

Introduzione

Questa tesi nasce dall'idea che la rivoluzione informatica stia mutando alla radice numerosi aspetti degli ordinamenti giuridici, anche creando metodi innovativi di finanziamento utilizzati per nuove iniziative imprenditoriali.

Nella prima parte analizzeremo il fenomeno dell'ICO (Initial Coin Offering) descrivendone le peculiari caratteristiche e paragonando quest'ultime alle caratteristiche presenti in altre due modalità di finanziamento (IPO e Crowdfunding), infine, in una breve sezione descriveremo il “*lancio*” di una ICO.

Nella seconda parte esamineremo il primo modello di finanziamento che ha utilizzato la tecnologia di internet, ossia il Crowdfunding, descrivendone le caratteristiche, le diverse tipologie ed esaminando il quadro normativo di riferimento a livello internazionale ed europeo e, in particolare, all'interno del nostro ordinamento.

Infine, analizzeremo le differenze e le similitudini tra ICO e Crowdfunding descrivendo l'inquadramento normativo riservato alle ICO, a livello internazionale, europeo ed italiano.

1. Definizione delle ICO

L'Initial Coin Offer (ICO) è una modalità di finanziamento alternativa che ha l'obiettivo di raccogliere fondi per sviluppare un progetto imprenditoriale. È un finanziamento utilizzato da start-up o altre società, principalmente nell'ambito di nuove tecnologie, che non possono produrre determinate garanzie ai classici soggetti finanziatori (istituti di credito, finanziarie) e perciò l'ICO è un ottimo strumento per sviluppare il proprio progetto.

1.1 ICO e Blockchain

Per poter comprendere pienamente questa nuova modalità di finanziamento dobbiamo conoscere, anzitutto, la tecnologia che utilizza. La nuova tecnologia è la Blockchain.

La prima blockchain è stata creata nel 2008 con la pubblicazione del white paper "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System"¹ e permetteva lo scambio della criptovaluta Bitcoin. Il white paper, nel quale sono descritte tutte le caratteristiche della Blockchain, è stato creato da Satoshi Nakamoto² e le principali funzionalità della Blockchain sono le transazioni dirette senza alcun soggetto intermediario, il registro - immutabile e non modificabile - delle transazioni. Tali caratteristiche garantiscono una sicurezza molto elevata dagli attacchi degli hacker, superiore a quella prestata dai comuni server. I comuni server presentano un unico punto di accesso che in caso di violazione determinerebbe la

¹<https://bitcoin.org/en/bitcoin-paper>

²Identità non ancora certa.

perdita dei dati depositati e comprometterebbe il funzionamento di tutto ciò che è collegato ad esso. La Blockchain ha il vantaggio di sfruttare la decentralizzazione, ovvero utilizza più server e più computer, connessi tra di loro, ma nel contempo indipendenti uno dall'altro.

La caratteristica di maggior interesse delle ICO è la disponibilità di un registro pubblico e aperto a chiunque. Qualsiasi operazione effettuata inerente alle ICO è registrata e visibile sul registro non può essere in alcun modo modificato. I token utilizzati dai creatori di una ICO sfruttano questa caratteristica della Blockchain per scambiare i propri token con criptovalute o valute fiat.

1.2 Caratteristiche delle ICO

Per meglio descrivere lo strumento riporto di seguito le principali caratteristiche dell'ICO:

- burocrazia ai minimi termini perché l'unico documento che il soggetto emittente dell'ICO deve predisporre è il *white paper* per mezzo del quale i potenziali investitori valutano il progetto e decidono se investire nell'operazione;
- modalità di finanziamento innovativa che permette lo sviluppo di idee innovative con un potenziale di ricerca degli investitori molto elevato;
- partecipazione agli investimenti con esborsi anche minimi, accessibili a un numero elevato di investitori e con eventuali profitti anch'essi molto elevati;
- l'ammontare del capitale da raccogliere è predefinito dall'ideatore del progetto;
- le sessioni di raccolta di fondi associate allo stesso progetto possono essere più di una;
- il numero dei token da emettere è determinato prima del lancio dell'ICO;
- la maggior parte delle ICO prevede la distruzione dei token invenduti;
- gli investitori che per primi finanziano il progetto riceveranno un maggiore numero di token e di valore più elevato tutto ciò è finalizzato a premiare la fiducia manifestata nel progetto.

- i token ricevuti dagli investitori possono essere ceduti e scambiati con altri token o criptovalute.
- gli investitori si prefiggono l'obiettivo quella di guadagnare dal proprio investimento ROI auspicando l'incremento di valore dei token posseduti;
- la durata della raccolta fondi può durare pochi giorni oppure alcuni mesi.
- Se alla scadenza del termine stabilito non viene raccolto il capitale minimo prestabilito per il lancio dell'ICO i fondi raccolti verranno restituiti ai sottoscrittori; In alcuni casi si è assistito al lancio dell'ICO anche in assenza del raggiungimento del capitale inizialmente prestabilito. Questa opzione deve essere espressa prima dell'inizio della raccolta.

1.3 ICO e IPO

L'ICO potrebbe somigliare ad un IPO, ma di seguito ne evidenziamo alcune differenze:

- agli investitori delle ICO, con il rilascio dei token, vengono concessi il diritto di proprietà e il diritto di voto ma - a differenza dei sottoscrittori di una IPO - non diventa socio della società o del soggetto emittente;
- nelle ICO la decisione su quali progetti avviare spetta agli investitori, nelle IPO sono gli amministratori e il consiglio che gestiscono la società a scegliere i progetti e gli obiettivi da raggiungere;
- la ICO può avere anche più lanci a differenza della IPO che è lanciata solo una volta.
- gli exchange su cui vengono lanciate le ICO non sono regolamentati a differenza degli exchange su cui vengono lanciate le IPO.

Dopo aver analizzato le caratteristiche e le differenze tra i due strumenti di seguito si riporta, per maggior chiarezza, una tabella riassuntiva:

CARATTERISTICA	ICO	IPO
Prodotto ricevuto da investitore	Token	Azione
Modalità di assegnazione del prodotto	Iscrizione nel Registro Blockchain (direttamente dal promotore)	Tramite istituti di credito/intermediari
Diritti dell'investitore	Nessuno (proprietà e voto)	Si (partecipazione societaria)
Chi ha l'autorizzazione all'emissione	Tutti	Solo società quotate in borsa con capitale sociale importante
Profitto investimento	Aumento del valore dei token	Dividendi
Mercato di scambio	Libero, non soggetto a controllo delle Autorità dello Stato	Centralizzato e controllo delle Autorità dello Stato
Durata del lancio	12 mesi	18 o più mesi
Normativa	Regolamentazione assente o non completa	Regolamentazione predisposta dalle Società emittenti e autorizzazione dalle Autorità dello Stato

2. Il White Paper

Il termine White Paper ha origini che affondano nel mondo della politica: il termine indicava generalmente un rapporto ufficiale pubblicato da un governo nazionale o da un'organizzazione internazionale su un determinato argomento o settore di attività. In Inghilterra un documento prodotto dal governo, nel quale sono riportate le proposte che stanno alla base della futura legislazione³.

Nel mondo delle ICO il White Paper è un documento essenziale e necessario simile ad un prospetto informativo, che un'azienda deve produrre prima del lancio di un'IPO tramite il quale illustra al pubblico il progetto e illustrando i concetti base del business plan.

L'ICO per poter essere lanciata necessita di un white paper trasparente, veritiero e che illustri un progetto realizzabile caratteristiche indispensabili perché una ICO possa avere successo.

I white paper propongono, quasi sempre, il medesimo schema:

- **Introduzione:** serve per presentarsi brevemente, per descrivere l'idea del progetto, le caratteristiche innovative che possiede, gli obiettivi prefissati e i vantaggi per gli investitori. L'introduzione è molto importante perché è la prima informazione che il potenziale investitore riceve e, pertanto, dovrà catalizzare immediatamente l'interesse degli investitori.
- **Disclaimer:** da intendersi come restrizione. Il proponente della ICO, in questa sezione, deve indicare tutte le condizioni che comportano l'esclusione di determinati soggetti dall'investimento in ICO. La restrizione più comune risiede nella condizione di essere soggetti – appartenenti a Paesi le cui leggi vietano investimenti in ICO.

³<https://www.parliament.uk/site-information/glossary/white-paper/>

- **Descrizione del mercato di riferimento e l'obiettivo da realizzare:** viene nominato e descritto il mercato di riferimento in cui il progetto ICO opererà e l'obiettivo da realizzare. Questa sezione è ha notevole importanza perché in essa sono riportate le informazioni che maggiormente catalizzeranno l'attenzione dell'investitore e che, se in grado di supportare l'ipotesi di realizzabilità dell'obiettivo prefissato dal soggetto proponente, potrebbe accattivarsi la fiducia dell'investitore e convincerlo ad investire nel progetto. Il progetto da realizzare, pertanto, non dovrà riferirsi ad un mercato ormai saturo né prefissarsi un obiettivo irrealizzabile per definizione.
- **Descrizione del progetto e della soluzione al problema:** in questa sezione vengono descritte tutte le caratteristiche del progetto per il quale si ricercano investitori interessati a finanziarlo, gli ambiti di applicazioni, i vantaggi nella sua adozione e spiegare come la realizzazione del progetto sia la soluzione al problema descritto nella sezione precedente, ovvero l'obiettivo che il proponente si è prefissato di realizzare.
- **Token:** sono elementi caratteristici delle ICO. Nel white paper è indicata la tipologia di token, la quantità di token che verranno distribuiti, il loro valore iniziale e le criptovalute o le valute fiat accettate per l'acquisto degli stessi.
- **Road map:** un elenco dove vengono indicati tutti i momenti chiave dell'operazione e le scadenze (es.data apertura e chiusura ICO). Sono informazioni utili all'investitore e permettono allo stesso di conoscere anche lo stato di avanzamento del progetto.
- **Team:** vengono fornite informazioni sui membri del team impiegato nella creazione e nello sviluppo di tutto il progetto, riportando, altresì, i nominativi dei fondatori, dei responsabili e dei consulenti. Fornire adeguata pubblicità e porre in risalto i soggetti che ricoprono ruoli apicali nel team impegnato nell'operazione, evidenziando precedenti esperienze nel settore e soprattutto la loro partecipazione

a lanci di altri progetti rivelatosi vincenti, accrescerà la fiducia degli investitori nel progetto.

La stesura del white paper è di fondamentale importanza per lanciare un progetto tramite un ICO: è essenziale nella campagna di marketing del progetto ICO. Il white paper è il biglietto da visita di un progetto, non è un manuale tecnico ma un documento di vendita, illustrativo degli elementi essenziali del progetto e dei vantaggi della proposta. Pertanto è necessario che sia ben scritto sia nello stile che elargendo ottimi contenuti e tale da sollecitare l'interesse dei potenziali. Un progetto, seppur valido, ma non promosso da un white paper sintetico, chiaro, esaustivo, fruibile, accattivante e persuasivo, potrebbe non raggiungere il successo ambito dal proponente.

3. Token

*Il token è “un’informazione digitale che tipicamente conferisce un diritto di proprietà ad un soggetto sull’informazione stessa, la quale è registrata su una Blockchain (o in altro registro distribuito), può essere trasferita tramite un protocollo ed, infine, può incorporare (o no) altri diritti addizionali governati da un sistema di **smart contracts**.”⁴. Ciò che sta alla base del token, qualsiasi sia la tipologia, è lo smart contract. Lo smart contract è “un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse”, pertanto è il software che si occupa dell’interpretazione e della esecuzione del contratto e non presuppone quindi l’intervento umano⁵. L’unico sistema*

⁴<https://www.blockchain4innovation.it/esperti/ico-initial-coin-offering-ricostruzione-giuridica-del-fenomeno/>

⁵Differenza con i computable contracts dove è possibile l’intervento umano per fermare l’esecuzione del contratto

che possa garantire l’immutabilità e la non modificabilità dello Smart contract è la Blockchain. I token si suddividono in 3 grandi categorie inseriti nella seguente tabella

TIPOLOGIE DI TOKEN		
Token Criptoaluta /Mezzo di pagamento	Token Security/ Investimento	Token avente diritti

che, nei paragrafi seguenti, verranno trattati in modo specifico.

3.1 Token come criptoaluta (mezzo di pagamento)

Il token coincidente con una criptoaluta può essere trasferito tramite la Blockchain. Il trasferimento del token da un soggetto ad un altro non comporta il trasferimento di alcun diritto eccetto quello di proprietà del token stesso. Questa tipologia di token è da assimilare ad una moneta in grado di pagare beni o servizi e il suo valore è determinato dal mercato. La stessa Agenzia delle Entrate italiana nella risposta⁶ fornita ad un interpello ha definito questa tipologia di token ~~come~~ uno strumento generico di pagamento per l’ottenimento di beni e servizi.

Per definirlo meglio è intervenuta la direttiva antiriciclaggio⁷ che all’articolo 1 inserisce la nozione di valuta virtuale definendo quest’ultima quale “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*”⁸. L’articolo del decreto impone che qualunque soggetto che svolge l’attività di conversione da valuta

⁶Agenzia delle Entrate risposta n.14/09/2018

⁷Decreto legislativo n.90 del 25/05/2017 che modifica la n.231/2007

⁸Articolo 1 del Decreto Legislativo n.90 del 25/05/2017

virtuale a valuta fiat⁹ che opera sul territorio italiano deve obbligatoriamente iscriversi nel registro dei cambia valute¹⁰, inoltre, deve assumere l'obbligo di svolgere un'adeguata verifica della clientela e segnalare di operazioni sospette quali definite dalle norme antiriciclaggio.

L'utilizzo di token appartenenti a questa tipologia per finanziare una ICO è possibile esclusivamente tramite l'intervento di soggetti autorizzati e iscritti nel registro dei cambia valute.

3.2 Token come Security/Investimento

Questa tipologia di token conferisce al possessore di vantare un diritto nei confronti del soggetto che ha emesso il token o di Terzi. Trattandosi di token rappresentativi di assets trova applicazione la normativa societaria di riferimento. L'Agenzia delle Entrate considera questa tipologia di token quali veri e propri prodotti finanziari¹¹. A seconda di come è configurato il token potrebbe essere inquadrato nell'ambito della categoria dei valori mobiliari, degli strumenti finanziari o assimilati o come strumento partecipativo al capitale di rischio e, conseguentemente comportare l'applicazione della disciplina prevista dal diritto societario e in particolare il Testo Unico della Finanza¹², le norme riguardanti l'appello al pubblico risparmio, le norme che trattano l'obbligo di redazione e comunicazione di un prospetto informativo, e l'applicazione della direttiva MIFID

⁹Per valuta fiati si intende una moneta avente corso legale

¹⁰Art 17 bis comma 8 bis del Decreto Legislativo n.141 del 13/08/2010

¹¹Agenzia delle Entrate risposta n.14/09/2018

¹²Decreto Legislativo n.58/1998

e il regolamento degli emittenti Consob¹³. In presenza di offerta di strumenti partecipativi al capitale di rischio, associata ad una ICO collocata tramite una piattaforma potrebbe, inoltre, creare conflitto con il decreto legge n. 179/2012¹⁴ e col Regolamento Consob n. 19520/2013 che stabilisce la possibilità di utilizzare questi portali solo per determinate categorie di società (startup ed imprese innovative) mediante portali gestiti da soggetti iscritti in apposito albo tenuto dalla Consob. Seppur il token non fosse inquadrato nell'ambito della categoria di strumento finanziario sarebbe comunque assoggettato alla normativa riguardante la raccolta del pubblico risparmio¹⁵, attività questa riservata ai solo istituti di credito salvo alcune eccezioni quale l'attività di social lending (nei limiti predefiniti dal provvedimento Banca d'Italia del 8 novembre 2016).

3.3 Token avente diritti

- La prima tipologia di token che incorpora un diritto è quella che conferisce il *diritto al pagamento*: siamo in presenza di token che conferiscono il diritto ad ottenere un pagamento da chi li ha prodotti o da soggetti terzi.

¹³n.11971/1999

¹⁴convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221

¹⁵Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999).

- la seconda categoria è quella dei *titoli di credito*¹⁶ in questo caso il titolo incorpora un diritto e pertanto consente la richiesta della prestazione.
- la terza tipologia di token conferisce il *diritto di comproprietà*, ovvero, al titolare è riconosciuto il diritto di proprietà su una piattaforma di smart contracts, a cui può essere riconosciuto anche un compenso economico derivante dall'utilizzo della piattaforma da parte di Terzi. Tale fattispecie è riconducibile all'istituto della comunione (applicabile anche a beni immateriali, quali diritti di proprietà d'autore o altri diritti di proprietà intellettuale), in cui oggetto del rapporto giuridico è rappresentato dalla piattaforma di smart contracts, inteso quale bene indiviso su cui il singolo possessore del token esercita il proprio diritto di proprietà - in comunione - con altri titolari di token e quindi titolari del medesimo diritto di proprietà.
- La quarta tipologia è quella denominata *utility token*. Il token rappresenta solo e soltanto il diritto di acquistare beni e servizi del soggetto emittente escludendo espressamente finalità di natura monetaria, speculativa e partecipativa. Si potrebbe definire una sorta di coupon con il quale si può acquisire un determinato servizio. Un esempio è rappresentato dai token forniti agli investitori che assegnano agli stessi il diritto di fruizione di uno sconto sull'acquisto di prodotti creati dal progetto dell'ICO. Gli utility token sono spesso utilizzati nelle ICO di progetti immobiliari in cui gli investitori finanziano il progetto e in cambio ottengono utility token che conferiscono il diritto di fruizione di uno sconto importante per acquisti nell'ambito dei progetti immobiliari conclusi.

¹⁶Art 1992 C.C “Il possessore di un titolo di credito ha diritto alla prestazione in esso indicata verso presentazione del titolo, purché sia legittimato nelle forme prescritte dalla legge”

4. I rischi connessi con le ICO

In questo paragrafo si analizzeranno i possibili rischi connessi con le ICO.

Incertezza normativa: l'assenza di una normativa chiara e generale e la scarsa chiarezza sulla possibilità di utilizzare nuovi strumenti tecnologici (smart contracts), espone sia gli emittenti che gli investitori in ICO a correre seri rischi.

Negli Stati in cui le ICO non sono regolamentate l'assenza di obblighi informativi verificati o controllati da un'Autorità centrale impedisce la corretta valutazione del rischio nell'investimento da parte degli investitori esponendoli a rischi non identificati o non documentati. L'assenza di una adeguata due diligence fa sì che non ci siano una verifica della solvibilità dell'investimento e neanche la presenza di report periodici che tengano sotto controllo l'investimento anche dopo il completamento dell'operazione ICO.

A tale questione si aggiungono altri problemi riguardanti:

- **la strutturazione delle offerte di token:** la valutazione e la conseguente determinazione del prezzo dei token avviene in modo arbitrario senza seguire le valutazioni tradizionali (es. ultimi bilanci della società, posizione finanziaria societaria ecc....).
- l'esposizione degli emittenti ad un valore estremamente volatile dei token in parte conseguente al comportamento tenuto dagli investitori esclusivamente motivati da un'intenzione speculativa non finalizzata a partecipare allo sviluppo societario. In effetti, l'obiettivo di tali investitori è quello di vendere i token posseduti non appena gli stessi diventano negoziabili e il loro valore accresce.

L'organismo denominato ESMA¹⁷ ha pubblicato un avviso rivolto agli investitori in cui illustra e nel dettaglio sui rischi connessi alle ICO. In modo particolare qualifica la ICO un investimento estremamente ad alto tasso di rischio e altamente speculativo. I rischi elencati sono quelli connessi all'assenza di regolamentazione, alla perdita dell'intero capitale investito, all'utilizzo dei fondi raccolti per finalità criminali (es. frodi, riciclaggio ecc.), alla scarsa trasparenza, alle difficoltà di disinvestimento, alla vulnerabilità delle nuove tecnologie in termini di sicurezza.

Altri rischi da considerare sono connessi alle caratteristiche stesse dell'ICO:

- **la natura stessa del progetto proposto tramite la ICO:** la maggior parte dei progetti proposti sono proposte innovative ciò comporta un alto rischio di insuccesso perché sono progetti che hanno alla base la ricerca e lo sviluppo e quindi non un progetto pronto nell'immediato. Ciò comporta un rischio per gli investitori nel non vedere mai alla luce la proposta finanziata.
- **l'incertezza normativa** è fonte di tanti rischi perché l'assenza di regolamentazione lascia anche spazio ad emittenti criminali per ingannare investitori troppo audaci e/o poco informati.

In USA la SEC, nel suo report del 2018, ha pubblicato degli avvisi per informare gli investitori della pratica utilizzata da alcuni promotori di ICO e denominata "Pump and Dump" con questa pratica spesso adottata attraverso la creazione di chat di gruppo tramite app (come Telegram) - gli organizzatori della frode acquistano grosse quantità di token determinando una lievitazione artificiale del valore degli stessi (fase "Pump"). Il veloce e consistente aumento di valore dei token attrarrà un numero elevato di investitori la cui richiesta di acquisto determinerà un ulteriore innalzamento di valore dei token. A questa fase seguirà quella denominata "Dump" ovvero di vendita in massa di token da parte di

¹⁷<https://www.esma.europa.eu/>

chi li aveva - con spirito fraudolento - precedentemente acquistati determinando un crollo del valore dei token. Questa bolla speculativa vedrà investitori-truffatori incamerare lauti profitti in danno degli incauti investitori.

Questo rischio è molto frequente, Bloomberg ha evidenziato che nel periodo che intercorre tra gennaio 2018 e luglio 2018 si sono verificati 4818¹⁸ tentativi di Pump and Dump sfruttando accordi tramite app di messaggistica Telegram.

5. Lancio della ICO

Analizzate le caratteristiche delle ICO e i possibili rischi ad esse connessi, in questo paragrafo spiegheremo il funzionamento di una ICO.

Normalmente una ICO è formata da 3 grandi step:

- esposizione del progetto
- emissione dell'offerta
- acquisto da parte degli interessati

5.1 Esposizione del progetto

- In questo primo step l'emittente annuncia il suo progetto e le caratteristiche peculiari per creare interesse nei potenziali investitori. È una fase determinante perché è quella in cui si metterà in campo la strategia di marketing e di

¹⁸<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-19/crypto-market-rife-with-pump-and-dump-schemes-study-shows>