



# INITIAL COIN OFFERING: COME REGOLARE L'EMISSIONE DELL'UTILITY TOKEN

SALVATORE LUCIANO FURNARI\*

*L'Agenzia delle Entrate ha dato indicazioni sul trattamento fiscale da applicare alla cessione di token. Rispondendo all'interpello formulato da una società intenzionata a emettere un c.d. utility token, l'Agenzia, sulla base della rappresentazione solo teorica dell'operazione presentata dalla società interpellante, si è pronunciata con la risposta n. 14 del 2018. Questo fornisce l'occasione per commentare l'ancora raro approccio di un'autorità italiana al tema delle offerte al pubblico di token, a cui ci si riferisce soventemente con il termine Initial Coin Offering (ICO).*

Come si ricorderà, gli *utility token* sono strumenti informatici emessi nel corso di una ICO e attribuiti ai suoi partecipanti nel corso di questa innovativa raccolta di capitali. Gli *utility token* si differenziano dalle altre categorie (*security* e *payment token*) in quanto attribuiscono al possessore la possibilità di esercitare una precisa serie di diritti sui beni e sui servizi offerti dalla società emittente (proprietà di beni, accesso a servizi, sconti, etc.).

---

\* Freshfields Brockhaus Deringer - [salvatore.furnari@freshfields.com](mailto:salvatore.furnari@freshfields.com)



## Strumento innovativo per raccogliere capitali

Si tratta di uno strumento di finanziamento tanto nuovo quanto innovativo. La raccolta di capitali realizzata è, infatti, differente non solo dalle tradizionali forme di finanziamento (prestito bancario o IPO) ma anche dal crowdfunding, strumento di finanziamento alternativo, sviluppatosi più di recente, che potrebbe essere considerato quasi il precursore delle raccolte di capitali tramite ICO. La principale caratteristica di una ICO consiste nel fatto che ai partecipanti alla raccolta di capitali viene distribuito uno strumento informatico, il *token*, che – interagendo con lo *smart contract* che gestisce la raccolta – consente al possessore l'esercizio del diritto al servizio, che grazie al suo contributo, l'azienda interessata potrà offrire.

Una ICO con emissione di *utility token* è molto simile al *reward crowdfunding*, strumento di finanziamento alternativo affermatosi ormai da qualche anno e utilizzato solitamente attraverso l'intermediazione fornita da famosi siti web quali Indiegogo, Kickstarter, Eppela o Produzioni dal Basso. Sia l'emissione di *utility token* che una campagna di *reward crowdfunding*, infatti, consentono a un imprenditore di raccogliere somme di denaro da una folla indistinta di persone in cambio di sconti, beni o servizi forniti dall'attività che verrà intrapresa grazie alla somma raccolta.

### I vantaggi del token

Esistono però due differenze sostanziali rispetto a questa forma di finanziamento alternativo. La prima è l'emissione di uno "strumento", il token, che permette *tecnicamente* di poter usufruire del servizio; la seconda riguarda l'assenza dell'intermediazione della piattaforma di crowdfunding.

Con riguardo alla prima, è bene specificare che la presenza di uno strumento tecnico che consente l'esercizio del diritto acquisito con la somma di denaro versata non costituisce una novità nel mondo economico-giuridico. Da sempre, infatti, la prestazione di alcuni servizi è stata agevolata dalla preventiva emissione di strumenti tecnici necessari all'utilizzo dei servizi stessi.

Si pensi alle schede telefoniche, o ancora prima, ai gettoni dei primi



telefoni pubblici. Al riguardo può essere utile sottolineare come in tutti questi casi la mediazione di uno strumento tecnico non caratterizza diversamente il servizio fornito né, tanto meno, il rapporto giuridico sotteso alla prestazione del servizio.

I *token* sono, inoltre, liberamente trasferibili. Questa caratteristica conferisce maggiore liquidità all'intero sistema. Infatti, uno degli svantaggi maggiori per il partecipante a una raccolta di crowdfunding (specialmente nell'*equity crowdfunding* in quanto avente a oggetto partecipazioni societarie) è quello di vincolare le somme impiegate, dato che l'attività economica che l'imprenditore si è impegnato a svolgere vede solitamente i suoi frutti solo molto tempo il termine della raccolta stessa.

Vincolo che nel crowdfunding rende l'acquisto o l'investimento, oltre che sostanzialmente, anche *tecnicamente* illiquido pur nel fortunato caso in cui il partecipante riesca a trovare, dopo la fine della raccolta, un soggetto interessato a ricevere lo stesso prodotto o le stesse partecipazioni societarie.

Grazie al *token* (e più in generale a questa tendenza definita, anche recentemente dall'ESMA, con il termine *tokenization*) i partecipanti potranno alienare i diritti acquisiti durante la raccolta in maniera molto più agile trasferendo la proprietà del token in cui gli stessi sono incorporati. Al riguardo è solo necessario precisare che, essendo strumenti informatici, i token sono altamente "personalizzabili". L'acquirente interessato dovrà dunque assicurarsi che non siano stati imposti limiti alla loro trasferibilità.

In questo nuovo scenario è come se i *token* abbiano assunto il ruolo di nuovi "intermediari" nello schema di funzionamento di questo strumento di finanziamento alternativo. E infatti, la seconda grande differenza con il crowdfunding si sostanzia proprio nella mancanza di un "soggetto" che svolga tale ruolo. Il risultato è una sorta di "spersonalizzazione" dell'intermediazione.

## I limiti del crowdfunding

Il primo effetto di questa seconda differenza è quello di rendere più *libertino* il sistema. Nelle ICO, le richieste di finanziamento delle aziende non sono più soggette al controllo preventivo esercitato dalle piattaforme



di crowdfunding.

Queste, molte volte, sia tramite l'imposizione di requisiti oggettivi che di valutazioni arbitrarie, limitano il numero dei progetti che possono essere presentati al pubblico, scegliendo quindi quale richiesta di finanziamento meriti di essere pubblicata sulla propria piattaforma e quale no. Lo scopo di questo filtro è sempre stato quello di proteggere gli utenti della piattaforma da potenziali truffe. Non è raro, però, che tale controllo si trasformi, in alcuni casi, in un giudizio sulle potenzialità della raccolta, traducendosi facilmente in un procedimento volto a ridurre costi per la piattaforma.

Dall'impedire che gli utenti potessero sprecare il proprio denaro, contribuendo alla promozione di progetti palesemente fallimentari, si è passati all'evitare che la stessa piattaforma possa "non utilizzare al meglio" risorse interne senza che tale utilizzo sia compensato dal successo della raccolta. È facile intuire le motivazioni di questo comportamento. Infatti, la remunerazione della piattaforma è sempre stata calcolata come una percentuale della somma totale raccolta.

### L'onere del rischio a chi va?

Considerato che solitamente quando l'obiettivo di raccolta non viene raggiunto le somme versate vengono restituite ai partecipanti, per una piattaforma non è conveniente accettare un progetto con poche probabilità di successo. Le campagne di crowdfunding che non raggiungono il proprio obiettivo rappresentano, dunque, un costo. L'unico modo per eliminarlo è attraverso uno screening preventivo delle potenzialità di successo dei progetti presentati.

Ulteriore e fondamentale ruolo ricoperto dalle piattaforme di crowdfunding è quello di regolamentare i rapporti fra i partecipanti alla raccolta. La presenza di questi intermediari nel *reward crowdfunding*, infatti, comporta la definizione di un preciso schema negoziale, il quale viene solitamente definito all'interno dei "Termini e Condizioni del Servizio" dettati dalla piattaforma ai quali utente e azienda aderiscono prima di partecipare o creare la campagna di crowdfunding. In questo modo la piattaforma ricopre un importante ruolo di *rule maker*.

Si prendano come esempio i Termini e Condizioni della piattaforma di



reward crowdfunding Kickstarter. Al punto 4 il ruolo di rule maker si spinge così tanto oltre da imporre il contenuto di un accordo di cui la piattaforma stessa si dichiara estranea. Si afferma espressamente che *“Kickstarter is not a part of this contract — the contract is a direct legal agreement between creators and their backers. Here are the terms that govern that agreement:”* cui segue il contenuto degli obblighi che l’azienda assume nei confronti dell’utente. In particolare, dopo aver stabilito che l’azienda è obbligata a consegnare il prodotto al partecipante, procede con l’elencare una serie di comportamenti soddisfatti i quali l’obbligo di consegna del prodotto può definirsi comunque soddisfatto.

Dunque, grazie al ruolo di *rule maker* svolto dalla piattaforma l’obbligazione che sorge a seguito della raccolta di capitali assume le caratteristiche di un’obbligazione di mezzi più che di risultato, con la conseguenza che il rischio è in *sostanza* sopportato dal partecipante.

Come anticipato, manca nelle ICO la figura di un intermediario. L’effetto è quindi quello di far venire meno non solo un potenziale promotore arbitrario della raccolta, che si occupi cioè di valutare le potenzialità della stessa accentando di pubblicarlo o meno sulla propria piattaforma, ma soprattutto un soggetto che ne stabilisca le regole, anche giuridiche.

### La ICO: quale categoria giuridica?

Diverse sono, infatti, le categorie giuridiche all’interno delle quali poter inquadrare una ICO con emissione di *utility token*. Ad esempio, la partecipazione alla raccolta può essere qualificata come una mera donazione alla quale l’azienda ricambia con una “ricompensa”.

Oppure, soprattutto nei casi in cui questa consista proprio nel bene o nel servizio che l’azienda ha realizzato grazie a quel contributo, un’altra categoria giuridica all’interno della quale poter ricondurre questo tipo di operazioni è quella della vendita di un bene futuro ex art. 1472 c.c. Schema questo che, ove espressamente riconosciuto dalle parti, permetterebbe di concludere un contratto aleatorio con l’effetto di accollare l’intero rischio sulla non venuta a esistenza del prodotto o del servizio acquistato sul partecipante.

Nelle ICO, dunque, il potere di scegliere quali regole giuridiche applicare alla raccolta potrebbe ben essere esercitato dalla singola azienda



promotrice la quale potrebbe, contrattualmente e raccolta per raccolta, decidere quali condizioni applicare alla stessa, nei semplici limiti posti dalla normativa vigente e, in particolare, dal codice del consumo ove applicabile.

## **Il legame tra utente e azienda**

La disintermediazione di questo tipo di attività di finanziamento comporta, fra le altre cose, proprio il fatto che si possa instaurare un legame diretto fra utente e azienda. Legame che rende ancora più forte e rilevante il tipo di rapporto giuridico intercorrente fra i due soggetti nonché la possibilità di definirlo prima del suo inizio.

Nonostante la minore complessità (e forse anche rilevanza) delle tipologie di rapporti giuridici che possono sorgere a seguito di una ICO avente a oggetto *utility token* – rispetto a raccolte miranti alla diffusione di prodotti finanziari (aventi quindi a oggetto *security token*) – è comunque possibile svolgere utili riflessioni su questo aspetto, grazie all’opportunità fornitoci dall’Agenzia delle Entrate.

Infatti, come sottolineato dall’Agenzia, una delle più grandi incertezze legate alle attività di finanziamento condotte tramite ICO attiene proprio agli obblighi che, a seguito della campagna, sorgono in capo all’azienda e ai diritti che sorgono in capo ai partecipanti. In altre parole, che rapporto giuridico si instaurano fra i partecipanti alla raccolta?

La definizione di questo aspetto è sicuramente d’aiuto nella definizione delle altre problematiche che ruotano attorno a questi strumenti, fra cui anche quelle fiscali. Definizione che diventa sempre più difficile in mancanza di un intermediario, come la piattaforma di crowdfunding, che stabilisca le regole del gioco.

## **La scelta dell’Agenzia**

Purtroppo, così come prospettato, il quesito posto all’Agenzia non chiarisce questo punto. Proprio perché lo strumento dell’interpello ha potenzialmente effetti vincolanti nei confronti dell’Agenzia dell’Entrate, la rispo-



sta contiene così tante “presunzioni” che in realtà questa è valida solo al verificarsi di un certo numero determinato di condizioni. Il risultato finale è la mancanza di una soluzione univoca.

Di converso, per potersi esprimere con precisione sulla corretta qualificazione giuridica di un’operazione di raccolta di capitali condotta tramite una ICO sarà sempre necessaria una valutazione caso per caso.

Ciò significa, in particolare, studiare con attenzione le condizioni contrattuali previste dal promotore e soprattutto la loro *trasposizione* all’interno dello smart contract di riferimento. Infatti, a differenza di forme di finanziamento più tradizionali è possibile che alcune condizioni dell’offerta siano direttamente scritte all’interno del relativo *smart contract* che tecnicamente si occuperà di gestire la raccolta. Queste potranno dunque essere scritte anche solo utilizzando un linguaggio “di programmazione”.

Al fine di evitare qualsiasi tipo di responsabilità per il soggetto emittente, una corretta attività di *due diligence* non potrà che richiedere la conoscenza, oltre che della normativa di riferimento, anche di un altro tipo di linguaggio: quello di programmazione con la quale lo *smart contract* è stato scritto. Quanto detto vale ovviamente anche per il partecipante alla raccolta che voglia evitare di rimanere vittima di non voluti schemi informatici.

## Lo smart contract

Questa conclusione non deve in ogni caso stupire. Anche se in maniera più diretta rispetto a quanto si può solo dedurre dall’analizzata risposta dell’Agenzia delle Entrate, la maggior parte delle autorità europee si è già espressa in varie occasioni sulle ICO, giungendo alla medesima conclusione: sarà sempre necessaria un’analisi caso per caso.

Ciò è anche il risultato dalla mancanza di un intermediario che si occupi di definire le regole del gioco come invece è ormai prassi nel più classico crowdfunding. Le parti hanno quindi la possibilità di disciplinare il proprio rapporto vis-à-vis. Più precisamente, l’azienda ha la possibilità di definire, anche contrattualmente, le condizioni e le regole dell’offerta a cui il contribuente può decidere di aderire o, nel caso in cui voglia (e riesca) a leggere le condizioni, non aderire.



Quanto detto sino a ora avrà molto probabilmente una serie di ripercussioni nel prossimo futuro. La necessaria premessa è che i giuristi che vorranno operare in questo settore potranno essere obbligati ad avvicinarsi al mondo della programmazione e conoscerne, almeno, le basi.

In aggiunta, il legislatore potrebbe essere chiamato a intervenire per assicurare, al minimo nei confronti dei consumatori, sia che le condizioni d'offerta di una ICO siano adeguatamente pubblicizzate (anche quando non abbiano a oggetto strumenti finanziari e non sia, dunque, applicabile la rispettiva disciplina di trasparenza prevista dalla normativa di settore); sia che tali condizioni rispecchino realmente quanto scritto, in linguaggio di programmazione, nel relativo *smart contract* che si occupa di disciplinare la raccolta.

In mancanza di un tale intervento qualche autore ha già affermato il possibile passaggio a una nuova era. Un'era in cui il noto principio the *rule of law* potrebbe essere sostituito dal nascente the *rule of code*.