

Un nuovo servizio di consulenza in materia finanziaria

Il fenomeno delle cripto-attività ha introdotto nuovi *assets* («*res*») e nuovi servizi («*actiones*») nel mercato finanziario. Nell’Unione Europea per rispondere a questo fenomeno sono stati introdotti il Regolamento (UE) n. 2022/858 (“DLT Pilot Regime”) e il Regolamento (UE) n. 2023/1114 (“MiCAR”). Le cripto-attività disciplinate dal DLT Pilot Regime, dette cripto-attività *finanziarie*, rientrano nella definizione di strumenti finanziari. Invece, le cripto-attività disciplinate dal MiCAR non rientrano nella definizione di strumenti finanziari o all’interno di altra disciplina finanziaria UE e perciò vengono definite cripto-attività *non finanziarie* (di seguito solo “cripto-attività”). Ai servizi per le cripto-attività *finanziarie* si applica la direttiva (UE) n. 2014/65 (“MiFID II”), e perciò le disposizioni riguardanti il servizio di consulenza in materia di investimenti, mentre ai servizi per le cripto-attività si applica la disciplina MiCAR. Quest’ultima appare come una versione traslata e contestualizzata alle cripto-attività della MiFID II e da ciò deriva l’espressione *mifidizzazione* della MiCAR [M.T. Paracampo]. Infatti, i servizi per le cripto-attività, elencati all’art. 3, par. 1, n. 16 MiCAR, riflettono quelli previsti dall’allegato I della MiFID II con minime differenze. La prestazione di questi servizi viene riservata ai prestatori di servizi per le cripto-attività (CASPs), ovvero soggetti che devono preventivamente: (i) essere autorizzati *ex art.* 63 MiCAR; o nel caso in cui siano già autorizzati ai sensi di altra normativa europea in materia finanziaria (ii) effettuare la notifica prevista dall’art. 60 MiCAR. In particolare, va segnalato che le entità finanziarie richiamate dall’art. 60 MiCAR sono esonerate solamente dai requisiti di autorizzazione. Come in MiFID II, l’autorizzazione non è generale, ma specifica per ogni servizio. Pertanto, la disciplina prevede sia obblighi generali per tutti i CASPs, che obblighi specifici in base ai servizi prestati.

Il servizio di consulenza sulle cripto-attività

Il servizio di consulenza sulle cripto-attività viene definito all’art. 3, par. 1, n. 24 MiCAR come «*l’offerta, la fornitura o l’accordo per la fornitura di raccomandazioni personalizzate ai 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 definizione ricalca quella prevista, dall’art. 1, co. 5-*septies* del TUF, con due

differenze quali il riferimento: (i) “[all’] offerta, la fornitura o l’accordo per la fornitura” (e non alla mera prestazione); e (ii) “all’impiego di servizi per le cripto-attività” (e quindi non solo alle operazioni relative all’oggetto del servizio). Gli obblighi specifici per la prestazione del servizio di consulenza sono previsti all’art. 81 MiCAR e comprendono: regole di condotta, ovvero la valutazione di adeguatezza, specifici obblighi organizzativi e di *disclosure* (anche di informativa precontrattuale ex art. 81, par. 9 MiCAR), nonché l’obbligo di fornire al cliente una relazione sull’adeguatezza della consulenza prestata. Così come in MiFID II, ai sensi dell’art. 81, par. 2, MiCAR, il servizio può essere prestato secondo due modalità, ovvero su base indipendente o su base non indipendente e la disciplina degli *inducement* è la stessa. Il servizio di consulenza introdotto da MiCAR è riservato a: (i) persone giuridiche o altre imprese che richiedano esplicita autorizzazione ai sensi dell’art. 63 MiCAR; e (ii) imprese di investimento o società di gestione di un OICVM o gestori di fondi di investimento alternativi autorizzati alla prestazione di un servizio *equivalente* che effettuino la notifica prevista dall’art. 60 MiCAR. In particolare, sono considerati servizi *equivalenti* la consulenza in materia di investimenti di cui alla MiFID II, nonché la consulenza in materia di investimenti di cui alla direttiva (UE) 2011/61 (UCITS) e alla direttiva 2009/65/CE (AIFMD).

In primo luogo, merita essere segnalato che diversamente dal servizio MiFID II possono essere autorizzate come CASPs e prestare consulenza sulle cripto-attività solo persone giuridiche e non persone fisiche. Inoltre, il MiCAR non prevede la possibilità per gli Stati membri di estendere a persone fisiche o alle società di consulenza finanziaria la prestazione del servizio di consulenza. MiFID II, invece, prevede la facoltà per gli Stati membri di non applicare la disciplina europea a chi intende prestare solo consulenza senza detenzione di strumenti finanziari (Cfr. art. 3 MiFID II). Pertanto, le persone fisiche potranno prestare il servizio di consulenza MiCAR solamente per conto di un prestatore autorizzato e le società di consulenza finanziaria dovranno acquisire l’autorizzazione come CASP per prestare il servizio. Inoltre, come chiarito dall’ESMA con la Q&A del 12 settembre 2024 il MiCAR non consente l’impiego di agenti collegati (quale in Italia il consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede) allo scopo di fornire consulenza in merito alle cripto-attività e ai servizi offerti da tale CASP. Perciò, chiunque presti consulenza MiCAR deve essere un CASP. Invero, viene imposto al CASP di stabilire politiche e/o procedure per assicurare che le persone fisiche che prestano consulenza dispongano delle conoscenze e delle competenze necessarie per adempiere i loro obblighi e nello specifico per effettuare la valutazione di adeguatezza. In particolare, l’art. 81, par.7, MiCAR attribuisce agli Stati Membri il compito di pubblicare i criteri da utilizzare per valutare tali conoscenze e competenze, le quali si presume saranno in parte differenti rispetto a quelle richieste ai soggetti che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti.

In secondo luogo, merita essere segnalato che sulla base del “valore aggiunto” del servizio di consulenza, al fine di garantire la tutela degli investitori, in MiCAR come in MiFID II, è prevista una disciplina riguardante la valutazione dell’adeguatezza. Siffatta valutazione deve tenere in considerazione le conoscenze dei clienti e le loro esperienze di investimento in cripto-attività, i loro obiettivi di investimento, la tolleranza al rischio e la loro situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite. Al riguardo, MiCAR prevede che entro dicembre 2024 dovranno essere pubblicati dall’ESMA degli Orientamenti su alcuni aspetti riguardanti i requisiti di adeguatezza. Quest’ultimi sono stati già pubblicati in bozza e riproducono con minime differenze gli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II pubblicati dall’ESMA ad aprile 2023. Le differenze tra gli Orientamenti MiFID II e la bozza degli Orientamenti MiCAR sono minime. Merita di essere segnalata però la differenza principale rappresentata dall’assenza nella bozza di Orientamenti MiCAR delle preferenze in materia di sostenibilità, non riportate in quanto non esplicitamente menzionate nel MiCAR. Infine, in materia di adeguatezza la disciplina MiCAR prevede la revisione periodica della valutazione di adeguatezza almeno ogni due anni, mentre in MiFID II è prevista annualmente.

Osservazioni conclusive

Il servizio di consulenza è cruciale nella distribuzione delle cripto-attività e il MiCAR garantisce tutela agli investitori. La definizione del servizio è caratterizzata come in MiFID dalla *personalizzazione* e la *specificità*, mentre il richiamo ai servizi per le cripto-attività rappresenta un elemento di novità [M. De Mari, M.T. Paracampo].

Appare distonica l’attribuzione agli Stati membri del compito di emanare i criteri per valutare le conoscenze e competenze dei consulenti MiCAR in quanto ciò potrebbe generare un *unlevel playing field* tra gli Stati membri. Una scelta che appare contraddittoria rispetto all’evidente tendenza del legislatore alla totale armonizzazione della disciplina in materia di cripto-attività tra gli Stati membri. Una tendenza che arriva persino a introdurre elementi di asimmetria con la disciplina MiFID II generando una disparità ingiustificata tra servizi considerati *equivalenti*. Tra gli elementi di asimmetria a discapito degli operatori si segnala sia l’impossibilità per gli Stati membri di estendere alle persone fisiche e alle società di consulenza finanziaria il servizio di consulenza che l’assenza di una disciplina sugli agenti collegati. Seppur non affrontato nel testo invece si segnala che per le stesse ragioni, ma apparentemente a discapito della tutela degli investitori, viene disapplicata la normativa dell’offerta fuori sede alle cripto-attività MiCAR dal legislatore nazionale.

Aspetto centrale della disciplina MiCAR è senza dubbio la valutazione di adeguatezza che costituisce una pregnante regola di condotta. In particolare, non sembra giustificata l’assenza di aspetti

concernenti le preferenze di sostenibilità. Si tratta di una lacuna che non appare colmata nella bozza di Orientamenti dell'ESMA. Al riguardo, deve essere sottolineato che le cripto-attività MiCAR non risultano neanche soggette agli obblighi sull'informativa di sostenibilità previsti dal Regolamento (UE) 2019/1988. Quanto precede rappresenta un evidente *vulnus* per la finanza sostenibile in generale, che per di più mal si concilia con l'obbligo di fornire informazioni riguardanti gli impatti ambientali del meccanismo di consenso previsto in MiCAR. Infine, mancano riferimenti a informazioni riguardanti la comprensione tecnica da parte del cliente e la consapevolezza in ordine ai rischi tecnologici e non solo finanziari inerenti le cripto-attività. Seppure l'art. 8, par. 9, MiCAR prevede obblighi di informativa precontrattuale sui rischi delle cripto-attività non risultano esserci richiami ai rischi operativi e tecnologici.

Infine, viene disciplinato solamente il passaggio degli operatori professionali da MiFID II a MiCAR e come evidenziato dalla dottrina [M.T. Paracampo] al fine di assicurare il *level playing field* tra gli operatori di diversi settori dovrà essere disciplinato anche il caso inverso.