Sella
Piazza Gaudenzio Sella, 1 - 13900 BIELLA (BI)

Inviata tramite SIPE

Spett.le
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini n. 3
00198, Roma (RM)

Biella, 5 giugno 2019

Oggetto: Risposta del Gruppo Sella al Documento per la Discussione "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività".

Il Gruppo Sella desidera innanzitutto ringraziare per l'opportunità di partecipare alla consultazione e per le gli sforzi profusi da codesta Autorità di Vigilanza nel proporre una regolamentazione che tenga conto dell'esigenza delle società italiane di ricorrere a mezzi di finanziamento alternativi.

Preme comunque osservare che, in questa fase iniziale di sviluppo del mercato nazionale, ogni iniziativa regolamentare in materia di ICO potrebbe condizionarne la crescita. Le emissioni di cripto-attività hanno il pregio di essere un mezzo economico e altamente innovativo di raccolta di finanziamenti - soprattutto a beneficio di progetti tecnologici - e rivolto ad un pubblico potenzialmente vasto. L'introduzione di un regime regolamentare comporta necessariamente costi e oneri organizzativo-amministrativi che società nella fase iniziale di sviluppo del proprio business, quali le start-up fintech, potrebbero avere difficoltà a sostenere. Proprio queste sono le realtà che maggiormente necessitano di ricorrere a forme alternative di finanziamento e che, in presenza di vincoli regolamentari, potrebbero essere spinte a perfezionare l'emissione all'estero.

Per questa ragione, il Gruppo Sella è innanzitutto favorevole alla natura opzionale della regolamentazione proposta. Il regime di opt-in, tuttavia, non eliminerebbe completamente il rischio di limitare la capacità delle PMI di raccogliere finanziamenti tramite ICO. Le emissioni non soggette ad alcuna regolamentazione avrebbero costi potenzialmente ridotti, ma, al tempo stesso, sarebbero più difficilmente collocabili. Soggetti quali i gruppi bancari e le imprese di investimento, in ragione dell'interesse pubblico sotteso alle attività dai medesimi svolte, difficilmente potrebbero, infatti, accettare di prendere parte ad ICO per cui l'emittente non abbia effettuato l'opt-in. Al contrario, le emissioni per cui sia stato esercitato l'opt-in potrebbero beneficare di più efficaci canali di collocamento, ma sarebbero soggette a costi di regolamentazione difficilmente sostenibili per le start-up.

Ciò posto, pur riconoscendo gli innegabili pregi della proposta di codesta Autorità di Vigilanza, il Gruppo Sella ritiene che ogni intervento regolamentare in materia possa rischiare di frenare lo sviluppo di un mercato fondamentale per il sistema economico nazionale, considerato che l'Italia è, già ad oggi, uno dei paesi in cui vengono effettuati meno investimenti in start-up.

A tal fine si ritiene preferibile che, almeno in questa fase, ogni emittente concordi direttamente con codesta Autorità di Vigilanza le misure da porre in essere, senza prevedere forme di regolamentazione.

Ciò premesso, si risponde di seguito ai quesiti relativi al testo in consultazione.

Q1: Si condivide la definizione di "*cripto-attività*" delineata nel Riquadro 1? Riesce la definizione a catturare le specificità rilevanti della cripto-attività rispetto all'approccio delineato nel presente documento?

A1: Dalla consultazione emerge la sussistenza di tre differenti categorie di "cripto-attività": "pure commodity token", "hybrid token" e "investment token" (o "security token").
La definizione fornita nel Riquadro 1 non permette, tuttavia, da un lato di distinguere chiaramente i "*pure commodity token*" dalla categoria "ibrida" costituita da "*registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali* (...) *destinate a essere negoziate o negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi* (...) *ferma restando la sussistenza dell'elemento dell'investimento", e,* dall'altro, di ricostruire la categoria delle cripto-attività con "*caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all'insieme degli strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MiFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP)*".
Si ritiene infatti che in tale definizione ricadano anche le cripto-attività emesse al fine di finanziare progetti imprenditoriali, ma il cui valore ed i relativi diritti incorporati non sono in alcun modo correlati all'andamento del progetto. Tali emissioni, che di per sé costituirebbero dei "pure commodity token", sarebbero ricomprese nella categoria ibrida definita al Riquadro 1.
Permane inoltre l'incertezza sull'effettivo confine tra le cripto-attività ibride, per le quali si propone una regolamentazione ad hoc, e le cripto-attività classificate quali strumenti finanziari, soggette alla normativa italiana ed europea sulla prestazione di servizi di investimento. Si ritiene, pertanto, che l'assenza di una definizione chiara di "security-token" comporti la necessità di procedere ad una difficoltosa e incerta attività di analisi case-by-case in merito alla normativa applicabile ad ogni emissione.
Si suggerisce, pertanto, che codesta Autorità di Vigilanza specifichi i casi in cui una "cripto-attività" "*presenta caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all'insieme degli strumenti finanziari*". Ad esempio, potrebbe essere chiarito che rientrano tra gli strumenti finanziari esclusivamente i *token* rappresentativi di azioni o di obbligazioni. Sarebbero invece esclusi tutti gli altri token "*rappresentativi di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*" anche se tali diritti presentassero caratteristiche assimilabili, ad esempio, a dividendi o cedole.

Q2: In particolare, si condivide la centralità degli elementi della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali, dell'impiego di tecnologia basata su registri distribuiti e dello scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi?

A2: Il Gruppo Sella condivide la centralità degli elementi individuati da Consob senza tuttavia ritenerli esaustivi. Si evidenzia infatti come il token possa essere considerato un prodotto di investimento solo qualora incorpori diritti direttamente correlati all'andamento societario (es. dividendi, royalties ecc..) o qualora l'andamento del prezzo del token stesso sia legato all'andamento del progetto o dalla società.
Inoltre, come evidenziato alla risposta A1, il Gruppo Sella ritiene fondamentale che codesta Autorità di Vigilanza specifichi quando una "cripto-attività" "*presenta caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all'insieme degli strumenti finanziari*".
Allo stesso modo, si evidenzia l'opportunità che la definizione di "cripto-attività" ricomprenda espressamente anche l'utilizzo di registri distribuiti *permissionless*.

Q3: Riesce la definizione ad escludere con chiarezza le fattispecie non idonee a costituire oggetto di trattazione secondo l'approccio delineato nel documento (i.e. *pure commodity-token* non destinati alla circolazione su circuiti di scambio di tipo secondario, valori mobiliari/strumenti finanziari come codificati dalla disciplina EU)?

A3: Non si ritengono sufficientemente chiari gli elementi che permettono di distinguere la fattispecie oggetto di trattazione dalle cripto-attività con "*caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all'insieme degli strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MiFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP)*" (si veda risposta A1).
Le cripto-attività oggetto dell'esercizio definitorio di cui alla consultazione potrebbero infatti presentare caratteristiche proprie dei valori mobiliari di cui all'art. 4 n. 44) MiFID II, in quanto valori che possono essere negoziati sul mercato dei capitali e che implicano la compresenza di: *(i)* impiego di capitale, *(ii)* promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria e, *(iii)* assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale.

Al fine di risparmiare agli attori del mercato un incerto esercizio di valutazione case-by-case in merito alla natura giuridica dei *token* ad alla normativa applicabile, la definizione di "cripto-attività" di cui alla proposta regolamentare dovrebbe indicare quale sia la natura dei diritti e degli obblighi delle parti rappresentate nelle medesime e in quali circostanze da tali diritti consegua la classificazione di strumento finanziario.

Inoltre, per le ragioni indicate nelle risposte A1 e A2, la definizione suggerita potrebbe ricomprendere anche alcune emissioni di "pure commodity token".

Q4: La disciplina vigente per strumenti e prodotti finanziari prevede regole all'ingresso volte a graduare i diversi presidi posti a tutela degli investitori; si condivide la previsione di una disciplina delle cripto-attività regolate che invece non contempla, ad esempio, soglie di valore per esenzioni (riferite alle emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?

A4: Il Gruppo Sella ritiene che la normativa applicabile all'emissione e all'offerta di cripto-attività debba essere improntata a principi e logiche differenti da quelli che regolano l'emissione e l'offerta di strumenti e prodotti finanziari. Ad ogni modo, si ritiene necessario graduare i presidi posti a tutela degli investitori sulla base del valore delle singole emissioni, eventualmente esentando quelle sotto-soglia dal rispetto delle condizioni previste per l'ammissibilità all'offerta sul primario e alle negoziazioni su sistemi di scambio regolamentati.

Q5: Si condivide la proposta di ampliare la gamma delle attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di *crowdfunding* a comprendere anche la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione? Si chiede inoltre di fornire motivazioni e/o dati a supporto dell'identificazione di eventuali sinergie/opportunità che possano scaturire dallo svolgimento di entrambe le attività, oppure rispetto a eventuali ragioni di contrarietà (per Business).

A5: Il Gruppo Sella ritiene coerente l'individuazione dei gestori di portali di *crowdfunding* - e di soggetti che rispettino i medesimi requisiti organizzativi – quali operatori di riferimento per la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione.

Q6: Si condivide la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività anche a soggetti operanti sin dall'inizio ed esclusivamente in cripto-attività (ovvero che non abbiano già avviato un'operatività quali gestori di portali per le offerte di *crowdfunding* autorizzati dalla Consob)?

A6: Il Gruppo Sella condivide la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività anche a soggetti operanti sin dall'inizio ed esclusivamente in cripto-attività.

Q7: L'approccio delineato per lo svolgimento delle offerte in sede di nuova emissione di cripto-attività riesce a conciliare le caratteristiche del fenomeno con le esigenze di tutela degli investitori? Si condivide, in particolare, la previsione di un regime cosiddetto di *opt-in*, articolato nei termini sopra descritti?

A7: Per le ragioni esposte in premessa, pur riconoscendo la validità della proposta di codesta Autorità di Vigilanza, il Gruppo Sella propone di rinunciare, almeno in questa fase, alla regolamentazione delle ICO di token diversi dagli strumenti finanziari, richiedendo, piuttosto, che ogni emittente concordi direttamente con codesta Autorità di Vigilanza le misure da porre in essere a tutela degli investitori. Per quanto concerne la regolamentazione proposta, il Gruppo Sella condivide la previsione di un regime opzionale, temperato da obblighi di trasparenza volti a tutelare l'investitore nel caso in cui l'emittente non abbia esercitato l'opt-in.

Q8: Si ritiene opportuno, nell'ottica della maggiore tutela degli investitori, stabilire uno stretto collegamento fra l'offerta di cripto-attività di nuova emissione, realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso a un sistema di scambi dedicato soggetto a regolamentazione e vigilanza (cfr. paragrafo che segue)?

A8: Il Gruppo Sella non ritiene completamente in linea con i caratteri specifici delle tecnologie blockchain che il successivo accesso a un sistema di scambi autorizzato sia consentito esclusivamente ad ICO per cui si sia aderito al regime regolamentato già in fase di primario. Come di seguito indicato (si veda risposta A15) si ritiene innanzitutto necessaria l'applicazione del regime transitorio proposto, non solo con riferimento alle cripto-attività emesse prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina, ma anche a quelle emesse all'estero.
Inoltre, gli investitori non potrebbero che trarre beneficio dalla riconduzione ad un sistema di scambio regolamentato - e quindi alle verificate dai medesimi svolte ex ante – delle negoziazioni di token dai medesimi acquistati con finalità di investimento, indipendentemente dall'esercizio della facoltà di opt-in in fase di primario da parte dell'emittente.

Q9: Quali requisiti minimi si ritiene che debbano possedere i soggetti che emettono cripto-attività, affinché queste ultime possano essere accettate per la negoziazione?

Q10: La proposta definizione di "*sistema di scambi di cripto-attività*" è idonea a comprendere i modelli di *business*, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di *crypto-asset*?

A10: La definizione proposta è idonea a comprendere i modelli allo stato noti. Si ritiene inoltre che la definizione sia adeguatamente ampia e possa agevolmente ricomprendere casistiche ad oggi non note.

Q11: I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'attribuzione della qualifica di sistema di scambi di cripto-attività da parte della Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connaturati alla negoziazione di cripto-attività?

A11: Considerato che l'abilitazione potrebbe essere richiesta esclusivamente da soggetti già sottoposti a specifici obblighi in materia di requisiti soggettivi e presidi organizzativi, a cui si sommerebbero quelli - ulteriori - previsti per la gestione di sistemi di scambio di cripto-attività, i requisiti individuati sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connaturati alla negoziazione di cripto attività.

Q12: I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'iscrizione del sistema nel registro tenuto dalla Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla custodia delle risorse finanziare, delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del sistema, nonché alla realizzazione di un regolamento efficiente e sicuro delle contrattazioni che avvengono sul sistema?

Q13: Quali caratteristiche dovrebbe avere la *blockchain* al fine garantire un adeguato livello di sicurezza del registro distribuito su cui le cripto-attività vengono registrate e trasferite?

Q14: Si condivide la scelta di introdurre un meccanismo di "*opt-in*" per l'iscrizione nel registro dei sistemi di scambi di cripto-attività, che sarebbe tenuto dalla Consob?

A14: Il Gruppo Sella condivide la scelta di introdurre un meccanismo di "*opt-in*" per l'iscrizione nel registro dei sistemi di scambi di cripto-attività.

Q15: In connessione con l'eventuale introduzione di un regime speciale per l'emissione e la circolazione delle cripto-attività, con l'obiettivo della tutela degli investitori, si ritiene

opportuno che le autorità valutino la previsione di un regime transitorio in ragione del quale la prosecuzione degli scambi di *token* già emessi risulti possibile solo a condizione

che l'organizzatore del sistema di scambi registrato presso la Consob abbia verificato la sussistenza e la pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori sui *token* scambiati?

A15: Il Gruppo Sella condivide l'applicazione di un regime transitorio in forza del quale anche i *token* emessi prima dell'entrata in vigore della disciplina specifica possano essere ammessi alla negoziazione su sistemi di scambio autorizzati. Considerata la transnazionalità connaturata all'utilizzo delle Distributed Ledger Technology si ritiene inoltre opportuno che anche i token emessi all'estero, e quindi, non collocati in fase di primario secondo la regolamentazione italiana, possano essere ammessi alla negoziazione sui sistemi di scambio autorizzati.

Si coglie l'occasione per porgere i nostri più cordiali saluti.

Giacomo Sella
Vice Presidente Banca Sella Holding S.p.A.