

Contatti del FT Capital Markets

Bancario e finanziario

Massimiliano Danusso
massimiliano.danusso@belex.com

Emanuela Da Rin
emanuela.darin@belex.com

Regolamentazione Bancaria e Assicurativa

Federico Vezzani
federico.vezzani@belex.com

Societario

Mauro Cusmai
mauro.cusmai@belex.com

Vittoria Giustiniani
vittoria.giustiniani@belex.com

Carlo Montagna
carlo.montagna@belex.com

Barbara Napolitano
barbara.napolitano@belex.com

Alessandra Piersimoni
alessandra.piersimoni@belex.com

Silvia Romanelli
silvia.romanelli@belex.com

Alberto Saravalle
alberto.saravalle@belex.com

Gianfranco Veneziano
gianfranco.veneziano@belex.com

Elisabetta Bellini
elisabetta.bellini@belex.com

Federica Munno
federica.munno@belex.com

Riccardo Salerno
riccardo.salerno@belex.com

LE ICOS: INNOVAZIONE FINANZIARIA O BOLLA SPECULATIVA ?

DIFFUSIONE DEL FENOMENO

- Nel corso del 2013 ha iniziato a diffondersi, prevalentemente tra le *start-up* nel panorama internazionale, una modalità di raccolta di capitale in forma digitale: le cd. *Initial Coin Offering (ICO)*.
- Attraverso questi strumenti di raccolta, le società “*finanziario*” progetti, con l’emissione di *tokens* che vengono acquistati dagli investitori principalmente in cambio di cripto-valuta già circolante su piattaforme Internet, i cd. *ex-changers*.
- L’assenza di una normativa di settore, la diffusione e i risultati prodotti in brevissimo tempo, rendono le *ICOs* uno strumento dirompente delle dinamiche tipiche dei mercati finanziari e delle condotte degli operatori. L’assenza di una regolamentazione e la diffidenza delle autorità di vigilanza, non sembrano allo stato far venir meno l’interesse di una parte non irrilevante di investitori. Sulla base di notizie di stampa, nel solo 2017 fino a luglio, sarebbero stati investiti in *ICOs* circa 1,3 miliardi di dollari ⁽¹⁾.
- In questa fase, appare opportuno che gli operatori pongano attenzione e ponderino eventuali rischi rinvenienti, oltre che dall’investimento speculativo, dall’inquadramento giuridico e regolamentare del fenomeno.

⁽¹⁾ Si veda P. SOLDAVINI, Ico per 1,3 miliardi \$ nel 2017: ecco come si finanziano le startup in criptovalute, Il Sole 24 Ore, 20 luglio 2017, consultabile su: [http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2017-07-20/ico-13-miliardi-\\$-2017-ecco-come-si-finanziano-startup-criptovalute-114507.shtml?uuid=AEJutH0B](http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2017-07-20/ico-13-miliardi-$-2017-ecco-come-si-finanziano-startup-criptovalute-114507.shtml?uuid=AEJutH0B), il quale riferisce “*I numeri parlano chiaro: nel 2017, fino a metà luglio, sono stati raccolti 1,27 miliardi di dollari, superando di gran lunga gli investimenti del venture capital in blockchain e bitcoin. Di questa massa, la metà è stata raccolta solo negli ultimi trenta giorni, stando ai numeri presentati da Autonomous in un rapporto dedicato all’argomento (#TokenMania)*”.

ICOS E CRIPTO-VALUTE

Le *ICOs* si basano su un sistema di monete digitali. Le c.d. cripto-valute sono rappresentazioni digitali di valore, utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento, che possono essere generate, distribuite, trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente, ⁽²⁾.

Create da soggetti privati che operano sul *web*, le cripto-valute non hanno corso legale e non devono essere confuse con i tradizionali strumenti di pagamento elettronici⁽³⁾.

La emissione e circolazione delle cripto-valute non è, ad oggi, soggetta a regolamentazione: il sistema è caratterizzato dalla inesistenza di banche o autorità centrali che “*stampano*” e influenzano il valore delle cripto-valute, il quale dipende, invece, dalla domanda e dall’offerta, crescendo in progressione algoritmica in base ad un tasso insito nel protocollo di creazione del sistema.

Ai fini della circolazione viene utilizzata la tecnologia *blockchain*, che opera attraverso un *database* che gestisce le transazioni, denominate “*blocchi*”. Tale *database* traccia tutte le transazioni e sfrutta la crittografia per gestire gli aspetti funzionali come la generazione di nuova moneta e l’attribuzione di proprietà delle cripto-valute⁽⁴⁾. Ogni “*blocco*” ha una marca temporale e un collegamento al “*blocco*” precedente. Gli utenti hanno chiavi di accesso

⁽²⁾ Si veda l’avvertenza della Banca d’Italia sulle valute digitali: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/index.html> e in generale, sui bitcoin: Jerry Brito, *It’s More Than Money*, CATO UNBOUND (Jul. 12, 2013) <http://www.cato-unbound.org/2013/07/12/jerry-brito/its-more-just-money>; J. BRITO, *Is Bitcoin the Key to Digital Copyright?*, REASON MAG. (Feb. 24, 2014) <http://reason.com/archives/2014/02/24/is-bitcoin-the-key-to-digital-copyright>.

⁽³⁾ Gli strumenti di pagamento elettronici sono qualificati come strumenti alternativi al contante offerti da intermediari autorizzati (banche, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, Poste) e che consentono un trasferimento di fondi dal debitore al creditore attraverso un processo articolato su più fasi. Si veda Banca d’Italia: <https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercato/strumenti-pagamento/>.

⁽⁴⁾ Il Sole 24 Ore, *Parole Chiave*, consultabile su: <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/bitcoin.html>.

che consentono di modificare le sole parti della *blockchain* che possiedono.

REGOLE DI FUNZIONAMENTO DELLE ICOs: ATTORI E PROCEDURE

Nell'ambito di una *ICO*⁽⁵⁾, una società - solitamente una *start-up* - al fine di finanziare un "progetto", emette dei *tokens* che vengono acquistati dagli investitori attraverso delle piattaforme Internet: gli *exchangers*⁽⁶⁾.

L'*Initial Coin Offering* ricorda la *IPO*, con la differenza che in tutte le *ICOs* l'investitore è un *supporter* non professionale di un determinato "progetto", che non acquista alcun diritto connesso al "progetto" medesimo; ne è coinvolto in quanto dal suo andamento può trarre un profitto: l'apprezzamento del valore dei *tokens* rispetto a quello d'acquisto (con conseguente utile dalla cessione o utilizzo come valuta digitale) appare difatti legato al successo del "progetto" sottostante.

Le *ICOs* vedono coinvolti tre soggetti:

1. la società emittente, solitamente una *start-up*;
2. l'exchanger, una società che gestisce una piattaforma informatica attraverso la quale gli investitori acquistano criptovaluta da utilizzare nell'acquisto dei *tokens* tramite la piattaforma o direttamente tramite il sito *internet* della società emittente; e
3. l'investitore o supporter, nella maggior parte dei casi si tratta di persone fisiche che investono piccole somme di denaro.

⁽⁵⁾ Il Financial Time definisce le *ICOs* come "emissioni non regolate di criptomone in cui gli investitori possono raccogliere denaro in bitcoin o altre cripto-valute". *Bitcoin's surge fuels fears of asset bubble*, consultabile su: <https://www.ft.com/content/ce3ef54e-371b-11e7-bce4-9023f8c0fd2e?mhq5j=e1>.

⁽⁶⁾ Gli *exchangers* sono delle società che gestiscono delle piattaforme informatiche attraverso le quali gli investitori acquistano valute digitali, creando un proprio "portafoglio" elettronico e attraverso le stesse piattaforme possono acquistare i *tokens* durante le *ICOs*. Si pongono in evidenza: Poloniex, Kraken e Bittrex, tutte con base operative negli Stati Uniti.

In sintesi, il processo di emissione si articola nelle seguenti fasi:

Processo

Il “Progetto”

Il “*progetto*” rappresenta ed incorpora la “*missione*” e la “*visione*” della società che crea un piano di obiettivi da realizzare e individua i fondi ad essi necessari.

La Decisione del Lancio dell’ ICO

La *start-up* stabilisce - liberamente - il numero di *tokens* da offrire al mercato, tenendone traccia attraverso l’istituzione di un registro informatico e l’utilizzo della tecnologia *blockchain*.

La Promozione

L’emissione dei *tokens* è anticipata da una fase “*promozionale*” dell’*ICO*, con la quale la società emittente, attraverso siti specializzati e l’*exchanger* - sulla cui piattaforma si svolgerà l’emissione - porta a conoscenza dei potenziali investitori l’imminenza dell’*Initial Coin Offering*, offrendo talvolta condizioni d’acquisto più favorevoli per chi pubblicizzi l’offerta sui propri *social* o aderisca nella prima fase di pre-vendita. Viene messo a disposizione un “*white paper*” descrittivo del progetto aventi le caratteristiche di un breve documento informativo.

L’Offerta

I *token* sono offerti agli investitori per un periodo determinato di tempo generalmente attraverso una fase di prevendita e poi di vendita.

L’Emissione

I *tokens* sono creati e offerti agli investitori tramite la piattaforma dell’*exchanger*.

L’Acquisto

Il corrispettivo dei *tokens* è rappresentato da cripto-valuta sulla base di un corrispettivo di conversione prestabilito. Gli investitori, attraverso la registrazione *on-line* sulla piattaforma dell’*exchanger*, creano un proprio “*portafoglio*” di investimenti acquistando cripto-valuta. I rapporti tra la società emittente e l’acquirente, appaiono regolati da un c.d. *digital token agreement*, sottoscritto digitalmente

dall'acquirente attraverso l'adesione all'offerta sul sito *internet* della società emittente ⁽⁷⁾.

La Distribuzione dei *tokens* agli Investitori

La transazione sarà completata qualora venga raggiunta la quota minima di capitale fissata in via preventiva dall'emittente; in caso contrario, quanto raccolto verrà restituito agli investitori.

Non costano ad oggi *ICOs* lanciate da *start-up* italiane. Per completezza, si segnala in Svizzera l'*ICO* lanciata e conclusa con successo da una *start-up* denominata Eidoo ⁽⁸⁾ con *management* in maggioranza italiano ⁽⁹⁾.

PRINCIPALI ASPETTI DI INTERESSE E CRITICITÀ

Sulla base di notizie di stampa e di interviste con alcuni operatori, le caratteristiche delle *ICOs* che attirano l'interesse degli investitori appaiono essere le seguenti:

Aspetti di interesse

Potenzialità. Si registra un utilizzo prettamente collegato all'emissione di nuove cripto-valute o a progetti in ambito tecnologico (e.g. il caso della cripto-valuta Ethereum, nata attraverso una *ICO*). Non si vede tuttavia un limite di utilizzo anche da parte di società emittenti con "*progetti*" indirizzati più alla produzione di beni o servizi.

Semplicità dell'*Iter* e Assenza di Obblighi Informativi. I documenti rilasciati dall'emittente connessi all'emissione di *tokens* sono solitamente una pagina *web*, il *white paper* e i *social networks* dell'emittente, non essendo necessaria l'elaborazione di documenta-

⁽⁷⁾ F. DAGNINO, *Initial Coin Offering (ICO) e offerta al pubblico di prodotti finanziari*, Diritto24, consultabile su: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2017-10-18/initial-coin-offering-ico-e-offerta-pubblico-prodotti-finanziari-105639.php>.

⁽⁸⁾ La società è attiva nella progettazione di sistemi tecnologici per semplificare l'interazione tra le *blockchain* di Ethereum, Bitcoin e gli utenti finali.

⁽⁹⁾ M. BUSSI, *Eidoo, la prima Ico quasi italiana*, Milano Finanza, 5 ottobre 2017, consultabile su: <https://www.milanofinanza.it/news-preview/eidoo-la-prima-ico-quasi-italiana-201710042050536484>.

zione più complessa (e.g. prospetto di quotazione) (è stato, tuttavia, riscontrato che più la società emittente fornisce informazioni sugli obiettivi e sulla solidità della società, tanto più gli investitori sono disposti a investire facendo affidamento sulla serietà del “*progetto*”).

Assenza di Restrizioni Significative. Tanto per gli investitori, quanto per gli emittenti, per il lancio di una *ICO* è sufficiente la registrazione sulla piattaforma dell'*exchanger*; non sono previste istruttorie da parte di autorità di vigilanza.

Dall'altro lato i medesimi operatori rilevano le seguenti (10):

Criticità

Alto rischio. Il ritorno finanziario dell'investitore dipende dall'incremento di valore nel tempo della *cryptocurrency* emessa dalla *start-up*. Conseguentemente, qualora il “*progetto*” non si realizzi, l'investitore rischia di perdere anche la totalità di quanto investito.

Incertezza legata alle criptovalute. Lo strumento sconta l'incertezza legata in generale alle criptovalute. In assenza di una regolamentazione, non si può assicurare il continuo utilizzo della moneta di scambio.

Incertezza su Obblighi Informativi e Asimmetria Informativa. Sulla società emittente non gravano obblighi informativi nei confronti degli investitori; non sussistono presidi tali da garantire un adeguato *set* informativo sul “*progetto*” o sui relativi stati di avanzamento. Anche in considerazione di quanto precede, la partecipazione di investitori non qualificati e non dotati di competenze tali da poter condurre attività di *due diligence* o di apprezzare l'informativa fornita rendono ampio il divario conoscitivo tra società e investitore, con potenziali profili di responsabilità in capo alla prima.

(10) Si rilevino le perplessità sollevate da Giacomo Zucco, *CEO* di BHB Network Blockchainlab, nell'intervista consultabile su: <https://www.startupbusiness.it/finanziare-le-startup-con-criptomonete-come-funzionano/93313/>.

Incertezza in merito alla qualificazione dei diritti connessi al “*progetto*”. Non appare chiaro se e quali diritti siano incorporati nei *tokens*, e che mezzi di tutela possano essere riconosciuti in capo agli investitori. Le prerogative dell’investitore ai termini del *digital token agreement* cui lo stesso aderisce attraverso l’adesione all’offerta sono incerte.

Temi reputazionali. In assenza di un quadro regolamentare, non sussiste alcuna visibilità nel merito se tali operazioni saranno o meno ritenute legittime dal sistema. Pertanto, anche se le *start-up* interessate da una *ICO* non incorrono in alcun tipo di sanzione sulla base dell’attuale quadro, la possibilità che in un momento successivo tali operazioni siano censurate potrebbe causare danni reputazionali. L’incertezza frena il ricorso a tali strumenti. Particolare attenzione viene posta sull’assenza di criteri certi di identificazione dei soggetti investitori.

FOCUS SU CRITICITÀ REGOLAMENTARI

Le *ICOs* hanno degli elementi in comune con altri metodi di raccolta del capitale di rischio, tra i quali, le *IPOs* e il *crowdfunding*: in entrambi i casi gli emittenti si prefiggono lo scopo di raccogliere capitale da investire nell’attività imprenditoriale, ma nelle *ICO* lo farebbero attraverso *beni digitali*.

I *tokens* non rappresentano tuttavia quote di partecipazione dei soci nella S.p.A., non incorporano il diritto dei titolari a partecipare agli utili della società, né gli stessi appaiono *prima facie* riconducibili agli “*strumenti finanziari*” ex art. 1 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “**TUF**”).

Pertanto, allo stato attuale, appare dubbia un’applicazione *tout court* della disciplina sulla sollecitazione all’investimento.

Non si rileva, a livello internazionale né nazionale, un *iter* legislativo diretto a emanare norme che regolino questi strumenti. Tuttavia, il numero crescente degli investimenti effettuati attraverso le *ICOs* ⁽¹¹⁾ ha destato l’attenzione delle autorità deputate a presi-

⁽¹¹⁾ Si ricorda P. SOLDAVINI, *Ico per 1,3 miliardi \$ nel 2017: ecco come si finanziano le startup in criptovalute*, Il Sole 24 Ore, 20 luglio 2017, consultabile su:

diare i mercati finanziari. Ad ogni modo, nei loro interventi, tali autorità si sono astenute dal fornire una definizione univoca di *ICOs*, riservandosi di decidere caso per caso circa l'applicazione o meno della regolamentazione finanziaria.

Tra i principali interventi si segnalano i seguenti:

- La Sec con la comunicazione del 25 settembre 2017 ha annunciato l'istituzione di una nuova unità organizzativa, denominata “*Cyber Unit*”⁽¹²⁾, avente l'incarico di individuare e ostacolare possibili condotte illecite assunte dagli operatori che effettuano transazioni virtuali su piattaforme informatiche di *trading*, ivi incluse le *ICOs*.
- La Financial Conduct Authority inglese ha avvisato gli investitori dei rischi connessi alla “*sottoscrizione*” dei *tokens*, predisponendo, peraltro, un modulo online e una pagina *web* per la segnalazione di truffe⁽¹³⁾.
- L'European Securities and Markets Authority (ESMA) con le due comunicazioni del 13 novembre 2017 ha avvertito gli investitori dei possibili rischi delle *ICOs*, individuando, inoltre, le regole potenzialmente applicabili alle società in esse coinvolte⁽¹⁴⁾.
- La Banca centrale cinese ha annunciato un bando immediato dei finanziamenti via *ICO* stilando una lista di 60 piattaforme di *exchange* che saranno soggette a ispezione e a verifiche approfondite, bloccando, nel frattempo, le offerte di cripto-

[http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2017-07-20/ico-13-miliardi-\\$-2017-ecco-come-si-finanziano-startup-criptovalute-114507.shtml?uuid=AEJutHOB](http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2017-07-20/ico-13-miliardi-$-2017-ecco-come-si-finanziano-startup-criptovalute-114507.shtml?uuid=AEJutHOB), cit. alla nota 1.

⁽¹²⁾ <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-176>.

⁽¹³⁾ <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

⁽¹⁴⁾ In particolare, in relazione alle norme applicabili, l'ESMA afferma che qualora le *ICOs* venissero qualificate come “*financial instruments*” le società coinvolte dovrebbero ottemperare agli obblighi previsti dalla normativa rilevante (*i.e.* Direttiva 2003/71/CE (“**Direttiva Prospetto**”), Direttiva 2004/39/CE (“**MIFID**”), Direttiva 2011/61/UE (“**AIFMD**”), Direttiva 2015/849 (“**Quarta Direttiva Anti-riciclaggio**”). Si veda: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>.

valute ⁽¹⁵⁾.

- La Corea del Sud ha scelto di vietare le *ICOs*.
- La FINMA svizzera, con la comunicazione del 29 settembre 2017⁽¹⁶⁾, ha rilevato che, qualora i *tokens* digitali offerti presentino le caratteristiche tipiche dei valori mobiliari, potrebbe sorgere un obbligo di autorizzazione, ovvero se i patrimoni raccolti nell'ambito delle *ICOs* vengano gestiti da terzi potrebbe trovare applicazione la disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio e, ancora, qualora il *token* costituisse un mezzo di pagamento potrebbero trovare applicazione le disposizioni in materia di antiriciclaggio.
- La Securities and Futures Commission di Hong Kong ha ribadito che dovrà essere valutato caso per caso se l'*ICO* comporti lo svolgimento di un'attività regolamentata e, conseguentemente, i soggetti coinvolti necessitino delle relative autorizzazioni⁽¹⁷⁾.
- Infine, occorre rilevare che l'Ontario Securities Commission ha avvertito che gli emittenti potrebbero essere tenuti a soddisfare requisiti legali previsti dalla *Securities Legislation* ⁽¹⁸⁾.

In Italia, ad oggi, la Consob non si è ancora espressa.

Secondo alcuni autori⁽¹⁹⁾, in linea teorica, le operazioni di *ICOs* possono interessare diverse aree regolamentari:

- i *tokens* potrebbero essere qualificati come prodotti finanziari ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u), del TUF. I prodotti finanziari ricomprendono sia gli strumenti finanziari

⁽¹⁵⁾ P. SOLDAVINI, *La Cina mette un freno alle Ico, il bitcoin in caduta*, Il Sole 24 Ore, consultabile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-09-04/la-cina-mette-freno-ico-bitcoin-caduta-160613.shtml?uuid=AEyvsMNC>

⁽¹⁶⁾ <https://www.finma.ch/it/news/2017/09/20170929-mm-ico/>.

⁽¹⁷⁾ <http://www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-initial-coin-offerings.html>.

⁽¹⁸⁾ http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ord_20171023_token.htm.

⁽¹⁹⁾ Si veda il *press release* di Bonn Steichen & Partners secondo cui il punto focale del tema relativo alle *ICOs* sarebbe quello della qualificazione o meno dei *tokens* quali “*financial instruments*” e conseguente applicazione della disciplina sugli investimenti, consultabile su: <http://www.bsp.lu/publications/newsletters-legal-alerts/newsflash-cssf-press-release-1738-risks-icos-investors#.Wg3couRTG70>.

(nell'ambito dei quali tuttavia non ci sembrano rientrare i *tokens*) che gli investimenti di natura finanziaria. Occorrerebbe, quindi, verificare se prevale, nel caso di volta in volta considerato, la natura finanziaria dell'investimento che farebbe, dunque, attrarre l'operazione nell'ambito di applicazione della disciplina sulla sollecitazione ⁽²⁰⁾;

- Gli *exchangers* in linea teorica potrebbero agire come operatori che prestano servizi d'investimento. Il ruolo svolto dagli *exchangers* potrebbe assimilarsi a quello dei portali di *equity crowdfunding*, piattaforme *on-line*, qualificati come operatori finanziari e sottoposti a vigilanza Consob, attraverso le quali è possibile acquistare azioni o quote di *start-up* innovative iscritte in una sezione speciale del registro delle imprese ⁽²¹⁾;

Ad ogni modo, anche laddove si dovesse accertare che l'operazione di volta in volta considerata non ricada nell'ambito di applicazione della disciplina che precede, occorrerebbe, ad avviso di chi scrive, che gli emittenti considerino gli ulteriori profili di responsabilità che potrebbero derivare dall'offerta al pubblico di beni (considerato che il *token* potrebbe essere assimilato a un *bene digitale*). Al riguardo, occorrerebbe prestare attenzione:

✓ All'informativa sul "progetto" ⁽²²⁾	✓ All'inserimento di specifiche avvertenze sui siti
✓ Alla definizione dei diritti e rischi incorporati nei <i>tokens</i>	✓ Alla sottoscrizione digitale di specifiche avvertenze o condizioni generali

⁽²⁰⁾ F. DAGNINO, *Initial Coin Offering (ICO) e offerta al pubblico di prodotti finanziari*, Diritto24, consultabile su: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2017-10-18/initial-coin-offering-ico-e-offerta-pubblico-prodotti-finanziari-105639.php>.

⁽²¹⁾ Tali portali assumono una importanza decisiva in quanto è il luogo (virtuale) dove poter assumere le informazioni necessarie per decidere se investire (tramite internet) in strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative e compiere la procedura per effettuare l'investimento. Si veda: <http://www.consob.it/web/investor-education/gli-operatori-finanziari>.

⁽²²⁾ Si vedano, esemplificativamente, gli obblighi informativi previsti dalla Sezione IV-bis del Codice del Consumo relativi alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e, relativamente al commercio elettronico, quanto previsto dal D.Lgs. n.70 del 2003.

Allo stato, appare evidente che il quadro di riferimento sulle ICOs è incerto.

Pertanto, è opportuno un richiamo alla cautela, rivolto sia alle società che vorrebbero avvalersene, sia agli investitori che vorrebbero aderirvi. Tuttavia, in prospettiva futura, non può escludersi un'evoluzione positiva dello strumento, anche a seguito di un'opportuna regolamentazione.

In ogni modo, si invitano quegli operatori che, nonostante il quadro di incertezza, intendano considerare lo strumento, a valutare in concreto nei propri studi di fattibilità elementi-chiave quali (i) **la completezza e correttezza dell'informazione fornita sul progetto e la *start-up***; (ii) **la determinazione di criteri di identificazione certi dei soggetti investitori**; (iii) **una disciplina chiara dei diritti incorporati dai *token***; (iv) **misure di sicurezza** (di *cyber security*) per evitare frodi.