

LA CONSULENZA SULLE CRIPTO-ATTIVITÀ E L'ACCESSO DEI PRESTATORI AL MERCATO

ELISA DI PAOLO

UNIVERSITÀ DI VERONA

1. Introduzione

La consulenza in materia di investimenti ha avuto, come si sa, una rinnovata e crescente attenzione da parte del Legislatore europeo sin da MiFID I nel 2004 (quando è tornata ad essere un servizio di investimento riservato) e poi anche con MiFID II nel 2014, con molteplici revisioni e successivi potenziamenti nel tempo. L'obiettivo primario è sempre stato quello di garantire una maggiore tutela e cura per l'investitore, assicurandogli raccomandazioni di investimento adeguate al suo profilo e alla sua propensione al rischio. Un fenomeno a cui abbiamo assistito negli ultimi anni è la crescente digitalizzazione del settore finanziario, che ha portato ad interrogarsi su quale potrebbe essere la più opportuna regolamentazione per disciplinare tale ambito, senza avere ripercussioni e arretramenti sull'innovazione tecnologica. Paradigmatica di questa tendenza è stata ad esempio la c.d. *robo advice* o consulenza automatizzata dove, pur senza introdurre una nuova normativa, l'Esma ha suggerito speciali presidi informativi ed organizzativi rispetto alla disciplina di diritto comune.

Un'altra delle principali applicazioni della digitalizzazione in questo settore sono le cripto-attività che vengono identificate come "*rappresentazioni digitali di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga*", secondo la nuova definizione che ne dà il Regolamento UE 2023/1114 del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività, c.d. MiCAr.

Ed è proprio sulla consulenza avente ad oggetto le cripto-attività che si vuole qui focalizzare l'attenzione con specifico riguardo al profilo dei soggetti che possono prestare tale attività.

2. Il regolamento MiCAr

Il nuovo scenario emerso con l'utilizzo di tecnologie a registro distribuito (DLT)¹, *blockchain*, smart contract e cripto-attività offre al Legislatore, agli operatori e all'intero ecosistema nuove sfide.

¹ Secondo quanto definito dal Legislatore italiano le tecnologie a registro distribuito (DLT) sono "*le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*" (art. 8-ter, d.l. n. 135/2018, convertito con modificazioni dalla L. n. 12/2019).

Alla luce dei più recenti sviluppi del settore, l'Unione europea ha individuato un approccio omogeneo per tutti gli Stati membri.

Per perseguire questo fine, la Commissione europea il 24 settembre 2020 ha adottato un articolato sistema di misure, il c.d. *Digital Financial Package (DFP)*, andando a disciplinare i nuovi fenomeni inerenti al *FinTech* e promuovendo innovazione e concorrenza nel contesto della finanza digitale. Con il DFP sono state implementate numerose misure, tra cui la *Digital Operational Resilience Act*, il *Pilot Regime* e il citato Regolamento MiCAR.

Il Regolamento MiCAR – che ha trovato ora attuazione anche domestica nel D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129 – ha il principale scopo di stabilire requisiti uniformi inerenti all'offerta al pubblico e alla negoziazione di cripto-attività, nonché quello di fissare, tra l'altro, i requisiti per l'autorizzazione e la vigilanza dei prestatori di servizi per le cripto-attività, superando così la frammentazione normativa che si è creata sino ad ora. Infatti, fino ad oggi, alcuni Legislatori avevano provveduto ad introdurre sin troppo tempestivamente provvedimenti a valenza nazionale volti a regolare l'offerta di cripto-attività, al fine di porre rimedio ad eventi critici verificatisi. Mentre altri Stati hanno preferito osservare il fenomeno non introducendo nuove norme, evitando di frenare lo sviluppo del settore e l'innovazione digitale, intervenendo, al più, attraverso le autorità di vigilanza, sui singoli casi².

Il Regolamento MiCAR vuole delineare una normativa di carattere europeo che, però, non ha ad oggetto l'intero fenomeno cripto, ma va a regolamentare solo quelle cripto-attività "non finanziarie" che non rientrano nell'attuale legislazione europea in materia di servizi finanziari.

Tra queste possiamo individuare:

- "tokens collegati ad attività" (ARTs), ovvero quella tipologia di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento ad un altro valore o diritto o combinazione tra i due;
- "tokens di moneta elettronica" (EMTs), ovvero quella tipologia di cripto-attività che vuole mantenere il proprio valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale;
- tutte le altre cripto-attività che non si identificano come ARTs e EMTs, compresi gli utility tokens.

Il fine del Regolamento MiCAR sembra, per quanto qui di interesse, quello di allineare la normativa sui servizi aventi ad oggetto cripto-attività non finanziarie a quella sui servizi di investimento MiFID, con la conseguenza che la differenza principale è l'oggetto dei servizi stessi. Da un lato, infatti, abbiamo cripto-attività finanziarie (strumenti finanziari-cripto) e dall'altro cripto-attività non finanziarie. Rifacendosi al principio della neutralità tecnologica, il Legislatore europeo ha ritenuto di ricondurre ai servizi di investimento tradizionali sugli strumenti finanziari i servizi aventi ad oggetto cripto-attività di MiCAR.

Vige, quindi, come meglio si dirà più avanti, un principio di *equivalenza*. I servizi d'investimento presentati da MiCAR (art. 3, co. 1, n. 16) sembrano essere, salvo qualche marginale differenza, i medesimi presenti nell'Allegato I della Direttiva MiFID.

Ne consegue che il Legislatore ha deciso di mantenere una parte significativa di MiFID nella nuova normativa sulle cripto-attività, andando a creare un punto di riferimento e un legame con il contesto finanziario tradizionale³.

² Cfr., per gli opportuni riferimenti, M. de Mari, "Le cripto-attività nella disciplina MiCAR e la finanziarità delle "cripto-attività non finanziarie", in *dirittobancario.it*, 2023 (ottobre 2024).

³ M. Paracampo, "I prestatori di servizi per le cripto-attività – Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid", Torino, 2023.

3. La prestazione del servizio di consulenza in MiCAr e in MiFID II

Uno dei servizi considerati equivalenti tra MiCAr e MiFID II è il servizio di consulenza. La consulenza finanziaria rientra tra i servizi d'investimento discrezionali e a maggior valore aggiunto e possiamo identificarla come la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari (art. 1, co. 5-*septies*, TUF). La caratteristica principale della raccomandazione è la personalizzazione e questa presuppone che vi sia una relazione diretta tra consulente e cliente; pertanto, essa sarà adatta al cliente o, in ogni caso, basata sulle caratteristiche ed esigenze di quest'ultimo.

Secondo il Rapporto 2024 della CONSOB sulle scelte d'investimento degli investitori italiani⁴, si può mettere in evidenza un interesse costante dal 2022 ad oggi verso le cripto-attività, in particolar modo le criptovalute ed il *trading online*. La scelta degli investitori si può ricondurre ad una duplice motivazione. Da un lato l'opportunità di un guadagno immediato e, dall'altro, la possibilità di diversificare il portafoglio.

L'interesse verso questa tipologia di *asset* risulta stabile nel tempo ma il grado di diffusione delle criptovalute è aumentato arrivando al 18% nel 2024, rispetto all'8% del 2022. Questa crescita, che è più che raddoppiata, viene ricondotta alla (apparente) familiarità che hanno gli investitori con gli *asset* digitali dal momento che l'86% degli investitori dichiara di averne almeno sentito parlare. Le decisioni finanziarie assunte da questi ultimi, secondo il presente rapporto, mettono in luce che una quota rilevante di partecipanti assume solo alcune decisioni in autonomia (42%), mentre il 40% si avvale unicamente del supporto di un consulente finanziario oppure di un addetto bancario. Questo dato, rispetto al 2022, appare in crescita.

Il servizio di consulenza avente per oggetto cripto-attività (e non solo cripto-valute) sembra dunque poter avere un impatto notevole, atteso che la digitalizzazione e l'introduzione di nuove cripto-attività sta avvenendo in maniera sempre più veloce e incontra l'interesse del pubblico dei risparmiatori.

Questo servizio comprende l'assistenza specializzata in investimenti e le strategie che riguardano le cripto-attività e in particolare consiste *"nell'offerta, fornitura o l'accordo per la fornitura di raccomandazioni personalizzate a clienti, su richiesta del cliente o su iniziativa del prestatore di servizi per le cripto-attività che presta la consulenza, in merito a una o più operazioni relative a cripto-attività o all'impiego di servizi per le cripto-attività"*. La consulenza sulle cripto-attività può essere fornita anche su base *indipendente* come la consulenza MiFID.

La fattispecie riproduce – con alcune differenze non solo legate all'oggetto dell'attività – quella della consulenza MiFID e anche sul piano della disciplina replica l'assetto normativo di MiFID. Principalmente si trova, nel sistema di protezione dell'investitore consigliato in cripto-attività, la medesima disciplina degli obblighi informativi e della valutazione di adeguatezza già dettata dalla normativa sui servizi di investimento (cfr. art. 81 MiCAr).

4. I prestatori di consulenza su cripto-attività, i regimi d'accesso al mercato ed il processo autorizzativo

⁴ CONSOB, "Report on financial investments of Italian households Focus investors", 2024.

Delineato così, pur sommariamente, il parallelo tra consulenza su strumenti finanziari e consulenza su cripto-attività, si deve ora focalizzare l'attenzione sul *profilo soggettivo* della fattispecie, ossia su quali soggetti possono prestare questo servizio e quali sono le modalità d'accesso al mercato.

Secondo quanto prescritto dal MiCAR, il prestatore di servizi per le cripto-attività viene, in generale, definito come *“una persona giuridica o altra impresa la cui occupazione o attività consiste nella prestazione di uno o più servizi per le cripto-attività ai clienti su base professionale e che è autorizzata a prestare servizi per le cripto-attività conformemente all'articolo 59”*.

In questa definizione rientrano tutti i soggetti che prestano cripto-attività, definiti come CASPs (*Crypto-Asset Service Providers*).

Possiamo identificare varie tipologie di soggetti:

- (i) i nuovi “intermediari”, ovvero coloro che si affacciano per la prima volta al mercato delle prestazioni di cripto-attività;
- (ii) gli intermediari (“entità finanziarie”) già esistenti, che prestano attività tradizionali riservate e hanno deciso di ampliare la loro operatività a questo nuovo mercato;
- (iii) i prestatori di servizi per le cripto-attività *ex art. 143 MiCAR* che hanno prestato i loro servizi in conformità del diritto applicabile prima del primo dicembre 2024.

L'identificazione di queste diverse tipologie di prestatori è legata al diverso regime di accesso al mercato. Dunque, possiamo individuare:

- i prestatori su richiesta (*newcomers*): tutti quei soggetti che devono seguire la procedura autorizzativa ordinaria prevista dal MiCAR, secondo quanto definito negli artt. 59 e 62;
- i prestatori già esistenti (*incumbents*): entità finanziaria che possiedono già il passaporto europeo per altri servizi, conseguito attraverso un'altra normativa comunitaria (ente creditizio, depositario centrale di titoli, impresa di investimento, gestore del mercato, istituto di moneta elettronica, società di gestione di un OICVM o gestore di un fondo di investimento alternativo autorizzato a prestare servizi per le cripto-attività a norma dell'art. 60 MiCAR);
- i prestatori di servizi per le cripto-attività già esistenti *ex art. 143*. Questi soggetti prestano già servizi aventi ad oggetto cripto-attività, ma, secondo quanto previsto dal MiCAR, dovranno adeguarsi. In un primo momento godranno di un regime di esenzione temporanea che permetterà successivamente di accedere ad una procedura autorizzativa semplificata.

Per quanto riguarda i prestatori su richiesta (*newcomers*), è necessario seguire un *iter* autorizzativo assimilabile a quello previsto dalla normativa MIFID per l'abilitazione ai servizi di investimento. Viene articolato in vari passaggi e l'autorizzazione permette l'accesso al passaporto europeo e al censimento nel registro pubblico dell'ESMA. È necessario presentare la domanda autorizzativa che deve essere correlata da una consistente documentazione, volta a identificare l'affidabilità professionale e tecnologica del soggetto che deve essere in possesso di una serie di requisiti relativi alla forma giuridica, al programma di attività, alle tutele prudenziali, ai dispositivi di *governance* e al possesso dei requisiti di professionalità ed onorabilità dei propri esponenti aziendali. All'esito di tale procedimento le Autorità competenti possono concedere o rifiutare l'autorizzazione.

Tuttavia, in base al servizio offerto, vengono richieste delle informazioni supplementari e, nella prestazione del servizio di consulenza avente ad oggetto cripto-attività, si richiede la prova che le persone fisiche che operano per conto del prestatore possiedano conoscenze e

competenze adeguate all'adempimento dei propri obblighi secondo i criteri che saranno stabiliti dagli Stati membri.

Per quanto attiene agli *incumbents*, questi, come è facilmente comprensibile, non sono invece soggetti ad un procedimento di autorizzazione in quanto sono già abilitati a svolgere le attività proprie del loro ambito operativo. È previsto che tali soggetti possano prestare servizi per le cripto-attività e, segnatamente, la consulenza su cripto-attività se autorizzati a prestare il servizio *equivalente* di consulenza MiFID. Il regime di equivalenza tra le due consulenze è stabilito dallo stesso MiCAR all'art. 60.

In tal caso non è previsto un procedimento di autorizzazione ma soltanto che siano comunicate all'Autorità competente dello Stato membro le informazioni dettagliatamente indicate nel paragrafo 7 dell'art. 60 MiCAR.

5. Consulenti finanziari autonomi e le Società di Consulenza Finanziaria (SCF)

Chiarito in termini generali il profilo soggettivo dei CASPs che possono prestare la consulenza avente ad oggetto cripto-attività, suscita dubbi e perplessità il caso delle SCF *ex art. 18-ter* TUF e dei Consulenti finanziari autonomi *ex art. 18-bis* TUF, che, come è noto, sono figure esterne al perimetro MiFID e, anzi, rientrano nell'ambito delle esenzioni facoltative di cui all'art. 3 della MiFID II.

Le SCF⁵ non sono imprese di investimento e senza pregiudizio per la riserva di legge nell'esercizio della consulenza finanziaria possono prestare tale attività (solo) relativamente a valori mobiliari e a quote di oicvm senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e senza il passaporto europeo. Ciò implica, evidentemente, che non possono accedere alla consulenza MiCAR sulla base del regime dell'*equivalenza*. Infatti, non solo il servizio di consulenza finanziaria da loro prestato non è esattamente equivalente dal punto di vista oggettivo a quello della consulenza MiFID, ma non hanno comunque lo *status* di impresa di investimento richiesto dall'art. 60, co. 1, MiCAR per fruire del regime dell'*equivalenza*.

Dunque, esse potranno essere abilitate sottoponendosi all'*iter* autorizzativo per i prestatori su richiesta secondo quanto disposto dall'art. 62 MiCAR, trattandosi di persone giuridiche esercenti attività d'impresa nella forma della società per azioni o della società a responsabilità limitata.

Questo porta, ovviamente, ad avere un processo autorizzativo più lungo e rigoroso a livello di tempistiche e allo stesso tempo più oneroso rispetto al regime della comunicazione.

È da notarsi, inoltre, che l'autorizzazione ai sensi del MiCAR implicherà anche un diverso ambito di operatività tra la consulenza su cripto-attività (passaporto europeo) e la consulenza *ex art. 18-ter* che ha rilievo solo nazionale (passaporto italiano).

Anche per quanto riguarda i Consulenti finanziari autonomi⁶, ovvero le persone fisiche iscritte nell'apposito albo OCF che svolgono consulenza in materia d'investimento in

⁵ Secondo quanto definito dal TUF le SCF sono “[...] società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob, ed iscritte in una sezione apposita dell'albo di cui all'art. 31, co 4, che possono prestare la consulenza in materia di investimenti relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi d'investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti” (art. 18-ter).

⁶ Secondo quanto definito dal TUF i Consulenti finanziari autonomi sono “[...] persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob, ed iscritte in una sezione apposita dell'albo di cui all'articolo 31, comma

maniera indipendente ai sensi dell'art. 18-bis, c'è da chiedersi se questi soggetti possano prestare servizi per le cripto-attività e sulla base di quale regime.

Allo stato non sembra che questi possano essere abilitati alla prestazione della consulenza su cripto-attività, né sulla base del regime di autorizzazione, non essendo "persone giuridiche o altre imprese", né di quello di mera comunicazione, mancando i Consulenti dello *status* di impresa di investimento.

Riprendendo la definizione precedentemente richiamata di prestatori di servizi per le cripto-attività, questa si riferisce solo alle "persone giuridiche o altre imprese". Sono, quindi, escluse le persone fisiche. Ciò è ribadito anche nel primo comma dell'art. 62, il quale prescrive che le domande di autorizzazione come prestatore di servizi per le cripto-attività provengano esclusivamente da "persone giuridiche o altre imprese" e non sono previste altre entità.

I Consulenti finanziari autonomi non possono, quindi, essere abilitati alla prestazione del servizio di consulenza avente ad oggetto cripto-attività, salvo che non si ammetta la possibilità che il prestatore di cripto-attività possa essere una persona fisica che esercita l'attività di consulente finanziario autonomo in forma di impresa individuale *ex art.* 2082 cod. civ. In questa prospettiva si potrebbe abbracciare l'idea, propria del diritto della concorrenza europeo, secondo cui la nozione di impresa (*undertaking*) sia un concetto ampio ed elastico nel quale ricomprendere qualsiasi entità che svolge un'attività economica. Le imprese che non sono persone giuridiche devono, tuttavia, in ogni caso offrire una tutela equivalente degli interessi dei terzi a quella offerta dalle imprese con personalità giuridica. Appare, infine, ammissibile che i Consulenti finanziari autonomi possano, invece, prestare la propria attività - se in possesso dei necessari requisiti di conoscenza e competenza in materia di cripto-attività - per le SCF che prestano il servizio di consulenza MiCAR alla stregua di quanto possono fare i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede per il proprio CASPs preponente.

6. Considerazioni conclusive

Le innovazioni tecnologiche mettono in discussione le regole tradizionali fino ad oggi adottate, le quali sono state concepite prima dell'avvento di questi fenomeni. Ciò porta ad avere regole che risultano non più adeguate a gestire i rischi e le opportunità che possono crearsi.

Il Regolamento MiCAR segna, dunque, un primo tentativo verso una speciale regolamentazione del fenomeno delle cripto-attività e dei servizi relativi a cripto-attività.

Il Legislatore ha, tuttavia, deciso di riproporre lo schema MiFID adattandolo al contesto tecnologico di riferimento, basandosi su un sistema di intermediazione già conosciuto e non particolarmente innovativo. Il mondo delle cripto-attività si pone come trasversale rispetto a quello finanziario, intersecandosi con le varie normative già in vigore in ambito finanziario.

La consulenza di cripto-attività segna una nuova frontiera del mondo consulenziale, un primo passo verso le raccomandazioni personalizzate di *asset* digitali non finanziari che potranno combinarsi con la consulenza sugli strumenti finanziari tradizionali, tra i quali

4, che possono prestare la consulenza in materia di investimenti, relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi di investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti [...]" (art. 18-bis).

sono oramai compresi anche quelli emessi mediante tecnologia a registro distribuito (art. 1, co. 2, TUF).

Il tempo chiarirà se queste nuove “merci” in forma di cripto-attività, circolanti secondo nuove tecniche e documentate in nuove forme digitali, saranno davvero appetibili per gli investitori e per le imprese agevolandone il finanziamento e se faranno emergere nuove opportunità di *business* per gli intermediari vecchi e nuovi oppure se, invece, il fenomeno si ridimensionerà sotto i colpi di una eccessiva iperegolamentazione pervasa di requisiti troppo stringenti e di costi di *compliance* troppo onerosi che ne ingesseranno lo sviluppo.