



17 APRILE 2024

I poteri di vigilanza dell'EBA  
nell'ambito del Regolamento MiCA.  
Una nuova “breccia” nella dottrina  
Meroni?

di Daniel Foà

Dottore di ricerca in Diritto e Impresa  
LUISS Guido Carli



# I poteri di vigilanza dell'EBA nell'ambito del Regolamento MiCA. Una nuova “breccia” nella dottrina Meroni?\*

di Daniel Foà

Dottore di ricerca in Diritto e Impresa  
LUISS Guido Carli

**Abstract [It]:** Il Regolamento MiCA (Reg. n. 2023/1114) attribuisce alla European Banking Authority poteri di vigilanza sugli emittenti di *token* collegati ad attività significativi (ART) e di *token* di moneta elettronica significativi (EMT) ampliando – ulteriormente – il novero di competenze dell’Autorità, con rilevanti impatti sistemati. Così, l’EBA diviene titolare anche di poteri di vigilanza diretta, similmente a quanto già avviene da tempo per l’ESMA. Il contributo, muovendo dall’esame di tali “nuovi” poteri e dei relativi presupposti, intende in primo luogo valutarne la compatibilità con la Dottrina Meroni. In secondo luogo, mira a valutare le conseguenze (in termini di *level playing field*) derivanti dall’attribuzione all’EBA dei poteri di vigilanza sugli emittenti di EMT significativi, nonostante i poteri di vigilanza sugli IMEL rimangano in capo alle autorità nazionali.

**Title:** The EBA’s supervisory powers under the MiCA Regulation. A new “breakthrough” in the Meroni doctrine?

**Abstract [En]:** The MiCA Regulation (Reg. No. 2023/1114) grants the European Banking Authority supervisory powers over the issuers of significant asset-referenced token (ART) and of significant electronic money token (EMT), thus expanding - once again - the extent of the powers granted to the Authority, resulting in significant systemic impacts. As a result, the EBA now also becomes entrusted with direct supervisory powers, similar to what has already been the case with ESMA. The paper, building on the analysis of these ‘new’ powers and their prerequisites, aims firstly to assess whether they are compatible with the Meroni Doctrine. Secondly, to assess the consequences (in terms of level playing field) arising from the attribution to the EBA of supervisory powers over issuers of significant EMT, despite the fact that supervisory powers over EMIs remain with the national authorities.

**Parole chiave:** Autorità bancaria europea, poteri di vigilanza, dottrina Meroni, MiCAR, condizioni di parità

**Keywords:** European Banking Authority, Poteri di vigilanza, Dottrina Meroni, MiCAR, level playing field

**Sommario:** 1. Introduzione. 2. Evoluzione dei poteri attribuiti alle ESAs e compatibilità con la dottrina Meroni. 3. La disciplina di vigilanza prevista dal Regolamento MICA per emittenti di ART e EMT significativi. 4. Poteri dell’EBA, possibili conflitti tra autorità e modelli di coordinamento. 5. Considerazioni conclusive sulla legittimità delle attribuzioni e impatti sistemati

## 1. Introduzione

1.1. Nel corso degli ultimi anni si è assistito, in particolare nel settore finanziario, ad un costante ampliamento dei poteri attribuiti alle agenzie europee<sup>1</sup>: le *european supervisory agencies* (ESAs), create in

---

\* Articolo sottoposto a referaggio. Frutto di una ricerca condotta durante un periodo di studio presso la University of Oxford, quale assegnatario della Borsa di studio in onore del Prof. F. Bonelli. Una prima versione del paper è stata presentata nell’ambito del panel “Il progressivo superamento della Meroni Doctrine” della IV Conferenza annuale ICON-S, Italian Chapter, Università L. Bocconi, 13-14 ottobre 2023. Desidero ringraziare i Prof. Mirella Pellegrini, Marco Macchia, Marta Simoncini e Antonio Davola e il dott. Cosimo Inzerillo per i commenti e gli spunti di riflessione. 1 E. CHITI, *Decentralisation and Integration into the Community Administrations: A New Perspective on European Agencies*, in *European Law Journal*, 2004, 10, p. 402 e ss.; S. GRILLER-A. ORATOR, *Everything under Control? The “Way Forward” for*

risposta alla crisi del 2007/2008 “to help tackle the shortcomings in supervision revealed by the financial crisis and to restore full trust in EU financial markets”<sup>2</sup>, hanno progressivamente assunto un ruolo centrale, con la costante attribuzione di nuove ed ulteriori competenze<sup>3</sup>.

L’espansione del ruolo delle agenzie europee si inquadra nell’ambito di un lungo processo di *agencification*, burocratizzazione e tecnicizzazione dell’azione europea; per vero, il percorso delle ESAs appare comunque peculiare<sup>4</sup> essendo le medesime titolari di funzioni essenziali nell’ambito dell’architettura di vertice del settore finanziario, con rilevanti poteri di regolazione, di amministrazione attiva e perfino di vigilanza diretta.

Tale modalità organizzativa dell’azione amministrativa dell’Unione non è però priva di criticità.

Al riguardo, un rilevante ostacolo è rappresentato dalla cd. *Meroni doctrine*<sup>5</sup>, risalente principio che limita la delegabilità di poteri da parte delle istituzioni UE: in base alla formulazione originaria della dottrina, l’Alta Autorità della CECA (le cui competenze sono poi state attribuite alla Commissione UE) non avrebbe potuto delegare poteri discrezionali ad enti terzi – le agenzie – poiché ciò avrebbe determinato il trasferimento della relativa responsabilità, con evidenti problemi di legittimazione e di *accountability*.

Una lettura rigida della dottrina avrebbe precluso, di fatto, l’istituzione delle agenzie europee.

Nella pratica si è assistito ad un progressivo ridimensionamento del citato principio da parte della giurisprudenza europea e ad una parallela espansione del numero di agenzie e dei poteri a queste attribuite

---

*European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, in *European Law Review*, 3, 2010, p. 35 ss.; E. VOS, *EU Agencies: Features, Framework and Future*, in Maastricht Faculty of Law Working Paper, n. 2013/3; M. BUSUIOC-M. GRONLEER-J. TRONDAL (a cura di), *The Agency Phenomenon in the European Union*, Manchester University Press, 2015; M. BROBERG-J. TRONDAL, *Agencification of the European Union Administration: Connecting the Dots*, in TARN Working Paper 1/2016; P. CRAIG, *Agencies*, in *EU Administrative Law*, Oxford University Press, 2018, p. 151 e ss.; M. SIMONCINI, *Administrative regulation beyond the non-delegation doctrine: a study on EU agencies*, Hart Publishing, Oxford, 2018.

2 COMMISSIONE UE, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs)*, 23.5.2022, COM(2022) 228 final.

3 V. TROIANO, *L’assetto istituzionale dell’ordinamento finanziario europeo*, in M. Pellegrini (a cura di), *Diritto pubblico dell’economia*, Cedam, Padova, 2023, p. 481 e ss.; N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2023, p. 20 e ss.; S. CAPPIELLO, *Le “metamorfosi” del sistema europeo di supervisione finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. n. 1/2022, p. 244 e ss.

4 Difatti, tali autorità presentano rilevanti differenze rispetto alle agenzie operanti in altri settori. Ciò è stato rilevato anche da P. CRAIG, *Agencies*, op. cit., p. 158 e ss. Guardando al mero dato normativo, una rilevante differenza tra le ESAs e altre agenzie europee è nella base giuridica utilizzata per la loro istituzione: mentre la maggior parte delle agenzie della “precedente generazione” erano state istituite sulla base della clausola di flessibilità di cui all’art. 352 TFUE, i regolamenti istitutivi di EBA, ESMA ed EIOPA si fondano sull’art. 114 TFUE. Ciò destò perplessità e critiche fin dall’inizio, e molti interpreti sollevarono riserve circa la legittimità di tale scelta. Giova evidenziarsi che il modello delle agenzie è eterogeneo anche con riferimento alle modalità operative e rappresenta terreno fertile per l’emersione di forme di “regulation by consultation” cfr. A. GIORGI, *The EU Green Deal and the Transformations of the European Administrative System: Does the ‘Epistemic Leadership’ of the Scientific Advisory Board Push the Agency Model over the Sunset Boulevard?*, in *European Papers*, Vol. 8, 2023, No. 2, p. 879 e ss.

5 *Meroni & Co., Industrie Metallurgiche s.p.a. v High Authority* [1957–1958] ECR 133.8. 98/80; *Giuseppe Romano v Institut national d’assurance maladie-invalidité* [1981] ECR 1259. Per una ricostruzione approfondita si veda M. SIMONCINI, *Administrative regulation beyond the non-delegation doctrine*, op. citata, p. 14 e ss.

dal legislatore eurounitario<sup>6</sup>. Alle agenzie, in specie a quelle operanti nello spazio finanziario, sono stati infatti attribuiti poteri via via più ampi. E per quanto questi formalmente siano ben delineati e soggetti a limiti precisi (di cui si dirà più nel dettaglio nel prosieguo), il loro impatto è tale da determinare in concreto il trasferimento di rilevanti potestà decisionali.

Peraltro, l'allocazione di competenze in favore delle ESAs, specificamente oggetto di pronunce della Corte di Giustizia UE che ne hanno confermato la legittimità (tra tutte, quella resa nel caso *ESMA-shortselling*)<sup>7</sup>, si inserisce in un fenomeno di costante accentrimento a livello UE delle competenze di vigilanza nel settore finanziario<sup>8</sup>.

È questa una chiave di lettura che può risultare utile anche nell'inquadramento di alcune previsioni del Regolamento MiCA.

**1.2** Il Regolamento MiCA introduce considerevoli novità laddove attribuisce “nuovi” poteri alle autorità europee (in particolare, EBA ed ESMA) in relazione al mercato dei *cryptoassets*, prevedendo al contempo specifici moduli di coordinamento tra tali autorità e le autorità nazionali, con conseguenze sui modelli di amministrazione multilivello<sup>9</sup> nell'ambito della vigilanza finanziaria.

Quanto più interessa in questa sede è che l'EBA diviene titolare – per la prima volta – di poteri di vigilanza diretta sugli emittenti di *e-money token* (EMT) significativi e *asset referenced token* (ART)<sup>10</sup> significativi.

---

6 Il principio è stato nel “rivisitato” nel corso degli anni, consentendo una più ampia delega dei poteri. Una lettura critica sul punto è fornita da J. PELKMANS-M. SIMONCINI, *Mellowing Meroni: How ESMA Can Help Build the Single Market*, CEPS Commentary, 1/2014. Più recentemente, M. SIMONCINI, *The delegation of powers to EU Agencies after the financial crisis*, in F. Losada-K. Tuori (a cura di), *The Law of the Economic and Monetary Union: Complementing, Adapting or Transforming the EU Legal Order?*, in *European Papers*, Vol. 6, 2021, No 3, p. 1485 e ss. e F. ANNUNZIATA, *The remains of the day: EU financial agencies, soft law and the relics of “Meroni”*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 4/2022, p. 331 e ss.; M. SIMONCINI, *Il meccanismo di risoluzione unico: il caso del Banco Popolar*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 1/2023, p. 60 e ss.

7 Sentenza della Corte (Grande Sezione) del 22 gennaio 2014 Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea, Causa 270-12. Tale sentenza della Corte di Giustizia, pronunciata sulla legittimità dei poteri dell'ESMA per fronteggiare fenomeni di *short selling* (vendite allo scoperto di strumenti finanziari), reinterpretò la dottrina Meroni in via restrittiva sancendo la legittimità di deleghe di poteri che fossero sufficientemente circostanziate, che non implicassero discrezionalità politica, etc. Per un commento critico, M. CHAMON, *The Empowerment of Agencies under the Meroni Doctrine and Article 114 TFEU: Comment on United Kingdom v Parliament and Council (Short-selling) and the proposed Single Resolution Mechanism*, in *European Law Review*, 39, 2014, p. 380.

8 Nell'ambito dell'Unione bancaria europea, il SSM ha rappresentato un chiaro esempio in questo senso, di progressivo accentrimento delle competenze in capo ad un'istituzione europea (la BCE), che titolare dei poteri nei confronti dei soggetti vigilati (a prescindere dalla loro significatività), può delegare alle autorità nazionali lo svolgimento di alcune attività, come è stato chiarito dalla nota sentenza *Landeskreditbank*. Sul punto R. D'AMBROSIO-M. LAMANDINI, *La «prima volta» del Tribunale dell'Unione europea in materia di Meccanismo di Vigilanza Unico*, Nota a Tribunale I grado UE, 16 maggio 2017, n.122, sez. IV, in *Giur. Comm.*, fasc.4, 2017, p. 594 e ss. Più in generale, N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, op. cit., p. 32 e ss.

9 In termini generali, sull'amministrazione multilivello che coinvolge autorità europee e nazionale, si veda T. BACH-E. RUFFING, *The Multi-Level Administration of the EU: Transnational Coordination Through National and Supranational Bureaucracies*, TARN Working Paper, 3/2016.

10 Ai sensi dell'art. 3 comma 1 nn. 6 e 7 del MICAR per token collegato ad attività si fa riferimento a “un tipo di cripto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a

L'autorità viene così dotata di uno strumentario inedito, che le consente di intervenire nei confronti degli operatori economici, anche in settori dapprima riservati alle autorità nazionali, e anche a prescindere dall'inerzia di queste ultime. Si tratta quindi di poteri di intervento di cui EBA è titolare in via diretta<sup>11</sup>, che possono incidere in modo significativo sui soggetti vigilati e contrapporsi a quelli di altre autorità (autorità nazionali, ma anche BCE, come si evidenzierà).

La domanda che occorre porsi è se tale assetto possa considerarsi legittimo e se i confini della Dottrina Meroni siano stati spostati (ancora una volta).

L'ipotesi da cui si muove è che il legislatore europeo, forte delle pronunce della giurisprudenza europea del decennio scorso, abbia ritenuto di potersi spingere ancora oltre nell'attribuzione di poteri sempre più incisivi alle ESAs, al fine di favorire una più efficace supervisione e realizzare un ulteriore accentramento delle competenze di vigilanza. Nel caso di specie, ciò avviene per fronteggiare in modo più efficace i rischi posti dalle cryptoattività e raggiungere una maggiore omogeneità della supervisione a livello europeo, ponendo rimedio al diverso approccio (e difformi prassi di vigilanza) attualmente esistente nei paesi UE<sup>12</sup>. Al contempo, tale assetto introduce ulteriori frammentazioni: a fronte dell'attribuzione all'EBA della vigilanza sugli emittenti di ART ed EMT significativi viene mantenuta la competenza delle autorità nazionali su soggetti che svolgono attività simili (si pensi ad esempio agli IMEL emittenti moneta elettronica "tradizionale"). È quindi necessario verificare se in questo contesto sia garantito il *level playing field* o se, invece, ne risultino ingiustificate disparità di trattamento.

Per rispondere agli interrogativi delineati occorre esaminare la disciplina contenuta nel Regolamento, confrontandola anche con quella già esistente: con i poteri già attribuiti all'ESMA (sia pure su diversi "oggetti") nonché con i poteri attribuiti alle autorità nazionali con riferimento a strumenti che per certi versi condividono caratteristiche analoghe a quelle dei *cryptoassets* regolati dalla MICAR.

## 2. Evoluzione dei poteri attribuiti alle ESAs e compatibilità con la dottrina Meroni

**2.1** L'attuale assetto della vigilanza finanziaria trova le sue origini nei lavori del Rapporto *de la Rosière*, conseguenti alla crisi finanziaria del 2008<sup>13</sup>. Le ESAs vennero create come autorità tecniche, aventi lo scopo di realizzare degli standard comuni per la regolazione e vigilanza finanziaria. A dispetto del nome,

---

*una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali?*"; per token di moneta elettronica, invece, "un tipo di crypto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale"

11 Per il vero non si tratta di poteri di cui l'autorità è titolare *ab origine*, poiché l'Autorità assume tali poteri a seguito della classificazione – temporanea - del token come significativo. Solo da quel momento EBA è legittimata ad esercitare i poteri nei confronti dell'emittente. Per una più ampia analisi, si vedano i paragrafi 2 e 4.

12 Sia consentito rinviare, sul punto, a D. FOÀ-A. DAVOLA, *Assessing the authorization regime under PSD2: do (different) supervisory practices prevent the achievement of a level playing field in the EU?*, in EBI Working Papers, n. 164/2024, febbraio 2024.

13 J. DE LAROSIÈRE et al., *Report by the High Level Group on financial supervision in the EU*, 25 febbraio 2009. Tale rapporto ha dato avvio a profondi mutamenti. Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Cedam, Padova, 2024, p. 87 e ss.

nella loro fisionomia originaria alle tre ESAs non erano attribuiti poteri di *supervision* in senso proprio (comprensiva della vigilanza diretta e/o dei poteri autorizzativi nei confronti dei soggetti vigilati), bensì solamente poteri regolatori<sup>14</sup>.

Dalla loro istituzione, le caratteristiche delle ESAs sono progressivamente mutate; queste hanno assunto una rilevanza crescente e sono state investite di funzioni essenziali per il corretto funzionamento dei mercati finanziari<sup>15</sup>. Oltre ai poteri di regolazione, esercitati in esito alla consultazione degli *stakeholders* e che concorrono alla formazione del *single rulebook*, alle autorità sono attribuiti poteri funzionali alla *supervisory convergence* tra le autorità nazionali. In questo contesto, si collocano anche gli atti di *soft law* che tali autorità possono adottare<sup>16</sup>. Inoltre, alle ESAs sono attribuiti anche poteri di vigilanza (in via sussidiaria e, in alcune ipotesi, anche diretti). Al riguardo, nei regolamenti istitutivi delle Autorità sono previste differenti basi giuridiche per tali poteri: ai sensi degli art. 17 paragrafo 6, art. 18 e 19 paragrafo 4 dei Regolamenti istitutivi queste possono adottare decisioni vincolanti nei confronti di singoli individui, al ricorrere di situazioni eccezionali (violazione del diritto dell'Unione, intervento in situazioni di emergenza e necessità di risolvere controversie tra autorità competenti in situazioni transfrontaliere)<sup>17</sup>. L'art. 9, al paragrafo 5, prevede inoltre – nell'ambito dei compiti delle autorità relativi alla protezione dei consumatori e alle attività finanziarie – la possibilità di intervenire sul mercato per proibire determinate attività quando possano recare pregiudizio alla stabilità e integrità del mercato europeo<sup>18</sup>. Tali modelli devono poi essere calati nella realtà operativa (e specificità del settore) delle singole autorità, ma ad ogni modo sono indicatore di come il legislatore europeo ritenga che l'esercizio di poteri di vigilanza sia fisiologicamente parte dello strumentario delle ESAs. Quel che occorre valutare è l'incisività di tali poteri, se questi siano proporzionati, funzionali ed indispensabili al perseguimento degli obiettivi di

---

14 Ciò viene osservato anche da C. GORTSOS-K. LAGARIA, *The European Supervisory Authorities (ESAs) as “direct” supervisors in the EU financial system*, EBI Working Paper Series, n. 57/2020, p. 4.

15 Per una ricostruzione dell'evoluzione e delle relative *rationes*, si veda W.G. RINGE-L.D.S. MORAIS-D. RAMOS MUÑOZ, *A Holistic Approach to the Institutional Architecture of Financial Supervision and Regulation in the EU*, EBI Working Paper Series, 2019, n. 50; K. BOTOPOULOS, *The European Supervisory Authorities: role-models or in need of re-modelling?*, in ERA Forum, 2020, 21, p. 177 e ss. Per l'esame dei poteri attribuiti specificamente alle singole autorità, M. TOCCI, *L'ESMA nel caleidoscopio del diritto amministrativo*, in Studi sull'integrazione europea, n. 3/2022, pp 623 e ss.; D. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, Riv. Dir. Bancario, I, 2023; S. CASTROVINCI ZENNA, *I poteri dell'EIOPA in situazioni di emergenza*, in Diritto del mercato assicurativo e finanziario, n. 1/2023, p. 181 e ss.

16 Per un inquadramento, F. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, CEDAM, Milano, 2024, pp. 29-34.

17 D'altra parte, gli stessi articoli 17 e 19 attribuiscono poteri d'intervento (diretto) alle ESAs anche nei confronti delle autorità nazionali competenti.

18 Sul punto, da C. GORTSOS-K. LAGARIA, *The European Supervisory Authorities (ESAs) as “direct” supervisors in the EU financial system*, op. cit., pp. 6-8; N. MOLONEY, *The age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, Bloomsbury, London, 2018, p. 245 e ss.

ravvicinamento tra i diversi ordinamenti nazionali, e se i relativi presupposti siano chiaramente predeterminati<sup>19</sup>.

Il processo evolutivo della fisionomia delle ESAs è avvenuto, in primo luogo, in ragione dell'espressa attribuzione di competenze da parte del legislatore europeo, dall'effettivo esercizio del ruolo di guida autorevole da parte delle autorità nonché dagli interventi giurisprudenziali che hanno sancito la legittimità di tale estensione di attribuzioni.

Peraltro, l'originario assetto dei regolamenti istitutivi delle autorità è stato considerevolmente ampliato nell'ambito delle cd. ESAs reviews, in particolare quella del 2019<sup>20</sup>.

L'ESMA in questo contesto ha da tempo assunto una posizione preminente tanto che l'ultimo decennio è stato definito la “*Age of ESMA*”<sup>21</sup>: non solo a tale Autorità sono stati attribuiti poteri di vigilanza diretta su agenzie di *rating*<sup>22</sup> e *trade repositories*<sup>23</sup> (a cui recentemente si sono aggiunti quelli su amministratori di *benchmark* critici e *providers* di *data-reporting services*), ma questa pare anche avviata a divenire l'autorità di riferimento nell'ambito della Capital Markets Union.

---

19 Specificamente sulla proporzionalità nella delega di poteri si veda T. TRIDIMAS, *Financial Supervision and Agency Power: Reflections on ESMA*, in N. Shuibhne-L.W. Gormley (a cura di) *From Single Market to Economic Union: Essays in Memory of John A. Usher*, Oxford University Press, 2012, p. 60 e ss.

20 Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 dicembre 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 600/2014, sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il regolamento (UE) 2015/847, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi. Per una sintesi delle innovazioni – e dei relativi impatti – si veda il documento Commissione UE, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs)*, cit. La ESAs review del 2019 ha introdotto modifiche volte a rafforzare la *supervisory convergence* (prevedendo in particolare procedimenti rafforzati di peer review, nonché la ridefinizione delle priorità di vigilanza a livello UE e un nuovo *supervisory handbook*). Ha inoltre espressamente riconosciuto formalmente strumenti già impiegati dalle autorità. Quanto ai poteri di vigilanza delle ESAs, la review ha affidato all'ESMA competenze di vigilanza diretta nei confronti di *critical EU benchmarks* e *non-EU benchmark administrators* nonché dei *providers of data-reporting services*. Per quanto riguarda la *governance* delle ESAs, la Commissione ha proposto modifiche di ampia portata con l'obiettivo di rendere le autorità più indipendenti dalle autorità nazionali. Infine, sono stati rafforzati le attribuzioni delle autorità volte a promuovere la tutela dei consumatori.

21 N. MOLONEY, *The age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, op. cit.

22 Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito, come successivamente modificato. In tema, G. DEIPENBROCK, *Direct Supervisory Powers of the European Securities and Markets Authority (ESMA) in the Realm of Credit Rating Agencies – Some Critical Observations in a Broader Context*, in *European Business Law Review*, Volume 29, Issue 2, 2018, pp. 169 – 203.

23 Regolamento (UE) N. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

EBA, invece, pur avendo assunto un ruolo fondamentale nella regolazione – anche mediante l’adozione di atti di *soft law* e la produzione di standards tecnici<sup>24</sup> – rimaneva priva di poteri di vigilanza diretta<sup>25</sup>.

In questo scenario, il regolamento MICA determina una rilevante evoluzione. La MICAR pur essendo una disciplina settoriale – avente ad oggetto il mercato delle criptoattività – contiene infatti disposizioni aventi un rilevante impatto sistematico: è inedita l’attribuzione all’EBA di poteri di vigilanza diretta su alcuni soggetti (in questo caso gli emittenti di EMT e ART significativi) e questo può aprire la strada al riconoscimento di nuove competenze all’Autorità, con conseguenze sull’architettura del sistema di vigilanza finanziaria europeo.

**2.2** Prima di occuparsi più nel dettaglio di quali siano i nuovi poteri di vigilanza di cui sia titolare l’EBA ai sensi della MICAR, occorre preliminarmente inquadrare la questione sotto la lente della legittimità di tale attribuzione. Come accennato, il diritto UE tradizionalmente pone stringenti limiti all’attribuzione di nuovi poteri ad agenzie europee (ed altri enti non contemplati dai Trattati) e l’ampliamento delle competenze dell’EBA deve essere valutato anzitutto sotto questo profilo.

La dottrina Meroni – che esplicita tale limite alla delegabilità di poteri da parte di istituzioni UE – rappresenta evidentemente un vincolo da tenere in considerazione. La giurisprudenza comunitaria, negli anni ’50, avvertì l’esigenza di arginare la pratica di affidare poteri valutativi a soggetti privati, chiaramente al di fuori del perimetro dei Trattati (e dell’amministrazione europea). Dunque, a tal fine elaborò un rigido principio di non delegabilità di funzioni. Questo sia al fine di evitare che alcune istituzioni potessero sottrarre ad altre ambiti di competenza sia che potessero essere alterate le procedure disciplinate dai Trattati per l’esercizio dei poteri.

Il principio è stato poi ribadito ed esplicitato negli anni ’80 nella sentenza resa sul caso Romano<sup>26</sup> - la quale ha precisato in particolare che gli enti delegati non avrebbero potuto essere titolari di potestà normativa, potendo invece adottare solo provvedimenti non vincolanti - così consacrando il principio di non delegabilità delle funzioni come criterio con cui è necessario confrontarsi nell’esame dei poteri delle agenzie.

---

24 Z.J. GIOTAKI-P. DE LA BOUILLERIE-R. NEBOT SEGUÍ, *The characteristics and the legal nature of the supervisory and resolution handbook of the EBA*, EBA Staff Paper Series, n. 15 – 07/2023.

25 E. FERRAN, *The Existential Search of the European Banking Authority*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2016, 17, p. 285 e ss.; E. CERVONE, *Servizi di pagamento e innovazione tecnologica. Ruolo dell’Autorità bancaria europea alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 2, dicembre 2018, p. 393 e ss.

26 *Giuseppe Romano v Institut national d’assurance maladie-invalidité* [1981] ECR 1259.

Nel tempo, i principi delineati nella versione originaria della dottrina Meroni sono stati in parte riconsiderati, sia pur senza cadere del tutto<sup>27</sup>. Parallelamente, sono anche mutate le caratteristiche delle istituzioni europee e i connotati delle agenzie delegatarie<sup>28</sup>.

La portata della dottrina è stata delimitata, ritenendo nei fatti legittime deleghe di poteri sufficientemente precise e che non implicino l'esercizio di una discrezionalità piena (intendendo così una discrezionalità "politica", libera nei fini), purché siano fondate su una idonea base giuridica. Rimarrebbe<sup>29</sup> comunque preclusa alle agenzie l'adozione di atti normativi, con portata generale, potendo invece adottare solamente atti con destinatari ben individuati; anche con riferimento a questi, potranno essere adottati solamente provvedimenti vincolati o che implicino uno spazio di discrezionalità limitato, in applicazione di criteri predeterminati, senza possibilità di esercitare forme di bilanciamento tra interessi confliggenti.

Criteri molto chiari e perentori, che sono stati però oggetto di forte mitigazione nella prassi.

Con riferimento alle ESAs, ben presto si è tentato di proporre impostazioni dottrinali che permettessero di evitare – o quantomeno ridimensionare – l'ostacolo: venne così affermato che il richiamo alla Dottrina Meroni non sarebbe pertinente in quanto in questo caso la delega dei poteri alle autorità non sarebbe operata dalla Commissione UE, quanto piuttosto delle autorità nazionali, che rinuncerebbero così a parte delle proprie attribuzioni<sup>30</sup>. Tale lettura formalistica non convince e non sembra superare il problema di fondo: quello dell'attribuzione di rilevanti poteri ad agenzie europee che si pongono al di fuori del circuito democratico e che – cosa più rilevante – non trovano una base giuridica espressa nei Trattati europei. Per questo le pronunce delle corti europee hanno sempre tentato di giustificare tali poteri ribadendo la validità (ed applicabilità) della dottrina Meroni, affermandone però la compatibilità con deleghe di poteri sufficientemente circostanziate. Si tratterebbe di deleghe vincolate, che non determinano il trasferimento di poteri pienamente discrezionali e quindi non darebbero vita a una ulteriore centro decisionale non contemplato dai Trattati. Con l'estensione dei poteri delle ESAs, però, sembra sempre più difficile sostenere che queste non godano di (rilevanti) spazi di discrezionalità.

Ciò ben si coglie sia in relazione ai poteri regolamentari che a quelli quasi-normativi delle ESAs, rispetto ai quali si è assistito ad una evidente evoluzione, con gli strumenti di *soft law* che hanno acquisito un grande rilievo a livello applicativo e a cui la giurisprudenza europea ha riconosciuto rilevanza giuridica (e

---

27 F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, op. cit.

28 Come osservato anche nell'ambito della sentenza ESMA-Shortselling, dopo l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, il mutato quadro normativo consente di apprezzare un più ampio margine di delegabilità di poteri alle agenzie, pur rimanendo saldi i principi della Dottrina Meroni.

29 L'uso del condizionale è giustificato dalla circostanza che la giurisprudenza europea sembra aprire spiragli anche con riferimento ai poteri (para)normativi delle ESAs. Si veda al riguardo la sentenza Sentenza Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), causa C-911/19. Si veda la nota n. 63.

30 Cfr. P. SCHAMMO, *The European Securities and Markets Authority: Lifting the Veil on the Allocation of Powers*, in *Common Market Law Review* 48(6), 2011, p. 1879 e ss.

conseguente giustiziabilità)<sup>31</sup>, ben oltre quanto potrebbe cogliersi dal *nomen juris*<sup>32</sup>. D'altra parte, crescente è il ruolo delle ESAs anche con riferimento all'esercizio di poteri amministrativi e di vigilanza con rilevanza esterna.

All'ESMA già da tempo sono attribuiti rilevanti compiti anche di vigilanza<sup>33</sup>: tra i poteri più rilevanti – che infatti sono stati oggetto di accesa critica e di intervento giurisprudenziale – i già ricordati poteri di vigilanza diretta nei confronti delle agenzie di *rating* del credito, *trade repositories*, amministratori di *benchmark* critici e *providers* di *data-reporting services*. A questi si aggiungono poi i poteri di intervento volti a vietare o limitare la commercializzazione di taluni strumenti finanziari. Pur trattandosi di poteri caratterizzati da sussidiarietà rispetto al possibile intervento da parte delle autorità nazionale, sono chiaro indicatore che all'ESMA siano da tempo attribuiti rilevanti poteri di amministrazione attiva, che hanno portato a considerarla una vera e propria “*full fledged supervisory authority*”.

Tale quadro sarebbe apparso al commentatore di poco più di un decennio fa come in frontale contrasto con il diritto dell'Unione, con il principio di attribuzione<sup>34</sup> e con la Dottrina Meroni.

Pur avendo le ESAs caratteristiche ben diverse dalle agenzie censurate dalla versione originaria della dottrina e rientrando i loro provvedimenti a pieno titolo nel perimetro dell'amministrazione europea – soggetti alle relative regole (e tutela giurisdizionale) – la base giuridica rappresentata dall'art. 114 TFUE limita i poteri che possono essere loro attribuiti. Consapevole di ciò, la giurisprudenza comunitaria<sup>35</sup> ha quindi sancito la legittimità dei poteri di vigilanza dell'ESMA valorizzando la circostanza che non sarebbe stato operato un significativo trasferimento di responsabilità all'autorità. Quest'ultima eserciterebbe esclusivamente una discrezionalità (tecnica) imbrigliata in stringenti regole procedurali, muovendosi nell'ambito degli obiettivi fissati dagli atti normativi europei.

Tali condizioni sono soddisfatte anche in relazione ai poteri attribuiti all'EBA dalla MICAR?

---

31 Cfr. Sentenza della Corte di Giustizia UE (Grande Sezione) del 15 luglio 2021, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*, causa C-911/19. Per il vero, la sentenza citata riconosce una forma parziale di giustiziabilità, in quanto ammette che gli atti di *soft law* possano essere costituire parametro di riferimento nell'ambito di giudizi per il rinvio pregiudiziale, senza però sancirne l'impugnabilità diretta nell'ambito di giudizi per l'annullamento.

32 D. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea*, op. cit., p. 1 e ss.

33 N. MOLONEY, *The age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, op. cit. passim.

34 In generale, sul principio di attribuzione nel diritto europeo si veda H. HOFMANN-G. ROWE-A.TURK, *Principles Underlying the Relationship Between the European Union and the Member States*, Administrative Law and Policy of the European Union, Oxford University Press, 2011, p. 117 e ss.; G. DE VERGOTTINI, voce *Costituzione europea*, in Enciclopedia del Diritto, Giuffrè, Milano, I, 2017, p. 464 e ss.; D.U. GALETTA, *Le fonti del diritto amministrativo europeo*, in M.P. Chiti (a cura di), *Diritto Amministrativo Europeo*, Giuffrè, Milano, 2018, p. 92 e ss.

35 Sentenza della Corte (Grande Sezione) del 22 gennaio 2014 Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea, Causa 270-12. Si veda la nota n. 7.

### 3 La disciplina di vigilanza prevista dal regolamento MICA per gli emittenti di ART e EMT significativi

**3.1** Nell'ambito del modello delineato dal Regolamento MICA è previsto un duplice livello di vigilanza, nazionale ed europeo: in via di principio, la vigilanza sugli operatori nel mercato dei *cryptoassets* è allocata a livello nazionale; all'EBA ed ESMA sono attribuiti poteri sussidiari d'intervento, nonché poteri di coordinamento, valutazione preventiva (che si concretizza nella redazione di pareri) e adozione di standards tecnici e orientamenti. In particolare, ad EBA sono attribuiti poteri di promozione della cooperazione con le autorità nazionali, il ruolo di monitoraggio del mercato dei *cryptoassets* e cooperazione con le organizzazioni di standard setting, la redazione di *opinions* sulla classificazione dei *cryptoassets* (art. 97)<sup>36</sup>.

Come anticipato, all'EBA il Regolamento attribuisce anche rilevanti poteri di vigilanza diretta nei confronti di emittenti di alcune tipologie di token (EMT e ART), allorquando ricorrano determinate caratteristiche di significatività.

Al riguardo, il Regolamento fornisce una giustificazione per l'attribuzione di tali poteri di vigilanza in capo all'EBA. Difatti, da una parte il considerando n. 102 riconosce che *“I token collegati ad attività significativi possono essere utilizzati come mezzo di scambio e per effettuare grandi volumi di operazioni di pagamento”* e quindi *“Poiché tali grandi volumi possono comportare rischi specifici per i canali di trasmissione monetaria e la sovranità monetaria, è opportuno affidare all'ABE il compito di vigilare sugli emittenti di token collegati ad attività, una volta che tali token siano stati classificati come significativi. Tale assegnazione dovrebbe tener conto della natura molto specifica dei rischi posti dai token collegati ad attività e non dovrebbe costituire un precedente per altri atti legislativi dell'Unione in materia di servizi finanziari”*. Dall'altra, il considerando n. 103 sottolinea che *“alla luce dell'utilizzo potenzialmente ampio dei token di moneta elettronica significativi come mezzo di pagamento e dei rischi che essi possono comportare per la stabilità finanziaria, è necessaria una duplice vigilanza da parte sia delle autorità competenti che dell'ABE sugli emittenti di tali token”*. Peraltro – in un passaggio che sembra rispondere anzitutto all'esigenza di sgomberare il capo da preoccupazioni che MICAR possa rappresentare un primo passo verso una più generalizzata

---

<sup>36</sup> I poteri attribuiti ad EBA ed ESMA nell'ambito del Regolamento non sono del tutto simmetrici, in quanto solo alla prima vengono attribuiti poteri effettivamente riconducibili alla vigilanza diretta. Ad entrambe le autorità europee sono, invece, attribuiti compiti di coordinamento tra autorità nazionali e rilevanti poteri regolamentari. All'ESMA sono affidati compiti relativi al reporting sullo sviluppo del mercato delle criptoattività e il monitoraggio dell'applicazione del Regolamento MICA, di elaborazione di norme tecniche di regolamentazione (con riferimento a svariati profili quali ad esempio sull'autorizzazione degli emittenti di ART, sulle procedure per l'approvazione di white papers di ART emessi da enti creditizi, etc.). Nella fase di transizione, all'ESMA sono inoltre attribuiti compiti *“supervisory convergence”* in cooperazione con le autorità nazionali competenti, e nelle more dell'elaborazione degli standards tecnici, l'ESMA ha il compito di favorire un approccio uniforme nell'autorizzazione dei CASP, mediante la definizione di aspettative di vigilanza nei confronti dei soggetti che prestino servizi aventi ad oggetto *cryptoassets*. L'ESMA ha, d'altra parte, ai sensi dell'art. 109 il compito della tenuta dei registri: segnatamente, il registro dei white papers sulle criptoattività, degli emittenti di token collegati ad attività e di moneta elettronica nonché dei prestatori di servizi per le criptoattività nonché del registro delle *“entità non conformi che prestano servizi per le criptoattività”* di cui all'art. 110 MICAR.

centralizzazione – lo stesso considerando precisa che tale forma di “*vigilanza dovrebbe tener conto della natura molto specifica dei rischi posti dai token di moneta elettronica e non dovrebbe costituire un precedente per altri atti legislativi dell’Unione in materia di servizi finanziari*”. Tale chiarimento, che ha il pregio di chiarire la *ratio* di questa inedita allocazione delle competenze di vigilanza, non sembra però sufficiente a precludere l’attribuzione di ulteriori poteri di vigilanza diretta ad EBA, in particolare al ricorrere di (simili) esigenze di tutela a fronte di rischi specifici.

**3.2** Ai sensi dell’art. 117 e ss. del Regolamento è previsto che l’EBA sia responsabile della vigilanza nei confronti degli emittenti di token collegati ad attività significativi e sugli emittenti di token di moneta elettronica significativi<sup>37</sup>.

Si tratta di una vigilanza dai confini frastagliati perché, come si vedrà nel prosieguo, è spesso cedevole nei confronti di altre autorità (nazionali ed europee) al ricorrere di specifiche circostanze.

Anzitutto, spetta alla stessa EBA classificare i token come significativi o meno, al fine di sottoporli alla propria vigilanza diretta. Si tratta di una potestà classificatoria – basata su criteri già contenuti nel Regolamento (art. 43, con riferimento agli ART e art. 46 con riferimento agli EMT) – che ha il rilevante effetto di determinare il mutamento del *supervisor* su un determinato emittente<sup>38</sup> e l’applicazione di requisiti prudenziali più stringenti.

Per il vero non vi è alcun automatismo: la classificazione è effettuata dall’EBA, in applicazione dei citati criteri. E se alcuni di questi<sup>39</sup> sono puramente quantitativi e permettono un riscontro oggettivo, altri sono qualitativi e implicano una valutazione chiaramente discrezionale dell’autorità (e.g., la rilevanza delle attività dell’emittente del token collegato ad attività su scala internazionale, compreso l’impiego del token collegato ad attività per i pagamenti e le rimesse nonché l’interconnessione del token collegato ad attività o dei suoi emittenti con il sistema finanziario), anche quando sia lo stesso emittente a chiedere di essere sottoposto alla vigilanza EBA<sup>40</sup>. È comunque prevista una valutazione periodica volta a valutare la

---

37 Per un inquadramento generale sul tema (sebbene riferito alla proposta di regolamento) si veda, F. MURINO, *Vigilanza ed enforcement sui mercati delle criptoattività nella proposta di Regolamento MiCA*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, Fasc. Spec., settembre 2022, p. 435 e ss.

38 Per completezza, va rilevato che ciò può avvenire anche su richiesta dello stesso emittente, purché questo dia prova che sussistano almeno tre degli indicatori necessari per poter considerare un emittente significativo. Si segnala poi come il riparto di competenze non sempre è lineare e talvolta l’allocazione di competenze risponde ad esigenze che esulano dalla mera applicazione di criteri quantitativi. Difatti, l’art. 117 comma 2 afferma che “*Se un emittente di un token collegato ad attività significativo presta anche servizi per le cripto-attività o emette cripto-attività che non sono token collegati ad attività significativi, tali servizi e attività rimangono sotto la vigilanza dell’autorità competente dello Stato membro d’origine*”.

39 Al fine di poter qualificare un emittente come significativo, devono sussistere almeno tre dei criteri previsti.

40 Non mancano, poi, le eccezioni. Si pensi, ad esempio, al fatto che non sono trasferite ad EBA le responsabilità di vigilanza relative agli emittenti di token di moneta elettronica significativi denominati in una valuta ufficiale di uno Stato membro diversa dall’euro se almeno l’80 % del numero di possessori e del volume delle operazioni dei token di moneta elettronica significativi sono concentrati nello Stato membro d’origine.

sussistenza di tali requisiti e quindi l'esigenza di assoggettare o cessare la vigilanza EBA, che è dunque potenzialmente "provvisoria". Peraltro, va ricordato che tale forma di vigilanza deriva sempre da una valutazione effettuata a posteriori, non essendo EBA dotata di poteri autorizzativi ai sensi del Regolamento.

Guardando ai poteri di vigilanza (diretta), il novero di poteri esercitabile da EBA nei confronti degli emittenti di token significativi (ART ed EMT) non è simmetrico, disponendo l'Autorità di uno strumentario più ampio nei confronti dei primi: se con riferimento agli emittenti ART significativi EBA diviene *supervisor* titolare di (quasi) tutte le competenze di vigilanza contemplate dal Regolamento<sup>41</sup>, con riferimento agli emittenti di EMT significativi un più ampio novero di competenze rimangono in capo alle autorità nazionali<sup>42</sup>. E ciò probabilmente è dettato dal fatto che già esiste una disciplina puntuale ed articolata per gli emittenti di moneta elettronica.

Tra i poteri di vigilanza attribuiti ad EBA, esercitabili nei confronti di tutti gli emittenti di token significativi soggetti alla vigilanza diretta dell'Autorità<sup>43</sup>, rientrano quelli volti a verificare il rispetto, da parte dei soggetti vigilati, delle restrizioni all'emissione di token ampiamente utilizzati come mezzo di scambio all'interno dell'area euro, di imporre agli emittenti ulteriori requisiti di fondi propri aggiuntivi (anche in base agli esiti degli stress test condotti); EBA inoltre è chiamata a valutare i progetti di acquisizione di partecipazioni qualificate nel capitale dell'emittente nonché i piani di risanamento e rimborso dell'emittente, potendo imporre l'attuazione delle relative misure.

Si tratta - evidentemente - di strumenti di vigilanza che possono risultare particolarmente incisivi.

In termini più generali, la *European Banking Authority* nei confronti degli emittenti di ART e EMT significativi potrà imporre la cessazione di condotte che costituiscano una violazione della disciplina, irrogare sanzioni amministrative pecuniarie o penalità di mora, ordinare all'emittente di fornire informazioni supplementari (se necessario per tutelare i clienti), di sospendere o vietare l'offerta di token, di vietare la negoziazione di un token su una determinata piattaforma se risulta la violazione della disciplina, di modificare o cessare comunicazioni di marketing. Similmente a quanto avviene per le

---

41 Per la precisione, l'art. 117 comma 1 del Regolamento prevede che "Fatti salvi i poteri delle autorità nazionali competenti a norma del paragrafo 2 del presente articolo, l'ABE esercita i poteri delle autorità competenti conferiti dagli articoli da 22 a 25, dall'articolo 29, dall'articolo 33, dall'articolo 34, paragrafi 7 e 12, dall'articolo 35, paragrafi 3 e 5, dall'articolo 36, paragrafo 10, nonché dagli articoli 41, 42, 46 e 47 nei confronti degli emittenti di token collegati ad attività significativi".

42 Quanto ai poteri di vigilanza, l'EBA è chiamata ad esercitare i poteri conferiti alle autorità competenti dagli articoli 22, 23, 24 paragrafo 3, 35 paragrafi 3 e 5, 36 paragrafo 10, e 46 e 47, nei confronti di istituti di moneta elettronica che emettono token di moneta elettronica significativi. Mentre nei confronti di emittenti di ART significativi, EBA esercita i poteri di cui dagli articoli da 22 a 25, 29, 33, 34 paragrafi 7 e 12, 35 paragrafi 3 e 5, 36 paragrafo 10, nonché artt. 41, 42, 46 e 47.

43 Al riguardo occorre ribadire che i poteri nei confronti di ART ed EMT significativi non sono del tutto analoghi. Ad esempio, in aggiunta ai poteri qui esaminati, nei confronti degli emittenti di ART significativi, EBA potrà anche revocare l'autorizzazione e richiedere modifiche al white paper.

autorità nazionali, EBA dispone anche dei poteri di indagine e ispezione, strumentali all'esercizio della vigilanza. Al fine di svolgere tali attività, per cui l'attuale struttura e dotazione organica potrebbe risultare insufficiente, EBA ha, d'altra parte, la possibilità di delegare alle autorità nazionali competenti alcuni tra i propri poteri di vigilanza, ai sensi dell'art. 138 MICAR.

Tra le "misure di vigilanza" (art. 130)<sup>44</sup> che possono essere adottate da EBA alcune in particolare meritano attenzione. Ad esempio, con riferimento agli emittenti di ART significativi, l'Autorità può perfino disporre della revoca dell'autorizzazione (lett. l). Interessante notare come analogo potere non esiste nei confronti degli emittenti EMT significativi (rispetto a quali possono comunque essere esercitati rilevanti interventi di vigilanza). Probabilmente, la ragione per cui non è prevista la possibilità per l'EBA di revocare l'autorizzazione a emittenti di EMT significativi è da individuare in un principio di simmetria, in quanto tali strumenti possono essere emessi esclusivamente da enti creditizi ed IMEL e la disciplina della PSD2 prevede in modo puntuale le procedure in base alle quali le autorità nazionali autorizzano i prestatori di servizi di moneta elettronica<sup>45</sup>; e la revoca dell'autorizzazione dovrà necessariamente essere disposta dalla medesima autorità. Quanto invece agli ART, è invece previsto che questi possano essere emessi anche da soggetti non previamente autorizzati come enti creditizi o IMEL.

Peraltro, i poteri dell'EBA non si limitano a quelli – ampi e variegati – ora esaminati.

All'EBA sono inoltre attribuiti poteri di "intervento temporaneo" (art. 104) volte a limitare o a vietare (temporaneamente, pur essendo suscettibili di rinnovo) la "a) la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di taluni token collegati ad attività o token di moneta elettronica o di token collegati ad attività o token di moneta elettronica con determinate caratteristiche specifiche; o b) un tipo di attività o prassi relativa ai token collegati ad attività o ai token di moneta elettronica". Si tratta di poteri di *product intervention* sussidiari che operano come *extrema ratio* in caso di mancato tempestivo intervento delle autorità nazionali, quando vi sia l'esigenza di fronteggiare un timore significativo in materia di tutela degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati delle cripto-attività o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione<sup>46</sup>.

---

44 Va evidenziato che questa previsione disciplina anche poteri di vigilanza EBA nei confronti del prestatore di servizi (in particolare quelle previste ai commi 1 lett. f) e 2 lett. f)) e non dell'emittente. Ciò appare asistemico, in quanto le altre previsioni del regolamento prevedono che l'emittente sia soggetto alla vigilanza EBA, ma il prestatore di servizi all'autorità nazionale competente.

45 Si vedano al riguardo gli articoli 5 e ss. della PSD2 e gli articoli 3 e ss. della EMD2 (che rinviano, salvo alcune specificità, al procedimento autorizzatorio prevista per i prestatori di servizi di pagamento).

46 Le ragioni che possono giustificare un siffatto intervento sono "a) il divieto o la restrizione proposti sono volti a fronteggiare un timore significativo in materia di tutela degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati delle cripto-attività o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione; b) i requisiti regolamentari applicabili a norma del diritto dell'Unione ai pertinenti token collegati ad attività, ai token di moneta elettronica o ai servizi per le cripto-attività a essi correlati non affrontano la minaccia in questione; c) un'autorità competente pertinente non ha adottato misure per affrontare la minaccia in questione o le misure adottate non affrontano tale minaccia in maniera adeguata". Tali poteri devono essere esercitati nel rispetto del principio di proporzionalità, solo quando non vi sia il rischio di creare arbitraggi normativi. Anche l'ESMA gode di analoghi poteri

Anche tali nuovi poteri dell'EBA confermano quanto già sostenuto in precedenza: la MICAR di fatto eleva anche l'EBA a *full fledged authority*, in linea in fondo con l'impostazione già sottesa all'ESAs review<sup>47</sup>.

#### 4. Poteri dell'EBA, possibili conflitti tra autorità e modelli di coordinamento

4.1 Si pone una interessante questione di coordinamento con i poteri di altre autorità aventi compiti di vigilanza prudenziale. In particolare, quando tali token (in particolare gli ART significativi) siano emessi da enti creditizi, i poteri di vigilanza attribuiti all'EBA potrebbero intersecarsi con i poteri di vigilanza prudenziale di cui è titolare la BCE nei confronti delle banche<sup>48</sup>. In mancanza di chiari e inequivocabili criteri di riparto, ciò potrà portare a sovrapposizioni e problemi di coordinamento tra gli approcci di vigilanza di autorità differenti, chiamate a valutare profili diversi dell'attività dei medesimi operatori<sup>49</sup>. La questione del delicato rapporto tra BCE e EBA già si era posta anni fa, all'alba dell'entrata in funzione del SSM<sup>50</sup>. Allora si osservava una tendenza in direzione opposta rispetto a quella attuale, in quanto era la BCE ad "invadere" (o quantomeno insidiare) ambiti di competenza dell'EBA. Oggi invece, al contrario, sono i poteri BCE ad essere affiancati da – nuovi – poteri di vigilanza dell'EBA e occorrerà chiarire quali saranno i termini di questa interazione.

Ad ogni modo, la vigilanza EBA nei confronti degli emittenti di ART significativi è "recessiva": infatti, l'art. 117 paragrafo 2 prevede che se un emittente di un token collegato ad attività significativo presta anche servizi per le criptoattività o emette criptoattività che non sono token collegati ad attività significativi, tali servizi e attività rimangono sotto la vigilanza dell'autorità competente dello Stato membro d'origine. Dunque, si tratta di una vigilanza che può risultare talvolta limitata a specifiche attività di un

---

ai sensi dell'art. 103, qualora l'esigenza di intervento temporaneo si verifichi con riferimento alla distribuzione o la vendita di criptoattività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica o di criptoattività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica con determinate caratteristiche specifiche o attività o prassi relativa alle criptoattività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica. Viene, infine, riconosciuto sia ad EBA che ad ESMA un ruolo di coordinamento dell'attività delle NCAs: difatti, l'art. 106 prevede espressamente che l'ESMA o, per i token collegati ad attività e i token di moneta elettronica, l'EBA svolge un ruolo di facilitazione e coordinamento in relazione alle misure di product intervention adottate dalle autorità nazionali ai sensi dell'art. 105.

47 M. BOŽINA BEROŠ, *Surmounting an Existential Challenge: The European Banking Authority's Search for a Sustainable Supervisory Role After the Banking Union*, Amsterdam Centre for European Studies Research Paper No. 2021/05, 7 luglio 2021.

48 In particolare quando si tratti enti creditizi *significant*, ma non solo.

49 M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in Riv. Trim. Dir. Econ., suppl. n. 3 al n. 1/2022, p. 119 e ss. evidenzia come nell'ambito del mercato digitale sia stato superato il modello di supervisione (esclusivamente) per soggetti, e a questo infatti si affianca una supervisione per oggetto. Questa circostanza può portare token significativi siano emessi da enti creditizi.

50 Cfr. S. DEL GATTO, *Il problema dei rapporti tra la Banca centrale europea e l'Autorità bancaria europea*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2015, p. 1221 e ss.; A. GARDELLA, *L'EBA e i rapporti con la BCE e con altre autorità di supervisione e di regolamentazione*, in M.P. Chiti – V. Santoro, *L'Unione bancaria europea*, Pacini, Pisa, 2016, p. 115 e ss.

operatore economico e dunque fisiologicamente frammentaria e cumulativa rispetto a forme di vigilanza di altre autorità.

Ciononostante, è possibile che la vigilanza diretta dell'EBA su emittenti di ART significativi si sovrapponga (con i conseguenti problemi di coordinamento a cui si faceva cenno) alla vigilanza della BCE. Ad esempio, ciò potrebbe avvenire con riferimento ai poteri di cui all'art. 45, che consentono all'EBA di imporre requisiti di liquidità aggiuntivi; al riguardo, al fine di evitare esiti contraddittori, l'art. 45 paragrafo 7 precisa che nella definizione dei progetti di norme tecniche si debba tener conto dei requisiti normativi previsti da altri atti dell'Unione: tra questi ben rientreranno le norme che attribuiscono alla BCE il potere di imporre analoghi requisiti di liquidità alle banche.

Va riconosciuto che il riscontrato problema di sovrapposizione appare comunque perlopiù teorico, poiché a tale regime (concorrente) sarebbe sottoposto solamente un limitato segmento dell'attività dell'ente creditizio.

Della delicatezza dei rapporti tra vigilanza EBA e BCE il Regolamento pare comunque ben consapevole ed infatti prevede (art 117, paragrafo 4 MICAR) che la vigilanza sugli IMEL emittenti di EMT significativi sia allocata presso l'EBA, mentre non vi è una analoga previsione che riguardi gli enti creditizi emittenti di EMT significativi: dunque, in tal caso, la vigilanza rimarrà in capo alle autorità nazionali<sup>51</sup>. Per quanto possa essere condivisibile l'obiettivo di sterilizzare un possibile conflitto degli esiti di vigilanza, ciò pone un'ulteriore complicazione nel senso della disomogeneità della disciplina. E fa sorgere dubbi circa l'indispensabilità dell'allocazione delle competenze di vigilanza diretta dell'EBA nei confronti degli IMEL emittenti di EMT.

**4.2** Quanto alla sfida di rendere possibile la comunicazione e il coordinamento tra autorità aventi competenze su operatori collocati in aree geografiche differenti ma con forti elementi di interconnessione, il Regolamento espressamente prevede strumenti per evitare che siano prese decisioni divergenti e che si consolidino provvedimenti idonei a produrre danni per il sistema.

È anzitutto la complessità (e peculiarità) della materia *crypto* a suggerire la creazione di luoghi specifici di valutazione. L'art. 118 del Regolamento prevede al riguardo la creazione del comitato per le criptoattività dell'EBA, comitato interno permanente all'autorità, che ha la finalità di elaborare le decisioni da adottare. L'esigenza di cooperazione tra autorità è ben evidenziata dal considerando n. 100 al Regolamento il quale precisa che “*Data la natura transfrontaliera dei mercati delle cripto-attività, le autorità competenti dovrebbero cooperare tra loro per individuare e scoraggiare eventuali violazioni del presente regolamento*”.

---

<sup>51</sup> O alla BCE, qualora si tratti di enti *significant*, applicando i criteri previsti nell'ambito dell'SSM.

Il coordinamento è necessario anche nella vigilanza su specifici emittenti. Difatti, è prevista l'istituzione di collegi della autorità di vigilanza per ciascun emittente<sup>52</sup>. È l'art. 119 del Regolamento a prevedere che a seguito della classificazione di un token collegato ad attività o un token di moneta elettronica come significativo, l'EBA istituisce, gestisce e presiede un collegio consultivo di vigilanza per ciascun emittente, al fine di “*facilitare l'esercizio delle funzioni di vigilanza e di fungere da strumento di coordinamento delle attività di vigilanza*”<sup>53</sup>. La necessaria cooperazione tra le autorità è essenziale al fine di garantire omogeneità nell'applicazione delle regole e prassi di vigilanza<sup>54</sup> e i collegi di vigilanza potranno rappresentare il luogo di composizione di possibili contrapposizioni e differenze di approccio tra le autorità competenti ad esercitare la vigilanza su (diversi) segmenti di attività dei medesimi emittenti<sup>55</sup>.

Peraltro, per far fronte alle citate esigenze di coerenza, il Regolamento prevede non solo strumenti per il coordinamento, volti a risolvere *ex ante* eventuali contrasti tra autorità, ma anche meccanismi (*ex post*) di reazione all'inerzia delle autorità nazionali. Si pensi ai poteri di intervento temporaneo di cui all'art. 104 con cui EBA può provvedere direttamente in caso di inerzia delle autorità nazionali; inoltre, ad EBA ed ESMA è riconosciuto, ai sensi dell'art 106, anche un ruolo di facilitazione e coordinamento con riferimento alle misure adottate *product intervention* (art. 105) adottate dalle autorità nazionali. Qualora l'inattività delle autorità nazionali rischi di mettere a repentaglio l'effettività delle tutele, l'autorità europea acquisisce una legittimazione anche in ambiti ulteriori rispetto a quelli che le spetterebbero ordinariamente. Quel che si può osservare è come coesistano diversi livelli di intervento delle autorità europee, che non sempre eliminano la competenza nazionale, ma che sembrano far emergere una tendenza al progressivo accentramento<sup>56</sup>.

---

52 Il modello dei collegi di vigilanza è già noto e applicato nell'ambito della disciplina della vigilanza bancaria. Peraltro, in tale ambito, sono oggetto di una puntuale disciplina contenuta in standards tecnici. Sul punto, si veda *CRD: in consultazione i nuovi RTS e ITS sui collegi di vigilanza*, in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), maggio 2023.

53 Ciò si pone in piena continuità con quanto previsto dal considerando n. 105 che evidenzia la *ratio* dell'istituzione di collegi consultivi di vigilanza, la cui composizione deve anche tenere in considerazione il fatto che “*gli emittenti di token collegati ad attività significativi e di token di moneta elettronica significativi sono solitamente al centro di una rete di soggetti che assicurano l'emissione, il trasferimento e la distribuzione di tali cripto-attività*”.

54 Sorprende, dunque, come tra le autorità che compongono i collegi non sia contemplata la AMLA, agenzia europea di nuova costituzione con competenze sull'antiriciclaggio. D'altra parte, EBA può invitare altre autorità a far parte dei collegi e dunque potrà essere così sanata questa lacuna.

55 A seguito dell'attribuzione di competenze di vigilanza attiva all'EBA sembra nei fatti mutare il ruolo dell'Autorità nell'ambito dei collegi delle autorità di vigilanza, discostandosi dal modello di cui all'art. 21 del Regolamento istitutivo dell'autorità. Questa sarà infatti anche chiamata a “difendere” le proprie decisioni.

56 L'interazione tra i vari livelli amministrativi si coglie anche in tutte quelle ipotesi in cui alle autorità europee sono attribuite competenze valutative, nell'ambito di procedimenti che si concludono con provvedimenti delle autorità nazionali: si pensi, ad esempio ai pareri resi dalle autorità europee nell'ambito dei procedimenti di autorizzazione degli emittenti. Peraltro, talvolta questi pareri (ad esempio quello reso dalla BCE ai sensi dell'art. 21, para. 4 MICAR motivato dalla circostanza che vi siano rischi per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, trasmissione della politica monetaria o sovranità monetaria) producono effetti propriamente vincolanti per le autorità nazionali.

**4.3** Rimane un ulteriore profilo da affrontare: come (e se) le attribuzioni dei citati poteri all'EBA con riferimento agli emittenti di ART e EMT significativi – in particolare questi ultimi – possano minare il *level playing field*.

Difatti, ad una prima lettura del testo del Regolamento emerge come la vigilanza sugli emittenti di moneta elettronica resti in capo alle autorità nazionali, ma allorché questi emettano (anche) e-money token significativi la competenza di vigilanza viene esercitata a livello centralizzato all'EBA, quantomeno per tale segmento di attività. In particolare, ai sensi dell'art. 117 paragrafo 4 MICAR, l'EBA “*vigila sulla conformità dell'emittente di tale token di moneta elettronica significativo agli articoli 55 e 58*” e a tali fini “*esercita i poteri conferiti alle autorità competenti dagli articoli 22 e 23, dall'articolo 24, paragrafo 3, nonché dagli articoli 35, paragrafi 3 e 5, dall'articolo 36, paragrafo 10, e dagli articoli 46 e 47*”. Inoltre, anche in punto di disciplina, gli emittenti di EMT significativi saranno soggetti ad un regime più restrittivo rispetto a quello previsto dalla EMD2<sup>57</sup>.

In altri termini, se un IMEL che emette EMT significativi è soggetto alla vigilanza EBA e alla più rigida disciplina MICAR, un IMEL che emetta moneta elettronica tradizionale con valore complessivo analogo rimane vigilata dall'autorità nazionale. Dunque, soggetti analoghi, aventi autorizzazione rilasciata dalla medesima autorità (NCA) sono sottoposti alla vigilanza di autorità diverse (NCA e/o EBA) sulla base del fatto che emettano anche e-money token. Difatti, quella specifica porzione di attività sarà soggetto alla vigilanza diretta EBA, ma evidentemente alcune delle valutazioni che l'Autorità andrà a svolgere (e poteri che eserciterà) avranno conseguenze anche nell'ambito di competenze dell'autorità nazionale. Ciò sembra rilevante, in quanto potrebbe minare il principio di parità di parità di trattamento (*level playing field*), qualora non sia assicurata una piena convergenza regolatoria e delle prassi di vigilanza.

Sul punto occorre inoltre fare un'ulteriore considerazione: e-money token e moneta elettronica tradizionale sono strumenti differenti da un punto di vista tecnologico. Occorre però domandarsi se gli EMT abbiano la medesima funzione della moneta elettronica (ed effettivamente entrambi hanno una funzione di pagamento<sup>58</sup>; i token possono inoltre essere astrattamente impiegati anche per scopi ulteriori) e determinino rischi analoghi - per l'utilizzatore, per colui che li riceva in pagamento e per il mercato in generale - rispetto alla moneta elettronica tradizionale.

Sebbene anche lo stesso Regolamento espressamente riconosca che “*i token di moneta elettronica sono considerati moneta elettronica*” (art. 48, paragrafo 2), questo prevede una disciplina differente per i due strumenti.

---

<sup>57</sup> Sono infatti sottoposti a requisiti prudenziali ulteriori. Sul punto si veda V. TROIANO, *Electronic money and payment tokens between MICAR and PSD 3 proposal*, Open Review of Management, Banking and Finance, 4 settembre 2023.

<sup>58</sup> F. CIRAIOLO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni*, Rivista della Regolazione dei mercati, fasc. 1, 2022, p. 239 e ss.

Ad ogni modo, con riferimento agli EMT sussiste evidentemente un rischio tecnologico più acuto; d'altra parte, le caratteristiche del mercato dei *cryptoassets* suggeriscono che la dimensione internazionale del fenomeno sia ancora più accentuata rispetto a quanto già avviene nel settore dei pagamenti elettronici tradizionali.

Da tali considerazioni passa la risposta al quesito se la diversa allocazione delle competenze di vigilanza – e regole più rigide – siano giustificate o determinino invece una violazione del *level playing field*.

**4.4** Ebbene, l'attribuzione di compiti ad EBA come “*supervisor* accentrato” in relazione agli emittenti di ART e EMT significativi può porre difficoltà: la parità di trattamento con altri operatori che svolgano attività “simili” difficilmente potrà essere garantita, in quanto potrebbero permanere approcci di vigilanza differenti (come del resto si osservano oggi, con la vigilanza su IMEL allocata a livello nazionale)<sup>59</sup> e l'intervento di EBA potrà incidere (in via diretta o indiretta) sull'attività di vigilanza delle autorità nazionali nei confronti dei medesimi emittenti.

Si tratta dunque di una situazione per sua natura provvisoria che dovrà essere oggetto di ripensamento. Piuttosto che al (ripristino e) attribuzione di maggiori poteri alle autorità nazionali, pare più probabile una progressiva ulteriore centralizzazione a livello UE<sup>60</sup>.

MiCAR ha, quindi, l'attitudine a produrre anche rilevanti effetti di sistema: infatti, il Regolamento ha reso EBA una “*full fledged supervisory authority*” e se tale acquisizione non dovesse incontrare rilevanti ostacoli giurisprudenziali, potrà essere l'avvio di un nuovo percorso di ulteriore consolidamento dei poteri di vigilanza finanziaria a livello europeo. La MiCAR e il mondo *crypto* potranno così rappresentare il luogo di sperimentazione di soluzioni di vigilanza accentrate da estendere poi anche ad altri operatori. Si pensi ad esempio alla Capital Markets Union<sup>61</sup>, per la cui realizzazione è essenziale una forte convergenza, che potrà più facilmente realizzarsi in un contesto che preveda una maggiore centralizzazione delle competenze.

---

59 European Banking Authority, *Report on the peer review on authorisation under PSD2*, EBA/REP/2023/01, gennaio 2023.

60 Sul fenomeno di accentramento delle competenze a livello europeo si veda M. PELLEGRINI, *La Banca d'Italia e il problema della sua autonomia (dalla traslazione della sovranità monetaria alla perdita della supervisione bancaria?)*, in Riv. Trim. Dir. Econ., n. 4/2018, p. 466 e ss.

61 Una prima proposta è stata formulata dalla Commissione Europea nel 2015, poi seguita nel 2020 dall'Action Plan (European Commission, Communication, *A Capital Markets Union for Persons and Businesses - A New Action Plan*, COM/2020/590 final, 24 Settembre 2020). Recentemente, anche rilevanti esponenti delle autorità di vigilanza sono intervenute sul punto, F. PANETTA, *Europe needs to think bigger to build its capital markets union*, ECB, 30 agosto; C. LAGARDE, *A Kantian Turn for the Capital Markets Union*, Speech at the European Banking Congress. Banking Congress, Francoforte sul Meno, 17 Novembre 2023).

## 5. Considerazioni conclusive sulla legittimità dell'intervento e impatti sistematici

**5.1** In conclusione, un primo profilo su cui occorre far ordine è quello della giustificazione di tali regimi (regolatori e di vigilanza) dedicati agli emittenti di alcune categorie di *cryptoassets*. Quanto al timore di possibili disparità di trattamento per operatori che svolgano attività simili, va riconosciuto che la specificità di tali strumenti risiede sicuramente quella riconducibile all'elemento tecnologico: il token comporta rischi diversi (e ulteriori) rispetto ad altri strumenti tecnologici per il trasferimento di valore e come oggetto della prestazione di servizi. D'altra parte, il mercato dei *cryptoassets* ha una dimensione naturalmente transnazionale ed è fortemente interconnesso con altri fenomeni (quali, ad esempio, il sistema dei pagamenti). È dunque necessario che i modelli di vigilanza tengano conto di queste caratteristiche.

Appare coerente con tali premesse l'ampliamento dei poteri delle agenzie europee e il maggiore accentramento di competenze a livello europeo. Ciò si coglie non solo con riferimento ai “nuovi” poteri di vigilanza di cui è titolare EBA, ma anche in relazione agli articolati modelli di cooperazione tra autorità nazionali ed europee.

Occorre chiedersi se la MICAR sia, al riguardo, uno spazio di sperimentazione di soluzioni di vigilanza accentrata su emittenti, da estendere poi anche in altri settori, replicando il modello di governance già sperimentato con il *Single Supervisory Mechanism* con riferimento agli enti creditizi. I citati considerando n. 102 e 103 evidenziano la eccezionalità di tale assetto di competenze ed affermano che questo non dovrebbe costituire “*un precedente per altri atti legislativi dell'Unione in materia di servizi finanziari*”. Qualora però anche in altri settori si ritenesse sussistere un timore significativo in materia di tutela degli investitori o una minaccia al corretto funzionamento e all'integrità dei mercati delle criptoattività o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione, la circostanza che EBA sia già titolare di poteri di vigilanza diretta potrebbe ben rappresentare un precedente per attribuirle ulteriori competenze e realizzare una maggiore centralizzazione della vigilanza.

La soluzione attuale non è scevra da criticità poiché l'attribuzione di competenze alle autorità europee con riferimento ad alcuni emittenti di *cryptoassets* (se significativi) quando i medesimi soggetti – o soggetti che svolgano attività analoghe ma basate su diversi supporti tecnologici – rimangano sotto la vigilanza delle autorità nazionali può comportare un disallineamento degli esiti della vigilanza, con conseguenze sul *level playing field*. Tale critica pare superabile solamente se si provi l'oggettiva differenza tra tali strumenti, in termini di funzione e di conseguenti rischi. Ed attualmente, anche in ragione degli ambiti di utilizzo ancora limitati, l'elemento distintivo che spicca è quello tecnologico, ma non è chiaro se questo possa essere sufficiente per giustificare un impianto di vigilanza dedicato (e non è immediatamente comprensibile perché tale esigenza sussista solo allorché siano superate soglie dimensionali). Peraltro,

sarà critica la gestione dei rapporti e possibili conflitti tra autorità differenti, che si trovino a valutare gli stessi fatti nei rispettivi ambiti di competenza sui medesimi operatori economici. Non è chiaro allo stato attuale se il modello dei collegi di vigilanza sia adeguato a far fronte alla sfida o possa invece rappresentare uno spazio dove si verificherà un progressivo esautoramento delle autorità nazionali, anche con riferimento agli ambiti (che rimangono) di propria competenza.

**5.2** L'altro grande tema è quello della legittimità dei “nuovi” poteri di vigilanza attribuiti all'EBA dal Regolamento MICA.

Se solo pochi anni fa si poteva – a ragione – sostenere che l'ESMA pareva avviata ad assumere una posizione diversa e di maggior rilievo rispetto alle altre due *european supervisory authorities* (EBA ed EIOPA)<sup>62</sup>, ora sembrerebbe che l'EBA stia recuperando, assumendo attribuzioni analoghe a quelle già attribuite all'ESMA. Difatti, entrambe le autorità sono ora titolari di rilevanti poteri di intervento diretto. L'attività dell'EBA non è più solamente limitata alla promozione dell'armonizzazione delle attività di vigilanza, alla tenuta del *single rulebook* e all'esercizio di poteri regolamentari. Tra le attribuzioni dell'autorità rientrano ora anche poteri amministrativi che si concretizzano in attività provvedimentali aventi rilevanza esterna (non meramente strumentale, di supporto o coordinamento rispetto alle attività delle autorità nazionali). Il ruolo dell'Autorità si fa sempre più rilevante nell'ambito del Sevif e nella regolazione finanziaria in genere<sup>63</sup>.

Alla domanda con cui si è aperto pare potersi dare una risposta semplice (seppur non scontata): l'attribuzione da parte della MICAR di nuovi poteri in capo all'EBA si muove in un terreno già esplorato e ritenuto legittimo dalla Corte di Giustizia nella citata pronuncia Regno Unito/Parlamento e Consiglio (2014) e pertanto non sembra porre particolari problemi di legittimità (e compatibilità con la dottrina Meroni). Difatti, i poteri attribuiti all'EBA dalla MICAR – pur non essendo privi di rilevanti spazi di discrezionalità, in relazione alla valutazione di significatività dei token, all'individuazione delle misure di vigilanza da adottare ritenute più idonee, nella dosimetria delle eventuali sanzioni irrogate<sup>64</sup> – godono di

---

62 A. MAGLIARI, *La proposta di riforma delle autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, n. 2/2018, p. 391 e ss.; E. FERRAN, *The Existential Search of the European Banking Authority*, op. cit.

63 Si pensi anzitutto al ruolo propulsivo di tali autorità nella regolazione del mercato, anche mediante l'adozione di atti di *soft law*, rispetto ai quali ormai è riconosciuta (una certa) cogenza e giustiziabilità. Cfr. Sentenza della Corte di Giustizia UE (Grande Sezione) del 15 luglio 2021, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*. Domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Conseil d'État (Causa C-911/19). Per un commento sulla pronuncia e sulle sue implicazioni, M. DE BELLIS, *“Soft law”, agenzie europee e controllo giurisdizionale: le contraddizioni del caso FBF*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 3/2022, p. 327 e ss.; F. ANNUNZIATA, *The remains of the day: EU financial agencies, soft law and the relics of “Meroni”*, op. cit., p. 331 e ss.

64 Pur dovendosi rilevare al riguardo che esistono (ed esisteranno) specifiche linee guida che predetermineranno le modalità di esercizio del potere, limitando notevolmente la discrezionalità nel caso concreto.

una base giuridica espressa nel Regolamento istitutivo dell'autorità (come modificato dalla MICAR stessa, art. 144) e sono delimitati da specifiche norme di diritto positivo. Dunque, risultano formalmente rispettati le condizioni poste dalla giurisprudenza europea. Inoltre, tali poteri non sembrano eccedere quelli già spettanti all'ESMA: se i poteri ESMA hanno superato il vaglio giurisprudenziale (ed altri mai sono stati impugnati), allo stesso modo, anche quelli previsti in capo all'EBA dovrebbero essere tali, fatti salvi *overruling* giurisprudenziali.

Per la verità alcune differenze paiono riscontrarsi tra i poteri dell'ESMA oggetto della nota sentenza ESMA-Shortselling e i poteri ora attribuiti dalla MICAR ad EBA. I primi sono infatti poteri sussidiari e temporanei, che l'autorità europea può esercitare a fronte dell'inerzia delle autorità nazionali e per preservare la funzionalità del mercato europeo; in altri termini si trattava di poteri che ben potevano essere sussunti nel concetto di misure di armonizzazione. I poteri di vigilanza diretta dell'EBA sono invece poteri attribuiti in via autonoma all'autorità europea, conseguentemente alla qualificazione di un determinato token come significativo e a prescindere da eventuali interventi delle NCAs, e risultano idonei ad innovare la struttura istituzionale della vigilanza europea. Quindi assai più rilevanti quanto alla loro incidenza (diretta) nei confronti dei soggetti vigilati e più difficilmente giustificabili alla luce di una mera esigenza di “ravvicinamento”.

Tali profili però non sembrano decisivi per concludere nel senso dell'illegittimità dell'assetto di competenze delineato da MICAR. Non solo perché i “nuovi poteri” di vigilanza diretta dell'EBA appaiono in linea con i criteri delineati dalla sentenza della Corte di Giustizia (con riferimento ai limiti della delega) ma anche per il fatto che analoghi modelli di vigilanza già esistono ed appaiono consolidati nell'ordinamento europeo. Infatti, sempre l'ESMA è titolare dei già citati poteri di vigilanza diretta nei confronti delle agenzie di *rating*, *trade repositories*, amministratori di *benchmark* critici e *providers* di *data-reporting services* che appaiono molto simili a quelli che qui si analizzano (anche se in tali settori sono assai minori i problemi di sovrapposizioni e sottrazioni di competenze ad altre autorità). E sebbene tali poteri non siano mai stati oggetto di attenzione da parte della giurisprudenza europea, è ormai consolidata la loro esistenza nell'ordinamento. In parte perché si collocano nell'ambito dell'anzidetto processo di progressiva espansione del ruolo delle ESAs (e difatti l'ESAs Review del 2019 lo conferma) e perché le motivazioni della sentenza “ESMA-shortselling” possono essere ritenute tali da “coprire” anche questa – invero diversa – situazione<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Come osservato da M. SIMONCINI, *The delegation of powers to EU Agencies after the financial crisis*, op. cit., p. 1493 la fondatezza dell'approccio della CGUE alla questione della delega di poteri è stata indirettamente confermata anche dalla Corte costituzionale tedesca nell'ambito della sentenza resa sulla compatibilità dell'assetto dell'Unione bancaria con la Costituzione tedesca (e con il principio di democraticità di cui all'art. 38 del Grundgesetz). Cfr. Sentenza della Corte costituzionale federale tedesca del 30 luglio 2019 2 BvR 1685/14; 2 BvR 2631/14.

Dunque, volendo azzardare una prognosi circa la legittimità delle attribuzioni ad EBA, molti elementi depongono verso una soluzione positiva.

Guardando alla sostanza, però, pare evidente come la *ratio* originaria della dottrina Meroni, tesa a limitare il decentramento amministrativo, sia frustrata dai più recenti interventi normativi. Questi chiaramente vanno nella direzione di rafforzare i poteri delle ESAs, quali autorità aventi un ruolo ormai nodale (si veda anche il rilievo riconosciuto alle loro *guidelines* nella pronuncia FBF) nell'ambito dell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo<sup>66</sup>.

Il consolidamento dei poteri di tali autorità e il rafforzamento del modello amministrativo ora adottato dall'Unione Europea richiederebbero una maggiore coerenza di fondo, che probabilmente potrebbe ottenersi solamente mediante una revisione dei Trattati – fornendo finalmente una base giuridica espressa e più ampia rispetto a quella attualmente costituita dall'art. 114 TFUE – anziché continuare a fornire interpretazioni evolutive (e restrittive) della Dottrina Meroni sulla non delegabilità delle funzioni, volte a giustificare la praticabilità delle soluzioni normative elaborate dal legislatore europeo e consolidate nella prassi.

---

<sup>66</sup> Peraltro, tali poteri appaiono in linea con le innovazioni contenute nella ESAs review. Questa, da un lato, ha previsto l'estensione (art. 8) dei poteri delle autorità di “*temporarily prohibit or restrict the marketing, distribution or sale of certain financial products, instruments or activities that have the potential to cause significant financial damage*”; dall'altra ha riconosciuto che queste debbano avere un margine di discrezionalità nell'esercizio di poteri che tengano conto – tra le altre cose – dell'innovazione tecnologica.