agli investitori di conoscere caratteristiche essenziali, rischi e opportunità dell'investimento, è altrettanto vero che il loro contenuto “informativo” è qualitativamente e quantitativamente differente.

Infatti, il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori e il prospetto che precedono il lancio di una IPO devono essere redatti in conformità a precisi standard normativi, consentire agli investitori di comprendere la natura e i rischi dell'investimento proposto e rendere le informazioni trasmesse di facile lettura, chiare e non fuorvianti se l'emittente non vuole incorrere in responsabilità per informazioni false o

⁽³⁷⁾ Altri fattori distintivi saranno trattati nel paragrafo dedicato ai fattori di successo della ICO in considerazione del loro rilievo.

incomplete ⁽³⁸⁾.

Allo stesso modo, la piattaforma di *equity crowdfunding* deve pubblicare per ciascuna campagna una breve descrizione del progetto imprenditoriale, i dati contabili essenziali dell'emittente, la composizione dell'organo amministrativo e il *curriculum vitae* degli amministratori, la descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, la percentuale che rappresentano rispetto al capitale sociale dell'offerente e i diritti amministrativi e patrimoniali a essi collegati e le relative modalità di esercizio ⁽³⁹⁾.

Un complesso di informazioni che dovrebbe essere in grado di fornire all'investitore una rappresentazione chiara e veritiera della storia dell'emittente, del *background* professionale degli amministratori e dei rischi e opportunità connesse all'investimento.

Se quindi il legislatore - sia in ambito nazionale, sia in ambito europeo - si è preoccupato di garantire agli investitori di una IPO o di un'operazione di *crowdfunding* una corretta e veritiera conoscenza dell'investimento economico, cautele analoghe difettano nel caso di una ICO.

Infatti, l'assenza di precisi *standard* normativi e regolamentari comporta un'assoluta discrezionalità dell'emittente in merito alla quantità e qualità delle informazioni messe a disposizione dei sottoscrittori di una ICO, non essendo inoltre previsto un controllo pubblicistico sulla veridicità delle notizie - poche o molte che siano - trasmesse con il *white paper*.

Un'altra differenza tra ICO, da un lato, e IPO e *crowdfunding*, dall'altro lato, riguarda il momento storico in cui viene lanciata l'offerta e i soggetti astrattamente destinatari di quest'ultima.

L'*equity crowdfunding* è una forma di finanziamento utilizzata nelle prime fasi di vita di un'impresa: nella maggior parte dei casi, una *start up* si rivolge alla folla dei risparmiatori per finanziare la propria nascita e crescita economica. Non a caso, l'importo medio raccolto per ciascuna campagna (circa € 200.00) e "l'età media" delle società emittenti (due anni) sembrano dimostrare come questa forma alternativa di finanziamento venga utilizzata soprattutto durante i primi momenti di vita dell'impresa ⁽⁴⁰⁾.

L'IPO è un meccanismo di finanziamento che consiste nel

⁽³⁸⁾ Per quanto riguarda la disciplina informativa dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari v. le disposizioni contenute all'interno del TUF e normativa secondaria di attuazione.

⁽³⁹⁾ V., anche per gli ulteriori obblighi informativi a carico della piattaforma, l'art. 16 e l'allegato 3 del Regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e da ultimo modificato dalla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018.

⁽⁴⁰⁾ Per una esaustiva illustrazione dei dati sopra indicati v. POLITECNICO DI MILANO, *cit.*, 31.

collocamento sul mercato, da parte di una società, di azioni di nuova emissione a prezzi e quantità prestabiliti: un'offerta, invito a offrire o forma di sollecitazione del pubblico finalizzata a ottenere danaro dagli investitori in cambio della dazione di strumenti finanziari da parte dell'emittente che di norma viene lanciata per sostenere la crescita economica di un'impresa societaria già affermata e presente sul mercato.

L'ICO, invece, è una forma di finanziamento che può essere utilizzata in tutte le fasi della vita di un'impresa: il target raccolto, che comprende importi da circa \$ 100.000 a \$ 4,2 miliardi, sembra avvalorare la considerazione per la quale l'ICO astrattamente è uno strumento di finanziamento di tutti gli stadi economici dell'impresa ⁽⁴¹⁾.

Diverse sono anche le motivazioni che spingono gli investitori a sostenere una ICO, una IPO o una campagna di *crowdfunding*.

Se gli investitori di una IPO sembrano essere soprattutto investitori professionali guidati da motivazioni essenzialmente remunerative dell'investimento svolto, i soggetti che rischiano in una operazione di *equity* o *reward crowdfunding* potrebbero essere mossi anche da ragioni altruistiche, filantropiche o di esclusivo interesse nei confronti del prodotto commercializzato dall'emittente.

Al contrario, una ICO è una forma di investimento attrattiva per tutte le tipologie di investitori: siano essi investitori istituzionali, piccoli risparmiatori, *business angel* o semplici sostenitori di un'iniziativa imprenditoriale a elevato standard tecnologico.

Infine, anche l'attività di marketing alla base di una ICO si distingue notevolmente da quella adottata nell'ambito dei tradizionali meccanismi di finanziamento: da un lato, abbiamo piattaforme professionali che sponsorizzano le campagne di *crowdfunding* e broker che presentano offerte di investimento a soggetti interessati, mentre, dall'altro lato, l'ICO è condotta generalmente sul proprio sito web con un supporto da parte dei social media e canali digitali (ad es. YouTube).

Prospetto informativo, momento storico di riferimento, motivazioni alla base dell'investimento e campagne pubblicitarie sono alcune delle differenze tra l'ICO e le tradizionali forme di finanziamento.

Mi sembra però che la vera specialità di una ICO debba essere individuata nell'oggetto dell'offerta: i token.

6.1 Una possibile tipizzazione dei token. – L'ICO può dunque essere definita come un'offerta al pubblico non regolamentata di token costruita mediante l'utilizzo della tecnologia blockchain.

La quasi totalità dei token sono creati utilizzando il technical

⁽⁴¹⁾ MOMTAZ, *cit.*, 7. Anche se, almeno da una prima analisi, sembra essere uno strumento tendenzialmente utilizzato per lo sviluppo iniziale dell'attività imprenditoriale.

standard Ethereum Request for Comment 20 (ERC20): se quindi il procedimento di emissione non solleva particolari dubbi, maggiori difficoltà si rinvengono nel tentativo di classificare i token che possono essere collocati con una ICO.

Difficoltà che derivano sia dall'assenza a livello mondiale di una tipizzazione unanimemente riconosciuta dei token, sia dalla potenziale ibridazione che può interessare ciascun token.

Ciò posto, la tripartizione proposta dall'Autorità di vigilanza svizzera basata sulla *funzione economica* dei token appare la più condivisa in ambito regolamentare e tra gli operatori economici ⁽⁴²⁾.

In particolare, la FINMA il 16 febbraio 2018 ha pubblicato una guida pratica per il trattamento delle *Initial Coin Offering* che trova origine nella precedente comunicazione del 29 settembre 2017 n. 4, con la quale l'Autorità di vigilanza aveva messo in evidenza la necessità di fornire agli operatori economici precise indicazioni in merito al trattamento giuridico dei token offerti in una ICO ⁽⁴³⁾.

La FINMA, preso atto che non esiste sulle ICOs una giurisprudenza specifica e una dottrina univoca, ha proposto una classificazione dei token orientata secondo la loro funzione economica distinguendo tra: (i) *payment tokens* che dovrebbero essere utilizzati come mezzi di pagamento per l'acquisto di beni o servizi o facilitare il trasferimento di denaro o valori; (ii) *utility tokens* che permettono di usufruire del prodotto o servizio costruito grazie alla tecnologia blockchain; (iii) *asset tokens* che possono essere considerati uno strumento di *equity*, attribuendo ai possessori il diritto a percepire i ricavi futuri eventualmente raggiunti dall'emittente.

La tripartizione dei token in base alla loro funzione economica è una classificazione che non esclude la possibilità per l'emittente di creare un token in grado di coniugare gli elementi caratterizzanti gli *utility*, *asset* o *payment tokens*.

Tokens ibridi, come nel caso di un *asset token* che può essere utilizzato anche come *payment*: un qualcosa a metà tra un valore mobiliare e un mezzo di pagamento.

Corollario della classificazione dei token è l'applicazione della relativa disciplina, in merito alla quale non vi è dubbio che il profilo di maggiore interesse riguarda la qualificazione dei token come valori mobiliari o meno.

⁽⁴²⁾ Una parte della dottrina ha prospettato una tipizzazione dei token basata sulla causa giuridica sottesa al token, distinguendo tra token con funzione di pagamento, di titolarità, con diritto a ottenere una prestazione futura e token che rappresentano una forma di partecipazione collettiva. V. per i dovuti riferimenti dottrinali, CASSANO, TILLI, VACIAGO, *cit.*, 506.

⁽⁴³⁾ Sia la guida pratica del 16 febbraio 2018, sia la comunicazione n. 4/2017 sono liberamente consultabili sul sito www.finma.ch.

Si tratta di un passaggio fondamentale di una ICO: considerare i token oggetto dell'offerta alla stregua di prodotti finanziari – ovvero securities o financial instruments secondo la normativa statunitense o europea – comporta rilevanti conseguenze giuridiche in ordine all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, al rispetto delle norme sul *market abuse*, sulla MIFID 2 e MiFIR, sui gestori accentrati di strumenti finanziari (CSDR) e degli schemi di investimento collettivo (UCITS) e, più in generale, di tutte le singole disposizioni adottate dalle Autorità nazionali di vigilanza ⁽⁴⁴⁾.

La FINMA, dopo aver ribadito la necessità di valutare caso per caso la natura dei token emessi in base alla concreta configurazione della campagna, ritiene che non tutti i gettoni possono essere considerati come valori mobiliari: da un lato, i *payment tokens* e gli *utility tokens* non sono classificabili come valori mobiliari, mentre, dall'altro lato, gli *asset tokens* sono trattati come valori mobiliari ai sensi dell'art. 2, lett. b), della legge sull'infrastruttura finanziaria (LInFi) rappresentando un valore patrimoniale negoziabile all'interno del mercato.

Quindi non sono considerati come valori mobiliari i token che in ragione della loro funzione economica sono un mezzo di pagamento (*payment token*) o conferiscono esclusivamente un diritto di accesso a un servizio digitale (*utility token*). Invece, i token emessi in forma standardizzata, idonei a essere negoziati su vasta scala e che attribuiscono un diritto economico possono essere considerati valori mobiliari (*asset token*).

La qualificazione giuridica dei token è stata recentemente affrontata dalla nostra Autorità di vigilanza del mercato con la delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018, con la quale è stata sospesa ex art. 99, primo comma, lett. b), TUF, l'ICO lanciata dalla Togacoin LTD che aveva per oggetto la collocazione sul mercato del token TGA ⁽⁴⁵⁾.

L'ICO è stata pubblicizzata su un sito web redatto in lingua italiana ed era diretta a finanziare un progetto imprenditoriale relativo al mondo blockchain, con specifico riferimento alla “sfida di svincolare completamente le operazioni di minaggio dal costo dell'energia elettrica”, mediante l'offerta al pubblico di un token costruito sulla base del protocollo ERC20 che avrebbe dovuto assicurare “in relazione a un investimento base di 100 dollari il rendimento di \$ 213 per il primo anno, \$ 434 per il secondo

⁽⁴⁴⁾ La questione giuridica relativa alla qualificazione dei token come *financial instruments*, *securities* o prodotti finanziari è considerata (in maniera condivisibile) come uno dei temi fondamentali in una ICO da GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società*, 2019, 63.

⁽⁴⁵⁾ La delibera n. 20660/2108 è consultabile su <http://www.consob.it>. Per un primo commento alla delibera, v. CAPACCIOLI, SOLDAVINI, *Consob e ICO, scatta il primo stop a un'offerta di criptovalute*, in *Il Sole24ore*, 9 novembre 2018.

anno e \$ 654 per il terzo anno”⁽⁴⁶⁾.

Il sito web specifico per la campagna, il *white paper*, il token realizzato tramite lo standard ERC20 e un target minimo e massimo di raccolta sono gli elementi che hanno caratterizzato l’ICO lanciata da Togacoin LTD.

La CONSOB ha sospeso in via cautelare l’offerta al pubblico di token in quanto posta in essere in violazione delle disposizioni normative e regolamentari che disciplinano l’offerta al pubblico di prodotti finanziari. Ed è proprio la qualificazione dei token TGA come prodotti finanziari, il profilo più interessante della delibera n. 20660/2018.

L’Autorità di vigilanza, dopo aver richiamato la definizione fornita dall’art. 1, primo comma, lettera t), TUF, individua gli elementi costitutivi dell’offerta al pubblico nella: a) circostanza che l’attività di collocamento abbia a oggetto “prodotti finanziari”, essendo ricompresi in questa categoria sia i tipici strumenti finanziari, sia ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; b) presenza di una comunicazione al pubblico diretta a far acquistare o sottoscrivere i prodotti finanziari oggetto dell’offerta; c) la destinazione dell’offerta al pubblico residente in Italia.

Se appare difficile negare la sussistenza dei requisiti a) e b) nell’ICO lanciata dalla Togacoin LTD, maggiori dubbi sorgono in merito alla qualificazione del token TGA come prodotto finanziario.

La CONSOB sembra considerare l’investimento proposto dalla Togacoin LTD “un investimento di natura finanziaria” in considerazione della causa giuridica alla base della proposta negoziale: l’aspettativa di un rendimento finanziario quale corrispettivo della dazione di capitale al soggetto offerente.

L’ICO lanciata da Togacoin LTD, che come detto in precedenza è stata sospesa al pubblico residente in Italia, non sta registrando un particolare successo: a 123 giorni dal termine della campagna sono stati raccolti \$ 305.000 su un *hard cap* di € 76.321.000⁽⁴⁷⁾.

In ambito comunitario, un’interessante posizione sulla qualificazione e regolamentazione dei token è rinvenibile nell’*Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* trasmesso dal Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG) all’Autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari (ESMA) il 19 ottobre 2018⁽⁴⁸⁾.

⁽⁴⁶⁾ Questi sembrano essere i profili di maggiore interesse desumibili dalla lettura del *white paper* pubblicato sul sito web della campagna.

⁽⁴⁷⁾ I dati sono pubblicati sul sito <https://icorating.com>, visitato il 28 dicembre 2018.

⁽⁴⁸⁾ Il Securities Markets Stakeholders Group ha lo scopo di agevolare le consultazioni tra l’ESMA e i suoi stakeholder e di fornire supporto tecnico su temi predeterminati, garantendo la piena partecipazione degli stakeholder stessi durante il percorso decisionale di loro interesse.

Il parere del Securities and Markets Stakeholder Group è articolato in quattro sezioni ed è consultabile sul sito <https://www.esma.europa.eu/>. Per un commento v. CONSO, DI

Il Securities Markets Stakeholders Group riprende la tassonomia tra *utility*, *payment* e *asset* token proposta dalla FINMA, arricchendola di ulteriori contenuti.

Anzi tutto, il SMGS specifica quali sono i vantaggi e i rischi insiti in ciascun token.

I *payment token* possono aumentare la concorrenza nel mercato dei pagamenti virtuali e incentivare gli operatori tradizionali ad aumentare l'efficienza del sistema in termini di costi, velocità, facilità d'uso e sicurezza, ma presentano anche forti rischi di riciclaggio di denaro o speculativi.

Gli *utility token* permettono all'emittente di fidelizzare una rete di utenti in grado di accrescere il valore dell'azienda, pur essendo l'investitore esposto al rischio che l'emittente non consegni il servizio o interrompa l'attività d'impresa rendendo inutilizzabile il token.

Gli *asset* token possono facilitare il finanziamento di progetti imprenditoriali, ma al contempo sono rilevanti le esigenze di tutela degli investitori e del mercato da eventuali abusi.

Tanto premesso, il Securities Markets Stakeholders Group ritiene che nei confronti dei *payment* tokens e degli *utility* token non dovrebbero trovare applicazione il Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e il Regolamento (UE) 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato.

Rispetto alle guide linee della FINMA, il Securities Markets Stakeholders Group sollecita però una più ampia riflessione in ambito comunitario in merito alla possibilità di assoggettare i *payment* e *utility* token alla Direttiva MIFID II, al Regolamento europeo sul prospetto e alla MAR nel caso questi due token assumano le sembianze di un vero e proprio prodotto d'investimento, anche per regolamentare l'eventuale *trading* dei *payment* e *utility* token nei mercati secondari.

Il trattamento giuridico degli *asset* token è più complesso.

Anzi tutto, il SMSG ritiene che se l'*asset* token «*gives right to a financial entitlement*» ed è liberamente trasferibile presenta delle caratteristiche molto simili a un titolo di *debt* o *equity*: un valore mobiliare soggetto alle norme MIFID II e al Regolamento Prospetto.

Il medesimo ragionamento vale per gli *asset* token trasferibili che attribuiscono al titolare il diritto di intervento nell'attività societaria, mentre non rientrano nell'applicazione della normativa sui mercati finanziari gli

asset token che non possono circolare liberamente e non assegnano al titolare un diritto decisionale sull'attività imprenditoriale.

Della qualificazione giuridica dei token si è interessata anche la Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti: il 25 luglio 2017 è stato pubblicato il rapporto di investigazione n. 81207 sulla vicenda "TheDAO", la prima presa di posizione di un'Autorità di vigilanza mondiale sulle ICOs ⁽⁴⁹⁾.

TheDAO era una *decentralized autonomous organization* creata sulla blockchain Ethereum mediante il lancio di una *Initial Coin Offering*, una sollecitazione al pubblico ad acquistare DAO token a fronte del pagamento all'emittente di criptovaluta Ether, diretta a finanziare i progetti imprenditoriali innovativi proposti dagli utenti della rete che avevano superato il vaglio preliminare dei curatori dell'organizzazione e ottenuto l'approvazione dei titolari dei DAO token ⁽⁵⁰⁾.

Nell'analizzare la vicenda, la SEC ha focalizzato la propria attenzione sulla qualificazione giuridica dei DAO token al fine di capire se potevano essere considerati come dei *securities* e trovare quindi applicazione la *Securities Law*.

Per rispondere a questo interrogativo, l'Autorità di vigilanza statunitense ha applicato alla ICO TheDAO il c.d. "Howey test" che definisce un contratto *d'investimento* sulla base di quattro presupposti: (i) l'impiego di denaro; (ii) l'investimento in una impresa; (iii) la ragionevole aspettativa di profitti da parte dell'investitore; (iv) la correlazione tra i profitti e lo sforzo manageriali o imprenditoriali di terzi ⁽⁵¹⁾.

La SEC ha ritenuto sicuramente sussistenti nella ICO The DAO il requisito dell'investimento di denaro (il conferimento di criptovaluta è stato assimilato alla moneta corrente) in un'impresa (TheDAO era costruita mediante un veicolo tedesco) con la ragionevole aspettativa di profitti (il *white paper* evidenziava la finalità lucrativa della campagna).

Più complessa è stata l'argomentazione dell'Autorità di vigilanza statunitense in merito alla presenza del requisito "manageriale": l'attività

⁽⁴⁹⁾ SEC, *Report of Investigation pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: TheDAO*, 25 luglio 2017, consultabile sul sito <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>. Il report è commentato in *Riv. soc.*, SEZIONE NOTIZIE, 2017, 1208.

⁽⁵⁰⁾ L'ICO di TheDAO riuscì a raccogliere circa 150 milioni di dollari in pochi mesi. SARZANA DI S. IPPOLITO, NICOTRA, *cit.*, 177, ricorda correttamente che la vicenda TheDAO portò alla scissione della blockchain Ethereum e alla creazione delle due nuove blockchain "Ethereum classic" e "Ethereum" a causa della perdita di circa 50 milioni di dollari da parte degli organizzatori della campagna a seguito di un attacco hack sull'indirizzo in cui erano depositati gli ETH corrisposti dagli investitori.

⁽⁵¹⁾ L'*Howey test* trova origine dai principi giuridici espressi dalla Corte Suprema degli Stati Uniti del 1946 nell'ambito del caso SEC v. W.J. Howey Co.

dei curatori di selezione dei progetti provenienti dalla rete, il controllo da parte di quest'ultimi sull'attività del TheDAO e la circostanza che la comunità degli investitori era numerosa e frammentata sono gli elementi fattuali che hanno portato la SEC a ritenere soddisfatto anche il quarto presupposto dell'Howey test ⁽⁵²⁾.

Sulla base di queste considerazioni, la SEC, da un lato, ha qualificato i DAO token come *securities* con obbligo per l'emittente di registrare le offerte e le vendite dei gettoni e, dall'altro lato, ha considerato le piattaforme secondarie di trading dei DAO token quali *national securities exchange* ⁽⁵³⁾.

In conclusione, la qualificazione giuridica del token come *payment*, *utility* o *asset* è un passaggio cruciale in ogni ICO: tutte le campagne sono precedute da uno studio sui token per accertare che non rientrino nell'Howey test, in quanto l'eventuale applicazione della complessiva normativa a tutela degli investitori rappresenterebbe un costo rilevante per i promotori ⁽⁵⁴⁾.

6.2 *I fattori di successo alla base di una ICO* – Quali sono i motivi che spingono gli investitori a sottoscrivere un'offerta al pubblico di token che non assicura né una tutela giuridica, né un profitto economico certo?

Gli elementi vincenti di una ICO sembrano essenzialmente quattro.

Anzi tutto, la mancanza di una piattaforma o di un soggetto che intermedia e metta in contatto i promotori e gli investitori.

Una ICO è realizzata esclusivamente tramite l'utilizzo della tecnologia blockchain, non vi sono costi di transazione a carico dell'emittente o dei sottoscrittori: la raccolta delle risorse economiche tra la folla degli investitori è a costo zero, non essendo necessaria la presenza di una banca, un agente di investimento o un operatore finanziario che processi le offerte e le vendite dei token o esegua materialmente il trasferimento di danaro in favore dell'emittente.

⁽⁵²⁾ La SEC ha sottolineato come la valutazione giuridica dei token offerti in una ICO deve essere svolta caso per caso non assumendo la decisione presa nel caso TheDAO valore assoluto, v. anche SARZANA DI S. IPPOLITO, NICOTRA, *cit.*, 179.

⁽⁵³⁾ Un altro caso interessante che si è concluso con una pronuncia da parte della SEC è l'ICO *Munchee*: anche in questa circostanza l'Autorità statunitense ha bloccato l'offerta al pubblico di token perché posta in essere in violazione della *Securities Law*. Il caso *Munchee* è particolarmente interessante in quanto i token oggetto di offerta erano "ibridi", coniugando al loro interno diverse tipologie di diritti che comprendevano anche l'utilizzo dei servizi correlati alla piattaforma di blockchain. Quindi token a metà tra *asset* e *utility* che non ha precluso la qualificazione dei gettoni come "contratto di investimento".

⁽⁵⁴⁾ L'*Howey test* è considerato un vero e proprio *spauracchio* per i promotori di una ICO: non a caso dopo la decisione della SEC sul caso TheDAO quasi tutte le offerte successive sono state precluse agli investitori statunitensi al fine di evitare l'applicazione delle norme sulle *securities*.

Un'offerta al pubblico senza costi di intermediazione, che dovrebbe remunerare solamente i partecipanti, rappresenta un notevole incentivo alla sottoscrizione della campagna.

L'assenza di costi di transazione assume rilievo anche dopo la conclusione della ICO: i token sono collegati a *smart contract* che consentono l'applicazione automatica di clausole contrattuali senza la necessità di un intermediario.

Rispetto alle forme tradizionali di finanziamento, l'ICO è l'unico meccanismo che consente la remunerazione economica del progetto imprenditoriale senza perdere quote di capitale sociale: l'emittente ottiene risorse finanziarie dagli investitori grazie esclusivamente all'innovativa idea imprenditoriale, al business plan, alla base della ICO.

La vera *sharing economy*: i sottoscrittori della campagna versano danaro all'emittente confidano nel successo del progetto imprenditoriale, con l'obiettivo di monetizzare l'investimento quando – e se – quest'ultimo verrà realizzato ⁽⁵⁵⁾.

Il terzo vantaggio è la liquidità del mercato sia nella fase di offerta vera e propria, sia dopo la conclusione della campagna.

Liquidità del mercato che viene generata, in un primo momento, dagli stessi promotori della ICO sottostimando il valore economico dei token e collocandone un numero limitato sul mercato per incentivare gli investitori a sottoscrivere immediatamente l'offerta.

Iniziale sottovalutazione economica dei token che è in grado di generare *un effetto a catena* fondamentale per il successo di una ICO: gli investitori che partecipano alla campagna aumentano la visibilità del progetto, attestano le prospettive di crescita della piattaforma e quindi attirano con la loro sola presenza nuovi investitori.

Ciò posto, uno dei principali motivi per i quali i risparmiatori decidono di investire in una ICO è la liquidità del mercato una volta conclusa la campagna: quasi tutti i token sono quotati su una o più piattaforme di *trading* nel giro di pochi mesi dopo la chiusura della ICO, garantendo così agli investitori di monetizzare immediatamente il proprio investimento.

Un mercato secondario per lo scambio di token con altri token, criptovalute o valute tradizionali, non regolamentato e molto spesso utilizzato in maniera speculativa dagli investitori.

Un vantaggio notevole della ICO rispetto a una campagna di *crowdfunding* o una IPO che consentono l'uscita dall'investimento non

⁽⁵⁵⁾ Sotto questo profilo, è evidente il vantaggio della ICO: l'emittente riceve danaro dagli investitori esclusivamente sulla base di un'idea imprenditoriale innovativa, collocando sul mercato dei token che fino a quando il progetto non sarà realizzato non rappresentano alcun *asset*.

prima di una determinata scadenza, non essendo realizzabile una remunerazione dell'investimento nel breve periodo.

Non a caso, la presenza di piattaforme che permettono il *trading* dei token subito dopo la conclusione dell'ICO è un fattore in grado di incentivare l'investimento da parte di tutti quei soggetti non direttamente interessati alla tecnologia blockchain: *investitori tradizionali* che sono attratti dalla possibilità di ottenere in tempi brevi un guadagno dall'investimento eseguito piuttosto che dallo sviluppo del progetto imprenditoriale innovativo.

Il quarto fattore vincente di una ICO è la mancanza di una regolamentazione specifica che consente ai promotori, da un lato, di modellare la campagna secondo le loro preferenze, e dall'altro lato, di non dover rispettare le norme a tutela degli investitori che sono invece presenti in una tradizionale operazione di *crowdfunding* o in una IPO.

Un vantaggio (forse) per l'emittente e non anche per i risparmiatori.

La mancanza di obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella negoziazione di titoli, del diritto di recesso successivo all'adesione, del dovere di informare gli investitori delle caratteristiche essenziali e dei rischi che gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta presentano sono alcuni dei fattori che possono incentivare la scelta di lanciare una ICO.

6.3 (Segue) ...i rischi di una ICO – Quasi tutti i profili di rischio insiti in una ICO sono conseguenza diretta di uno dei fattori di successo dell'offerta pubblica di token: la mancanza di una regolamentazione.

Anzi tutto, la perdita di tutto o parte dell'investimento.

Se l'ICO si rivela una truffa non sono previsti meccanismi di tutela degli investitori o dei creditori dell'organizzazione, la quale molto spesso si presenta al pubblico come una struttura priva di personalità giuridica e di un vero e proprio *management* ⁵⁶.

La circostanza che le ICOs sono campagne decentralizzate condotte a livello mondiale senza la necessaria presenza di un soggetto giuridico alle spalle rende, da un lato, molto difficile recuperare gli investimenti persi dai risparmiatori e, dall'altro lato, stabilire la giurisdizione competente a decidere sui casi di frode.

L'ICO, inoltre, si caratterizza negativamente per la forte asimmetria informativa tra promotori della campagna e investitori: le informazioni a disposizione del mercato sono poche, non facilmente intellegibili e molto spesso non veritiere.

Un numero ridotto di notizie in quanto molto spesso al momento del

⁽⁵⁶⁾ GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, cit., 66 evidenzia un numero comunque esiguo – pari al 10% del totale complessivo – di truffe accertate nell'ambito della *Initial Coin offering*.

lancio dell'ICO non è ancora stato sviluppato il progetto imprenditoriale da realizzare, ma anche in considerazione della volontà dei promotori di mantenere segrete le innovative caratteristiche tecnologiche dell'iniziativa.

Le (poche) informazioni a disposizione del mercato sono molto complesse da leggere: un investitore con minime competenze tecnologiche potrebbe trovare particolarmente difficile capire il significato delle notizie messe a disposizione dai promotori.

Poche e complesse informazioni che possono essere anche inattendibili, parziali o comunque non veritiere, un problema risolto solo parzialmente dalla pubblicazione del *white paper*.

Se è vero che la qualità e quantità delle informazioni trasmesse dal *white paper* è un elemento attrattivo per i risparmiatori e garantisce una maggiore probabilità di successo della campagna, è altresì verosimile il rischio di *moral hazard*. Il pericolo cioè che i promotori dell'ICO enfatizzino le informazioni contenute all'interno del *white paper* al solo scopo di attirare gli investitori, confidando nell'impossibilità di quest'ultimi di verificare la correttezza di quanto affermato.

La possibilità di compiere investimenti in forma anonima potrebbe incentivare un utilizzo della ICO per finalità criminali: uno veicolo privilegiato per il riciclaggio del danaro sporco e il finanziamento del terrorismo ⁽⁵⁷⁾.

L'offerta pubblica di token può nascondere un pericolo per gli investitori anche quando la campagna si rivela un successo.

Una volta conclusa l'ICO, i promotori hanno la possibilità di vendere nuovi token privatamente o mediante un'altra offerta pubblica: in questo caso gli investitori sembrano esposti al rischio di vedere diluito economicamente il loro investimento.

I sottoscrittori della prima campagna terminata con successo non hanno a disposizione quelle norme societarie – per esempio, relative al diritto di opzione o a quello di recesso – che consentono di tutelare economicamente l'investimento.

In sostanza, i primi investitori potrebbero perdere il profitto generato con l'investimento nella ICO a seguito di comportamenti opportunistici dei promotori senza avere alcun strumento giuridico per tutelare i propri diritti, anche con il rischio di non essere informati della vendita successiva e ulteriore di token.

7. *Il Virtual Financial Assets Act: uno sguardo comparatistico* – Il 1° novembre del 2018 è entrato in vigore il primo *corpus* normativo nazionale diretto a disciplinare i principali profili connessi all'utilizzo della tecnologia

⁽⁵⁷⁾ L'Unione Europea ha tentato di risolvere questi problemi con l'emanazione della V° Direttiva antiriciclaggio, v. Direttiva (UE) 2018/843 citata alla nota 25).

blockchain. Si tratta del Malta Digital Innovation Authority Act, dell’Innovative Technology Arrangements and Service Act e del Virtual Financial Assets Act ⁽⁵⁸⁾.

In particolare, il Malta Digital Innovation Authority Act ha creato una nuova Autorità governativa - Malta digital Innovation Authority (MDIA) - che ha il compito sia di rilasciare le autorizzazioni richieste per l’esercizio di attività ad alto profilo tecnologico, sia di sorvegliare i soggetti che hanno ottenuto le certificazioni e svolgono queste attività.

L’Innovative Technology Arrangements and Service Act disciplina le *innovation technology arrangement*: i *software* che utilizzano e sviluppano la tecnologia blockchain, gli *smart contract* e ogni altro progetto di innovazione tecnologica che può essere individuato dal Ministero competente su raccomandazione della MDIA sono i principali aspetti del *framework* regolatorio sui *distributed ledger technology*.

Il Virtual Financial Assets act è la legge più interessante in relazione all’oggetto del lavoro, prevedendo un quadro normativo specifico *to regulate the field of Initial Virtual Financial Asset Offerings and Virtual Financial Assets and to make provision for matters ancillary or incidental thereto or connected therewith*. Infatti, la Parte seconda della legge n. 43/2018 disciplina le *initial virtual financial asset offering* (VFA offering): un innovativo strumento di raccolta di risorse economiche mediante uno scambio tra i *virtual financial asset* emessi dall’emittente e i fondi degli investitori ⁽⁵⁹⁾.

La normativa maltese sulla ICO sembra ruotare intorno a due attori: il *white paper* e il *VFA agent*.

Anzi tutto, l’art. 3 della legge n. 43/2018 prescrive che nessuna *VFA offering* o *trading* di token su mercati secondari può essere avviata senza la redazione da parte dei promotori della campagna di un *white paper* sottoscritto da almeno un membro del consiglio di amministrazione dell’emittente, dal VFA agent e che non può essere pubblicizzato via web se non sono decorsi almeno dieci giorni dalla sua consegna all’Autorità competente.

Il contenuto del *white paper* è particolarmente interessante.

L’art. 4 e l’Allegato n. 1 della legge n. 43/2018 stabiliscono che il *white*

⁽⁵⁸⁾ Il Malta Digital Innovation Authority Act (Bill n. 45/2018), l’Innovative Technology Arrangements and Service Act (Bill n. 43/2018) e il Virtual Financial Assets Act (Bill n. 43/2018) sono reperibili su <http://justiceservices.gov.mt>.

⁽⁵⁹⁾ Il VFA è definito come: “ogni forma di supporto di memorizzazione digitale - *any form of digital medium recordation* - che sia usato come mezzo digitale di scambio, unità di conto o riserva di valore e non sia una moneta elettronica, uno strumento finanziario o un virtual token. Il virtual token è una forma di supporto di memorizzazione digitale che non ha utilità, valore, applicazione la di fuori della piattaforma DLT sulla quale è stato emesso e che può essere rimborsato solo con fondi su quella piattaforma direttamente dall’emittente del token stesso”.

paper deve prevedere una serie di informazioni che vanno dalla descrizione del modo in cui i fondi raccolti attraverso l'offerta saranno utilizzati per realizzare l'iniziativa imprenditoriale al numero totale di *virtual financial asset* emessi e le loro caratteristiche, l'eventuale *soft cap* e *hard cap*, il meccanismo di *refund* se non viene raggiunto l'obiettivo dell'offerta, il periodo durante il quale l'offerta è aperta, gli eventuali soggetti che sottoscrivono o garantiscono l'offerta e una descrizione dettagliata dei rischi associati alle attività finanziarie virtuali.

Si tratta di informazioni presenti in quasi tutti i *white paper*, ma con una rilevante differenza: la veridicità delle notizie trasmesse al pubblico è garantita dalla presenza di un'Autorità che ha il compito di registrare e validare il *white paper* solo dopo aver verificato la correttezza formale e sostanziale di quest'ultimo.

Tra i profili di novità, la legge maltese si segnala per l'obbligo del *white paper* di trasmettere le informazioni necessarie per consentire agli investitori di effettuare una valutazione ponderata dell'investimento secondo modalità di facile lettura e comprensione, in forma sintetica e utilizzando un linguaggio non tecnico.

Inoltre, è previsto l'obbligo per l'emittente di segnalare all'Autorità competente tutti i fatti che intervengono tra la pubblicazione del *white paper* e la conclusione della campagna: accadimenti storici che devono essere comunicati al mercato mediante la pubblicazione di un supplemento del *white paper*, con il riconoscimento del diritto di recesso in favore degli investitori che hanno già sottoscritto l'offerta.

Infine, devono essere indicati i riferimenti del soggetto emittente: denominazione sociale, numero e data di registrazione, oggetto sociale, eventuale appartenenza a un gruppo di imprese, composizione del consiglio di amministrazione dell'emittente e la relativa situazione finanziaria.

L'emittente è responsabile dei danni patrimoniali subiti dagli investitori che hanno acquistato attività finanziarie virtuali sulla base delle informazioni fuorvianti, imprecise o incoerenti contenute nel *white paper*, salvo il caso in cui i promotori dimostrino che si poteva ragionevolmente ritenere che le informazioni pubblicate erano corrette e veritiere.

Quindi un nucleo di informazioni chiare, certe e di semplice lettura che possono essere fonte di responsabilità per l'emittente se non vengono trasmesse secondo i parametri quantitativi e qualitativi fissati dalla legge n. 43/2018.

Il secondo protagonista di una ICO è il *VFA agent*: un avvocato, dottore commercialista, revisore contabile, una società tra professionisti o un ente giuridico registrato presso la giurisdizione maltese che è nominato dall'emittente e svolge un ruolo sia di *advisory*, sia di controllo del soggetto

promotore la campagna ⁽⁶⁰⁾.

Per quanto riguarda le funzioni di controllo, è compito del *VFA agent* assicurarsi che l'emittente possenga tutti i requisiti normativi e regolamentari previsti per il lancio di una ICO, comunicare tempestivamente all'autorità competente qualsiasi informazione o accadimento storico relativo alla ICO e più in generale deve relazionarsi *in an open and co-operative manner* con l'autorità statale. Si tratta di una figura a metà tra l'emittente e l'autorità di sorveglianza che è nominata dai soggetti promotori della campagna ma svolge comunque un ruolo di controllo.

Significative sono anche le funzioni di *advisory*.

Il *VFA agent* deve consigliare i promotori in merito ai profili di responsabilità e agli obblighi derivanti dall'osservanza delle disposizioni normative, guidare l'emittente su tutte le questioni relative all'ammissione delle attività finanziarie virtuali alle negoziazioni su un mercato di borsistico secondario, fungere da collegamento tra l'emittente e l'autorità competente per la registrazione del *white paper* o negoziazione delle attività finanziarie dell'emittente.

Sessantadue articoli, due allegati e una delega al MDIA per regolamentare i profili procedurali sono i pilastri sui quali si basa la prima disciplina normativa mondiale in materia di ICO.

Un tentativo coraggioso che mostra però i suoi limiti.

Coraggioso perché per la prima volta si è cercato di disciplinare in maniera organica la tecnologia blockchain e alcune delle sue applicazioni: la strada intrapresa da Malta di provare a circoscrivere un fenomeno giuridico fortemente innovativo all'interno di una precisa cornice normativa è sicuramente una scelta da applaudire.

Con dei limiti perché le modalità attraverso le quali si è cercato di raggiungere questo obiettivo non sembrano del tutto condivisibili, avendo creato un ambiente giuridico eccessivamente rigido, non in grado di incentivare il lancio di ICOs a causa forse di un approccio normativo che ha trasportato molte delle norme in materia di IPO nel mondo delle ICOs.

Le regole in materia di abusi di mercato o di diffusione di informazioni riservate, il potere dell'Autorità di sorveglianza di sospendere o vietare lo scambio di un *virtual financial asset* quotato su uno o più mercati secondari, la nomina di un *VFA* agente e l'ammissione alla negoziazione dei *virtual financial asset* solamente se l'emittente soddisfa specifici requisiti di capacità economica, finanziaria, organizzativa e di onorabilità sono forse dei paletti normativi eccessivamente rigidi che potrebbero uccidere sul nascere le nuove ICOs.

⁽⁶⁰⁾ L'art. 7 della legge n. 43/2018 stabilisce che l'autorità competente è tenuta a istituire un registro pubblico di tutti gli agenti registrati dell'Agenzia, consultabile pubblicamente e aggiornato secondo specifiche tempistiche.

Prima dell'entrata in vigore del *framework* normativo sulle tecnologie distribuite, Malta non figurava tra i primi dieci Stati al mondo sia per numero di ICO lanciate, sia per totale di fondi raccolti ⁽⁶¹⁾.

Se e in che misura si incrementeranno indicherà se sono più i pregi o i limiti del quadro normativo maltese ⁽⁶²⁾.

8. *L'ICO e il tentativo di regolamentazione da parte dell'Unione Europea* – La Commissione Europea con il piano d'azione dell'8 marzo 2018 ha presentato una proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio per offrire ai fornitori di servizi di *crowdfunding* la possibilità di ottenere un marchio UE che consenta di svolgere le operazioni di *crowdfunding* in tutta l'Unione europea ⁽⁶³⁾.

⁽⁶¹⁾ I dati sono riportati su <https://icowatchlist.com/statistics/geo>, visitato il 5 gennaio 2019.

⁽⁶²⁾ Se è vero che Malta sembra aver assunto un ruolo da assoluta protagonista nell'ambito delle tecnologie distribuite, una sorta di *isola della blockchain*, è altrettanto vero che molti altri Stati europei e non hanno preso posizione nei confronti della ICO. Da una parte, vi sono nazioni come la Cina e la Corea del Sud che hanno deciso di vietare l'emissione di ICO a causa dei forti rischi insiti per gli investitori. Dall'altra parte, l'Isola di Man, l'Estonia, Singapore, la Svizzera e San Marino sono dei veri e propri *hub* della tecnologia blockchain. Tuttavia, la maggior parte degli Stati mondiali, come ad esempio la stessa Italia, non sembrano ancora aver preso una posizione ufficiale sulle ICOs: non essendo previsti né divieti espliciti, né norme *blockchain - friendly*.

Per una ricognizione delle posizioni assunte dai singoli Stati europei, v. CASSANO, TILLI, VACIAGO, *cit.*, 477.

⁽⁶³⁾ L'*equity crowdfunding* è stato introdotto in Italia dal d.l. n. 179/2012 e successivamente disciplinato dal Regolamento CONSOB n. 18592/2013, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 162 del 12 luglio 2013. Il Regolamento n. 18592/2013 è stato modificato, una prima volta, dalla delibera CONSOB n. 19520 del 24 febbraio 2016 e, una seconda volta, dalla delibera CONSOB n. 20264 del 17 gennaio 2018 che ha tenuto in considerazione le novità normative introdotte dal d.l. n. 50/2017. Il *crowdfunding* è uno strumento grazie al quale è possibile raccogliere risorse economiche da una platea vastissima di piccoli investitori disposti a impegnare (solitamente) modeste somme di denaro per promuovere o sostenere una determinata iniziativa. Si tratta di un fenomeno essenzialmente sociale che ha trovato un primo riconoscimento presso le comunità locali, dove vi è una stretta relazione tra il giovane progettatore e gli investitori. L'Italia è stato il primo Paese europeo a disciplinare l'*equity crowdfunding* prevedendo una normativa organica che si è contraddistinta per una tecnica legislativa *open and collaborative* nella quale sono stati coinvolti i diversi stakeholders interessati.

Il *crowdfunding* si differenzia a seconda delle finalità della raccolta e del trattamento dell'investitore tra: (i) *donation - based* che prevede la raccolta di fondi per iniziative non a scopo di lucro in cui non è prevista una forma di rimborso delle somme versate, né viene offerta alcuna ricompensa particolare; (ii) *reward - based* dove l'investitore a fronte del proprio impegno finanziario viene ripagato attraverso un trattamento di favore per usufruire dei servizi erogati dalla società; (iii) *lending - model* dove un privato effettua a un altro privato un prestito, di norma molto esiguo; (iv) *l'equity - model* che comporta l'attribuzione di una partecipazione nel capitale sociale dell'emittente a fronte dell'investimento effettuato.

La proposta di regolamento della Commissione europea si base su una constatazione di fondo: le differenze normative nazionali ostacolano il potenziale ampliamento delle operazioni di *crowdfunding* a livello europeo.

L'attività transfrontaliera delle piattaforme di *crowdfunding* richiederebbe l'adeguamento dei modelli di business in funzione di ogni giurisdizione, l'ottenimento di autorizzazioni nazionali e il rispetto di legislazioni nazionali divergenti tra loro sotto numerosi profili, specie in materia di tutela degli investitori.

Tutto ciò si traduce in costi elevati, complessità giuridica e incertezza per i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovuti all'inutile frammentazione del mercato e all'assenza di una regolamentazione unica a livello europeo. In sostanza, si tratta di divergenze che costituiscono un ostacolo all'instaurazione e al funzionamento del mercato interno, limitando la capacità delle piattaforme di *crowdfunding* di espandersi in tutti i mercati europei.

Preso atto di quanto sopra, la Commissione Europea ha proposto di creare un regime europeo di *crowdfunding* sotto il marchio di "fornitore europeo di servizi di *crowdfunding*" che le piattaforme possono scegliere di adottare (*opt-in*) se intendono esercitare un'attività transfrontaliera (*cross-border*).

Si lascerebbero così invariati i quadri nazionali in materia di *crowdfunding*, offrendo al contempo un'opportunità alle piattaforme che desiderano operare a livello transfrontaliero. Una opzione normativa che permetterebbe di ridurre notevolmente i costi di accesso al mercato (fra tutti, di regolamentazione e vigilanza) per le piattaforme di *crowdfunding* ⁽⁶⁴⁾.

A fine agosto 2018, la Commissione Affari economici e monetari del Parlamento europeo ha approvato la bozza di regolamento sui servizi di *crowdfunding* recependo le modifiche presentate dal parlamentare britannico Ashley Fox in materia di ICO.

Nella bozza di regolamento era prevista un'importante apertura al mondo delle ICOs, considerando la Commissione parlamentare competente la proposta di legge in materia di *crowdfunding* un'opportunità per disciplinare l'offerta pubblica di token.

Il 5 novembre 2018 la proposta legislativa è stata approvata in prima lettura dal Parlamento europeo che ha però parzialmente modificato il testo

Sull'*equity crowdfunding* v. MOSCO, *Start-up e p.m.i. innovative: equity crowdfunding e deroghe al diritto societario*, in *La folla e l'impresa: un dialogo sulle dinamiche di co-creazione di valore e strumenti di finanziamento dell'impresa*, LAUDONIO, COLURCIO (a cura di), Bari, 2016, 23.

⁽⁶⁴⁾ Proposta della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio (COM(2018)0113).

licenziato dalla Commissione parlamentare ⁽⁶⁵⁾.

Il Parlamento europeo ha deciso di non regolamentare direttamente le ICOs, le quale differiscono notevolmente dal *crowdfunding* e “di solito non si avvalgono di intermediari e spesso raccolgono fondi per un importo superiore a 1.000.000 euro”.

In sostanza, si è ritenuto che l'inclusione della ICO nel regolamento europeo sui fornitori di servizi di *crowdfunding* non consentirebbe di affrontare in maniera coerente i rischi e le opportunità associati a una ICO: per giungere a una regolamentazione sull'offerta iniziale di token, il Parlamento europeo ha esortato la Commissione a proporre “un quadro legislativo completo a livello di Unione, basato su un'approfondita valutazione d'impatto” funzionale nell'aumentare la protezione degli investitori e dei consumatori e nel ridurre i rischi derivanti da “un'informazione asimmetrica, da comportamenti fraudolenti e da attività illecite” ⁽⁶⁶⁾.

La scelta di non occuparsi delle ICOs all'interno di un testo normativo destinato esclusivamente ai fornitori dei servizi di *crowdfunding* sembra essere stata una decisione saggia.

Se è vero che la *fretta legislativa* poteva provocare il rischio di regolamentare le ICOs senza una reale conoscenza dell'istituto giuridico, è altrettanto vero che l'Unione Europea non si può far sfuggire l'opportunità che l'offerta pubblica di token rappresenta per il finanziamento delle PMI ⁽⁶⁷⁾.

9. *Il caso Friendz, un'ICO italiana di successo* – Friendz è una società a responsabilità limitata costituita il 19 maggio 2015, con sede legale nel comune di Malnate (VA) e con oggetto sociale “lo sviluppo e la produzione di software per iPhone, android e altri dispositivi mobili per creare campagne di marketing virali denominate FRIENDZ”.

L'idea imprenditoriale alla base di Friendz trova origine da una determinata circostanza fattuale: i *social network* sono il luogo virtuale dove le persone trascorrono buona parte del loro tempo pubblicando video, foto o altri contenuti digitali di numerosi brand, una pubblicità implicita e gratuita che l'utente svolge in favore dell'azienda titolare del brand.

Friendz è uno strumento che consente alle società multinazionali di

⁽⁶⁵⁾ Il testo è consultabile su <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-20180364+0+DOC+PDF+V0//IT>.

⁽⁶⁶⁾ V. *supra* nota precedente.

⁽⁶⁷⁾ Per una riflessione sull'importanza della qualità della legislazione in materia societaria, anche se nell'ottica del diritto interno, v. i contributi raccolti in *Law & Disorder. L'Italia sotto l'attacco delle regole*, MOSCO, NUZZO (a cura di), *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2-2013.

coinvolgere una comunità di utenti sui *social network* per scopi di marketing, premiando i consumatori che partecipano alla campagna pubblicitaria online mediante la creazione di contenuti per le aziende e la loro successiva condivisione sul profilo social personale.

Friendz decentralizza il settore del marketing online: al centro della campagna pubblicitaria si trova l'utente comune che monetizza il suo contributo all'attività di pubblicità digitale ottenendo dei Friendz token spendibili all'interno del negozio online.

Un progetto imprenditoriale realizzato grazie a una ICO.

La campagna è stata condotta da una veicolo svizzero: la Friendz s.a. costituita dai soci di Friendz s.r.l., con un capitale sociale di 100.000 franchi svizzeri e il medesimo oggetto sociale della Friendz s.r.l. ("sviluppo e la produzione di software per iPhone, android e altri dispositivi mobili per creare campagne di marketing").

Poco prima dell'inizio dell'offerta, Friendz s.a. ha creato il sito web della ICO - <https://friendz.io/> - e ha pubblicato il relativo *white paper*: un documento di 62 pagine in grado di informare gli investitori sul settore economico di riferimento (marketing digitale), il modello di business, la strategia aziendale, la *roadmap*, i partner della ICO, i soggetti promotori, le caratteristiche dei Friendz token e i profili giuridici dell'offerta.

Un *prospetto informativo* esaustivo e veritiero che ha permesso ai sottoscrittori di assumere una decisione ponderata riguardo l'investimento richiesto, i rischi connessi e le opportunità di profitto ⁽⁶⁸⁾.

L'ICO, iniziata il 1° marzo 2018 e conclusa il 21 marzo 2018, aveva come oggetto i Friendz token (c.d. FDZ), gettoni creati grazie al template ERC20 based on Ethereum blockchain ed espressamente qualificati nel *white paper* come "utility tokens".

L'offerta ha previsto l'emissione di complessivi 1.500.000.000 FDZ, un *soft cap* di 50.000.000 FDZ, un *hard cap* 750.000.000 FDZ e che *if the minimum goal is not met, ETH will be returned to contributors*.

I Friendz token si potevano acquistare tramite il versamento di moneta corrente (USD) con tassi di cambio diversi: durante la prima ora dell'offerta 1 FDZ era scambiato per 0,048 USD, il primo giorno 1 FDZ per 0,056 USD, dal secondo al settimo giorno 1 FDZ per 0,061 USD e dall'ottavo al ventunesimo giorno 1 FDZ per 0,067 USD.

La sottoscrizione dell'offerta era stata vietata ai cittadini statunitensi e cinesi ed era previsto che non sarebbero stati emessi nuovi Friendz token dopo la conclusione dell'ICO.

Un profilo particolarmente interessante riguarda il numero di FDZ collocati sul mercato.

⁽⁶⁸⁾ Oltre al *white paper*, l'ICO prevedeva anche la pubblicazione di un documento riassuntivo della lunghezza di una pagina.

Su un totale di 1.500.000.000 FDZ, il 50% è stato messo a disposizione degli investitori, il 20% ha costituito una sorta di riserva legale societaria da utilizzare per lo sviluppo dell'attività imprenditoriale, l'11% è stato assegnato ai partner dell'impresa (legali, commerciali, fiscali o di marketing), il 7% ai consulenti aziendali, il 5% ai dipendenti, il 5% all'emittente per costituire un apposito fondo di liquidità e il 2% *will provided to contributors through Bounty programs* ⁽⁶⁹⁾.

In sostanza, grazie alla ICO sono stati raggiunti due obiettivi: da un lato, i promotori hanno raccolto sul mercato le risorse economiche necessarie per lo sviluppo del progetto imprenditoriale, e dall'altro lato, i consulenti, i partner, i dipendenti e la società stessa hanno ottenuto un primo importante guadagno economico. Traguardi raggiunti senza l'ingresso di nuovi soci.

Per quanto riguarda gli aspetti giuridici dell'ICO, il primo elemento di interesse è la qualificazione giuridica dei Friendz token. Quest'ultimi sono identificati come "utility token" attribuendo ai titolari il diritto di utilizzare i servizi erogati dalla piattaforma.

All'interno del *white paper*, infatti, viene più volte specificato che i Friendz token non conferiscono diritti di partecipazione al capitale dell'emittente, di *governance* o potere decisionale sulla rete di FRIENDZ ⁽⁷⁰⁾.

Allo stesso modo, è spiegato che i token oggetto dell'offerta non possono essere utilizzati come mezzo di pagamento per acquistare beni o servizi di terzi, avendo i Friendz token un'utilità limitata ai beni e servizi erogati dalla piattaforma FRIENDZ.

Utility token e non payment o security token.

Da un punto di vista giurisdizionale, l'ICO era soggetta alle norme giuridiche svizzere e la risoluzione di eventuali controversie era demandata a un arbitrato unico chiamato a decidere in conformità con le norme di arbitrato internazionale delle Camere di commercio svizzere.

Per la realizzazione della campagna hanno lavorato 35 persone assicurando una copertura 24 ore su 24, 10 gruppi Telegram sono stati dedicati all'evento e 30 *community manager* sono stati impegnati a rispondere in tempo reale alle persone interessate nei diversi paesi del mondo ⁽⁷¹⁾.

⁽⁶⁹⁾ I Friendz token posti a riserva legale e assegnati ai consulenti aziendali non potevano essere scambiati se non dopo che erano trascorsi dodici mesi dalla conclusione della campagna.

⁽⁷⁰⁾ In maniera coerente, il *white paper* specifica che l'ICO non deve essere considerata un'offerta di investimento, non costituisce e né deve essere considerata come un'offerta di titoli mobiliari ovvero un'offerta o un invito a vendere azioni, titoli o diritti appartenenti a FRIENDZ o qualsiasi società collegata o associata.

⁽⁷¹⁾ Dati riportati dal sito <https://www.blockchain4innovation.it/ico/tutti-testimonial-sui-social-friendz-raccoglie-12-mln-dallico/>.

L'ICO è stata sottoscritta da 13.778 utenti per un totale di raccolta di \$ 13.754.758 e dopo la conclusione della campagna i Friendz token sono stati immediatamente quotati sulle piattaforme di trading HirBtc, DragonEx e The Rock Trading.

Oggi un FDZ può essere acquistato al prezzo di \$ 0,0033, il 95% in meno del valore di inizio ICO (\$ 0,067) ⁽⁷²⁾.

Un crollo del valore economico dei token che non sembra aver colpito il progetto imprenditoriale nel suo complesso: a giugno 2018 Triboo digitale s.r.l. ha ceduto a Friendz s.a. la partecipazione detenuta in Friendz s.r.l., pari al 20% del capitale sociale, al prezzo di € 2.955.000 ⁽⁷³⁾.

10. *Conclusioni* – L'*Initial Coin Offering* può rappresentare per le PMI una reale alternativa alle tradizionali forme di finanziamento permettendo una raccolta di risorse finanziarie rapida, disintermediata, decentralizzata ed economica.

Al contempo, vi sono numerosi rischi: la vulnerabilità alle frodi, la perdita del capitale investito, la volatilità dei prezzi, l'assenza di opzioni di uscita dall'investimento e l'asimmetria informativa sono solo alcuni dei pericoli per gli investitori che si possono nascondere in una *Initial Coin Offering*.

Se non vi è dubbio che il volume totale di risorse economiche raccolte a livello mondiale è straordinario, è altrettanto vero che negli ultimi mesi si è registrato un forte calo del mercato ⁽⁷⁴⁾.

Da settembre a dicembre 2018 sono state lanciate 213 ICO e raccolti \$ 2.140.753.249, una cifra comunque considerevole che però assume connotati differenti se paragonata a quanto raccolto nel periodo gennaio/agosto 2018: quasi diciotto miliardi di dollari su un totale di 841 ICO.

La mancanza di una regolamentazione specifica e le posizioni adottate dalle Autorità di sorveglianza – su tutte, la SEC – possono essere i fattori che hanno contribuito a ridimensionare il fenomeno.

Lo snodo sul quale si giocherà il futuro delle ICOs sembra essere proprio il profilo normativo: la presenza di una disciplina snella, chiara, sintetica e che rispetti il mondo blockchain è una precisa richiesta sia degli emittenti, sia degli investitori.

Del resto, le ICOs più recenti sono precedute da un *roadshow*

⁽⁷²⁾ V. <https://etherscan.io/token/0x23352036e911a22cfc692b5e2e196692658aded9#tokenInfo>, visitato il 6 gennaio 2019.

⁽⁷³⁾ VESTITO, Triboo ha finalizzato la cessione di Friendz, in <https://www.engage.it/agenzie/triboo-finalizza-cessione-freindz/152632#t7yYPrDa6QzFYpfG.97>, 29 giugno 2018.

⁽⁷⁴⁾ V. i dati riportati su <https://www.coinschedule.com/stats.html?year=2018>.

utilizzato dai promotori per concludere un accordo – denominato *Simple Agreement For Future Tokens* (SAFT) – con gli investitori istituzionali in virtù del quale quest'ultimi si impegnano ad acquistare una determinata quantità dei token che saranno oggetto della successiva ICO.

Una volta concretizzato l'*agreement* viene lanciata l'ICO pubblica: la presenza di investitori istituzionali garantisce la serietà del progetto imprenditoriale e costituisce una tutela indiretta per il mercato.

L'*Initial Coin Offering* deve essere regolamentata con attenzione. Prevedere una normativa di facciata che ricalchi in sostanza quanto già previsto in materia di IPO vuol dire perdere gli elementi distintivi di questa forma innovativa di finanziamento e il suo potenziale ruolo per le PMI. Questo non significa che non devono essere previsti divieti, obblighi e tutele per gli investitori, ma è necessario trovare un punto di equilibrio tra il carattere *disruptive* della ICO e i diversi interessi in gioco.

In questa prospettiva va valutata positivamente la scelta del Parlamento europeo di non disciplinare l'ICO all'interno del *framework* normativo dedicato al fenomeno del *crowdfunding*: il rischio di tipizzare l'*Initial Coin Offering* in maniera frettolosa e inadeguata era troppo elevato.

Non intervenire vuol dire però perdere un'occasione che non deve essere sprecata: crescita tecnologica e digitalizzazione preannunciano grandi cambiamenti in un momento storico particolarmente importante e destinato, forse, a sconvolgere le tradizionali forme di finanziamento delle PMI.