

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

Supplemento n. 3 al n. 1/2022

ISSN: 2036 - 4873

EVOLUZIONI DELLA FUNZIONE DI VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI: CONTROLLO DA PARTE DI ORGANISMI DI DIRITTO PRIVATO E POTERE SANZIONATORIO *

(Evolution of the Supervisory function on financial markets: control by private law bodies and sanctioning power)

ABSTRACT: *This paper comments on the evolution of the public supervisory function on financial markets, which in some cases is attributed by the Legislator to private law bodies. The most recent jurisprudence legitimizes the attribution to these bodies also of the sanctioning power, which it is hoped, however, to be exercised in the light of the modern principles of structure of the sanctioning procedure.*

SOMMARIO: 1. La delega di controllo dei mercati finanziari a organismi di diritto privato alla luce del principio di sussidiarietà orizzontale. – 2. La questione dell’esercizio del potere sanzionatorio da parte degli organismi di diritto privato di controllo dei mercati finanziari. – 3. Alcune prime coordinate per l’esercizio legittimo del potere sanzionatorio da parte degli organismi privati di controllo.

1. Nell’ordinamento italiano il fenomeno della delega del controllo di settori dei mercati finanziari da parte delle Autorità pubbliche a organismi di diritto privato è oramai consolidato: si pensi, ad esempio, all’Organismo di Vigilanza e tenuta dell’Albo unico dei consulenti finanziari (O.C.F.), previsto dall’art. 31 del T.U.F., all’Organismo per la tenuta dell’elenco dei confidi, previsto dall’art. 112-*bis* del T.U.B.¹, all’Organismo competente per la gestione degli elenchi degli agenti in

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ Sul quale v. L. SCIPIONE, *Commento all’art. 112-bis*, in AA.VV., *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, Torino, 2013, 1204 ss.; R. LENER, *La disciplina degli organismi per la tenuta degli albi dei professionisti operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo: un’ipotesi di riorganizzazione normativa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 27 s.; E. BANI, *Commento all’art. 112-bis*, in F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, Padova, 2018, 1669 ss.

attività finanziaria e dei mediatori creditizi, previsto dall'art. 128-*undecies* del T.U.B.² Una tale evoluzione si è verificata nell'ambito dell'affermazione di un più effettivo controllo pubblico sull'attività degli intermediari finanziari non bancari, anche a seguito della riforma recata dal d.lgs. n. 141 del 2010³.

Come già osservato *aliunde*, la configurazione di tali modelli di regolazione e controllo potrebbe consentire di ripensare il ruolo svolto dallo Stato, che passa nella realtà odierna dall'essere regolatore diretto al duplice ruolo di "disegnatore di sistema" e di controllore di ultima istanza della legalità⁴, senza con ciò voler ridefinire il rapporto pubblico-privato mediante una lettura riduttiva della sfera di competenze pubbliche⁵, dovendosi piuttosto intendere i nuovi modelli regolativi come una diversa modalità di esplicazione del "pubblico". Del resto, proprio la riflessione sulle forme di regolazione del mercato e sulle modalità di tutela dei vari interessi che gravitano intorno ad esso ferve già da tempo nel dibattito e nelle

²Su cui v. E. COCCHI, *Commento all'art. 128-undecies*, in F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, Padova, 2018, 2494 ss.

³Cfr. M. PELLEGRINI, *Il controllo sugli intermediari finanziari non bancari, aspetti problematici ed orientamenti giurisprudenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 57 ss.; Id., *Da un riscontro di regolarità alla "supervisione": la svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 5, 593 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Art. 106*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, Padova, 2012, III, 106 ss.

⁴Secondo G. DE MINICO, *Regole comando e consenso*, Torino, 2005, 6, si potrebbe pensare a "... un sistema meno strutturato e rigidamente definito negli elementi che lo compongono, nel quale il punto di equilibrio è di volta in volta dinamicamente individuato dal decisore politico. Un disordine creativo, questo, che rimanda necessariamente all'esistenza di uno Stato, e nel quale parimenti può trovarsi una simmetria tra liberismo giuridico e liberismo economico. Lo Stato, infatti, come è pronto a correggere le asimmetrie dell'economia di mercato, così interviene nei processi giuridici, come architetto di sistema e regolatore di ultima istanza. Al liberismo eterodiretto, in via preventiva con la disciplina antitrust, e in via successiva con la regolazione correttiva dei fallimenti del mercato, corrisponderebbe, in termini di ordine giuridico, un sistema reticolare di governi di interessi: spazi di autonomia pubblica e privata, distribuiti su più piani, reciprocamente complementari, con riserva allo stato del ruolo di responsabile ultimo del nuovo ordine giuridico."

⁵A parere di G. ROSSI, *Diritto pubblico e diritto privato nell'attività della p.a.: alla ricerca della tutela degli interessi*, in *Dir. pubbl.*, 1998, 2, 661 ss. e D. D'ALESSANDRO, *Sussidiarietà solidarietà e azione amministrativa*, Milano, 2004, 77, in modelli che prevedono il ricorso all'assunzione delle responsabilità di svolgimento di attività di interesse generale aventi contenuto economico da parte dei cittadini, rischia di transitare verso il privato la titolarità stessa del servizio, non rispondendo tale tendenza al quadro costituzionale della sussidiarietà e alle esigenze di garanzia degli interessi "a soddisfazione necessaria".

indicazioni emerse in sede europea⁶ e nell'ambito della dottrina straniera⁷, nonché in taluni approfondimenti sul tema dei rapporti fra pubblico e privato nei nuovi modelli di regolazione⁸.

Senza voler qui approfondire nella direzione della teoria della regolazione, gli organismi di diritto privato sopra menzionati rientrano negli strumenti della regolazione intesa come "l'insieme diverso degli strumenti mediante i quali i governi stabiliscono gli obblighi ai quali sono assoggettati i cittadini e le imprese", includendosi nel concetto di regolazione "le leggi, i provvedimenti formali e informali e le norme delegate emessi da tutti i livelli governativi e da organismi non

⁶Attenzione alle strategie di autoregolazione e co-regolazione è stata data anche dalla Corte di giustizia che è intervenuta nel dibattito, considerando, ad esempio, che l'utilizzo dell'autoregolazione rappresenta uno strumento adeguato a condizione che le norme poste dai privati abbiano efficacia *erga omnes* (sent. n. 361/88, Commissione c. Germania, in *Racc.* 1991 I-2567), che le sanzioni siano effettive, ragionevoli e dissuasive, che sia assicurata l'effettività della tutela per i soggetti regolati e per i terzi (sent. n. C 180/1995, *Draehmpaehl c. Urania immobilienservice OHG*, in *Racc.* 1997, I-2195). Sul fronte della normazione, anche le direttive europee prevedono di frequente il ricorso all'autoregolazione quale strumento di recepimento della normativa europea nell'ordinamento interno (cfr., ad esempio, l'art. 16 della direttiva 2000/31/CE in materia di commercio elettronico).

⁷V. *ex multis*, per la dottrina francese, J. CHEVALLIER, *Vers un droit post-moderne? Les transformations de la régulation juridique*, in *Rev. du droit public*, 1998, 659 ss.; M.A. FRISON ROCHE, *Le droit de la régulation*, Paris, Le Dalloz, 2001; B. DU MARAIS, *Droit public de la régulation économique*, Paris, Presses de Science po. et Dalloz, 2004 nonché, nella dottrina anglosassone, A. OGUS, *Rethinking Self-Regulation*, in 97 *Oxford Journal of Legal Studies*, 1995, 15 ss.; J. BLACK, *Constitutionalising self-regulation*, in 59 *Modern Law Review*, 1996, 24 ss.; R. BALDWIN – M. CAVE, *Understanding Regulation*, Oxford, 1999; L. MAC GREGOR – T. PROSSER – C. VILLIERS (eds.), *Regulation and Markets Beyond 2000*, Aldershot, Ashgate, 2000; C. SCOTT, *Analysing Regulatory Space: Fragmented Resources and Institutional Design*, in *Public Law*, 2002, 329 ss.; E. GLAESER – A. SHLEIFER, *The Rise of the Regulatory State*, in *Journal of economic literature*, 2003, 401 ss.; C. SCOTT, *Regulation*, Ashgate, Dartmouth, 2003; H.C. BOYTE, *Reframing Democracy: Governance, Civic Agency, and Politics*, in *Public Administration Review*, September/October 2005, vol. 65, No. 5, 536 ss.; L. BLOMGREN BINGHAM – T. NABATCHI – R. O'LEARY, *The New Governance: Practices and Processes for Stakeholder and Citizen Participation in the Work of Government*, *ibidem*, September/October 2005, vol. 65, No. 5, 547 ss.; C. SKELCHER – N. MATHUR – M. SMITH, *The Public Governance of Collaborative Spaces: Discourse, Design and Democracy*, in *Public Administration*, 2005, vol. 83, 3, 573 ss.; J. BLACK, *Managing Regulatory Risks and Defining the Parameters of Blame: A Focus on the Australian Prudential Regulation Authority*, in *Law and Policy*, 2006, 28, 1 ss. La configurazione dei vari modelli di *rule-making* inizia ad essere oggetto di indagine più meditata anche da parte dei cultori dell'analisi economica del diritto: v., ad esempio, F. PARISI, *Sources of Law and the Institutional Design of Lawmaking*, in *Journal of Public Finance and Public Choice*, 2001, 95 ss.

⁸V., ad esempio, la riflessione di F. CAFAGGI, *Un diritto privato europeo della regolazione? Coordinamento tra pubblico e privato nei nuovi modelli regolativi*, in *Pol. dir.*, 2004, 2, 205 ss.

governativi o di autoregolazione ai quali i governi hanno delegato poteri di regolazione”⁹.

Rammentando l’elencazione descrittiva di Ogus sul concetto di regolazione, che ne individua le varie e diverse forme¹⁰ [*a) regulation by information*, quale tipologia di regolazione che si basa sull’imposizione, nei confronti dei soggetti regolati, di obblighi di trasparenza e di diffusione delle caratteristiche qualitative del bene prodotto e commerciato; *b) private regulation*, basata sull’imposizione di obblighi che possono essere eseguiti solo dai soggetti nei confronti dei quali è stata adottata la regolazione; *c) regulation by economic instruments*, fondata su strumenti economici incentivanti o disincentivanti rispetto allo svolgimento di determinate attività; *d) regolazione command and control*, basata sull’imposizione di determinati standards nell’esercizio di una certa attività, la violazione dei quali è sanzionata da norme penali; *e) regolazione per mezzo di prior approval*, fondata sul divieto di intraprendere una determinata attività economica senza aver ottenuto una licenza o un’autorizzazione, previo possesso di determinati requisiti; *f) regolazione per mezzo di negative licencing*, basata sull’obbligo di comunicazione o notificazione all’autorità amministrativa dell’attività intrapresa, soggetta successivamente al controllo e a interventi correttivi o repressivi della stessa autorità; *g) self-regulation*, nell’ambito della quale sono i soggetti regolati che autodisciplinano la loro attività, rispondendo, eventualmente, ad apposite autorità di autoregolamentazione o seguendo *guidelines* fornite dalla pubblica autorità], i nostri organismi di diritto privato possono essere annoverati nell’ambito dell’esplicazione della nozione di *self-regulation*, in relazione alla quale gli studiosi anglosassoni hanno prodotto molteplici studi¹¹.

⁹Cfr. OCSE, *La riforma della regolazione in Italia*, 2001, *passim*, sul quale v. G. DE VERGOTTINI, *Garanzie e poteri regolatori*, in *Studi parl. pol. cost.*, 2001, n. 132-133, 19 ss.

¹⁰A. OGUS, *Regulations, legal form and economic theory*, Oxford, Clarendon Press, 1994, *passim*.

¹¹Come noto, al sorgere delle *Regulatory Agencies* e al dilemma di base fra *Self-Regulation* vs. *Government Regulation* il dibattito sulle forme della regolazione si è avviato soprattutto in

A ben vedere, la delega da parte delle Autorità pubbliche agli organismi di diritto privato può inquadrarsi, nel nostro ordinamento, nell'ambito di una concreta esplicazione del principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale, inteso quale collegamento e principio regolativo dei rapporti fra Stato e società. Proprio con riguardo alla comprensione delle nuove strutture regolative appare utile approcciare da un concetto aperto di sussidiarietà orizzontale, intesa come "principio relazionale" che si riferisca ad una relazione tra Stato e società civile e che, quanto alla funzione, privilegi l'intervento dei soggetti nell'ambito più vicino possibile agli interessi coinvolti: si può così apprezzare il carattere intrinsecamente propulsivo della sussidiarietà orizzontale, che vale a disegnare e a legittimare, anche dal punto di vista costituzionale, anche i nuovi modelli di regolazione e controllo sui mercati¹².

2. Evidentemente, l'esercizio di attività di controllo sui mercati finanziari da parte di organismi di diritto privato pone una serie di questioni, fra le quali emerge quella relativa alla possibile titolarità e all'esercizio in concreto del potere

Inghilterra: v. R. BALDWIN – C. MC CRUDDEN, *Regulation and Public Law*, London, Weidenfeld and Nicolson, 1987 nonché S. BREYER, *Regulation and its Reform*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1982; S. BREYER – R. STEWART, *Administrative Law and Regulatory Police*, Boston, Little Brown, 1985; A.E. KAHN, *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*, New York, Wiley, 1970; G. STIGLER, *The Theory of Economic Regulation*, in *Bell Journal of Econ. Sc.*, 1971, 2; R.A. POSNER, *Theories of Economic Regulation*, *ibidem*, 1974, 5, 335 ss.; G. STIGLER, *The Citizen and the State: Essays on Regulation*, University of Chicago, University of Chicago Press, 1975; S. PELTZMAN, *Towards a More General Theory of Regulation*, in *Journal of Law and Economics*, 1976, 19, 211 ss.; B.M. OWEN – R. BRAUETIGAN, *The Regulation Game*, Cambridge, Ballinger, 1978; B.T. MITNICK, *The Political Economy of Regulation*, New York, Columbia University Press, 1980; J.Q. WILSON, *The Politics of Regulation*, New York, Basic Books, 1980; E. BARDACH – R.A. KAGAN, *Going by the Book: The Problem of Regulatory Unreasonableness*, Philadelphia, Temple University Press, 1982; A. OGUS – C.G. VELJANOVSKI, *Readings in the Economics of Law and Regulation*, Oxford, Clarendon Press, 1984; T.K. MC GRAW, *Prophets of Regulation*, Harvard, Harvard University Press, 1984; A. OGUS, *Regulations, legal form and economic theory*, cit. Nella letteratura italiana v. H. SIMONETTI, *Autoregolamentazione e codici di condotta. Le esperienze dell'Italia e del Regno Unito*, in *Dir. e cultura*, 2002, 19 ss.

¹²Per un'applicazione concreta del principio in ordine alla regolazione dei mercati bancario e finanziario sia consentito rinviare a D. SICLARI, *Modelli di sussidiarietà orizzontale. La centralizzazione delle informazioni sui rischi di pagamento*, Padova, 2007.

sanzionatorio, tipicamente appannaggio delle Autorità pubbliche di regolazione e vigilanza¹³.

Del tema si è occupata di recente la giurisprudenza¹⁴, che ha esaminato talune delibere di radiazione e sospensione dall'albo, adottate dall'Organismo di Vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari (O.C.F.), previsto dall'art. 31 del T.U.F., costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei consulenti finanziari e ordinato in forma di associazione con autonomia organizzativa e statutaria, dotato di poteri sanzionatori, sul quale la Consob vigila con la finalità di verificare l'adeguatezza delle procedure interne adottate per lo svolgimento dei compiti a questo affidati, a norma dell'art. 31-*bis* del medesimo Testo Unico. Si tratta sempre di esercizio di potere sanzionatorio, pure tenendo a mente la distinzione tra "sanzioni in senso stretto", termine con cui la dottrina indica tradizionalmente le sanzioni amministrative pecuniarie, espressione primaria della funzione punitiva statale¹⁵, e tutti i diversi provvedimenti amministrativi "sanzionatori" che invece dispongono revoche sanzionatorie ovvero impongono

¹³In tema v., *ex multis*, E. BANI, *Le sanzioni amministrative*, in AA. VV., *La nuova legge sul risparmio*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2006, p. 406; R. TITOMANLIO, *Funzione di regolazione e potestà sanzionatoria*, Milano, 2007, p. 475; R. RORDORF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Società*, 2010, p. 986; M. FRATINI, *Le sanzioni dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e sociali (Isvap)*, in A.A. V.V., *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, a cura di M. Fratini, Padova, 2011, p. 691; W. TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob*, Milano, 2012; E. CHELI, *Osservazioni in ordine al potere sanzionatorio delle Autorità amministrative indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 330; G. BRUZZONE - M. BOCCACCIO - A. SAIJA, *Le sanzioni delle Autorità indipendenti nella prospettiva europea*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 401; M. CLARICH - L. ZANETTIN, *Le garanzie del contraddittorio nei procedimenti sanzionatori dinnanzi alle autorità indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 361; F. TRIMARCHI, *Funzione di regolazione e potere sanzionatorio delle Autorità indipendenti*, in AA. VV., *Il potere sanzionatorio delle Autorità amministrative indipendenti*, a cura di M. Allena e S. Cimini, in *www.giustamm.it*, 2014; A. URBANI, *Vigilanza bancaria e sanzioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, suppl. al fasc. n. 2.

¹⁴Corte di Appello di Bologna, 18 marzo 2022 e Corte di Appello di Torino, 2 aprile 2022, segnalate da Stefano Montemaggi e Nicolò Galasso, *Sanzioni irrogate da un organismo di diritto privato investito dal TUF di poteri di controllo: non c'è violazione della MiFID II*, in *Nomos Basileus*, maggio 2022, n. 17.

¹⁵Sulle cui caratteristiche v., per tutti, E. CASSETTA, voce *Sanzione amministrativa*, in *Digesto pubbl.*, VII, Torino, 1993, p. 589 e 602; A.M. SANDULLI, voce *Sanzioni amministrative*, in *Enc. giur.*, XXVIII, 1992, p. 2 ss.

misure di riduzione in pristino stato¹⁶.

Dinanzi al giudice si lamentava l'inesistenza o, in ogni caso, l'invalidità delle delibere adottate dall'O.C.F. poiché emesse da un soggetto avente natura di associazione di carattere privato che non appare riconducibile alla nozione di "pubblica amministrazione" e che, pertanto, si pone in contrasto con l'art. 67, co. 2 della Direttiva UE n. 65/2014 (MiFID II), che consente all'autorità pubblica di delegare ad altri soggetti non qualificabili come autorità pubbliche solo funzioni non comportanti l'esercizio di pubblici poteri o l'uso di poteri discrezionali¹⁷.

Al riguardo, il giudice richiama una decisione della Corte di Giustizia UE, che aveva rilevato che la disciplina contenuta nella MiFID riguarda solo le imprese di investimento, mentre i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede rientrano nella definizione di agenti collegati di cui all'art. 4, par. 1, punto 25 (materia quindi come tale non disciplinata dalla MiFID)¹⁸: in tal caso, la Corte europea aveva esaminato proprio il quesito se il divieto temporaneo di attività comminato dalla Consob ad un consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede fosse compatibile con le disposizioni della MiFID.

Come noto, l'agente collegato è costituito dalla "persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di

¹⁶Cfr. già G. ZANOBINI, *Le sanzioni amministrative*, Torino, 1924, *passim* e, più di recente, C.E. PALIERO - A. TRAVI, *La sanzione amministrativa: profili sistematici*, Milano, 1988, pp. 91 ss.; Id., voce *Sanzioni amministrative*, in *Enc. dir.*, 1989, XLI, pp. 345 ss.; P. CERBO, *Le sanzioni amministrative*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo: diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, Milano, 2003, vol. I, p. 581.

¹⁷Nel dettaglio, secondo l'art. 67, par. 1, della direttiva MiFID II gli Stati membri designano le autorità competenti per lo svolgimento di ognuna delle funzioni previste dalle differenti disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 e dalla presente direttiva. Gli Stati membri informano la Commissione, l'ESMA e le autorità competenti degli altri Stati membri dell'identità delle autorità competenti responsabili dello svolgimento di ognuno dei compiti, e di ogni eventuale divisione degli stessi. Secondo il par. 2, le autorità competenti di cui al paragrafo 1 sono autorità pubbliche, fatta salva la possibilità di delegare funzioni ad altri soggetti, quando ciò sia espressamente previsto all'articolo 29, paragrafo 4. Qualsiasi delega di funzioni a soggetti diversi dalle autorità di cui al paragrafo 1 non può comportare l'esercizio di pubblici poteri né l'uso di poteri discrezionali di giudizio.

¹⁸CGUE 8 maggio 2019, C-53/18.

investimento per conto della quale opera, promuove i servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziarie/o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari”.

Seguendo l’avviso della Corte europea, secondo cui la “direttiva MiFID non disciplina l’attività degli agenti collegati in quanto tale, bensì enuncia le condizioni alle quali le imprese di investimento possono fare ricorso a simili agenti” con l’obiettivo di assicurare che la disciplina dettata a tutela degli investitori e del mercato sia rispettata anche quando le imprese di investimento si avvalgano di soggetti terzi, il giudice italiano ha pertanto ritenuto che il principio così enunciato possa applicarsi anche sotto la vigenza della MiFID II, tenuto conto della continuità nelle definizioni di “agente collegato” e di “impresa di investimento”, considerando anche il considerando n. 10 della direttiva (“le condizioni per l’esercizio di attività al di fuori dei locali dell’impresa di investimento (vendita porta a porta) non dovrebbero essere disciplinate dalla presente direttiva”). Sulla base di tali premesse, si è quindi deciso che “la MiFID II esclude dal proprio ambito la regolamentazione delle condizioni per lo svolgimento dell’attività di offerta fuorisede degli agenti collegati, occupandosi di essi soltanto allo scopo di assicurare che l’impresa di investimento li scelga nell’ambito di quelli iscritti in pubblici registri e li obblighi al rispetto delle regole che riguardano la propria attività”.

Premessa la non riconducibilità dell’attività fuori sede degli agenti finanziari nell’ambito disciplinare della MiFID II, il giudice italiano non ritiene, poi, come prospettato dal ricorrente, che il potere sanzionatorio avrebbe carattere discrezionale e che quindi, come tale, non potrebbe essere attribuito a un organismo di diritto privato, sulla base del disposto dell’art. 67 della MiFID II. Ciò in quanto le sanzioni di carattere interdittivo “non diversamente da quelle pecuniarie,

debbono essere applicate sulla base della gravità della violazione e tenuto conto dell'eventuale recidiva e quindi sulla base di criteri che non possono ritenersi espressione di discrezionalità amministrativa". Sul punto, pare opportuno rammentare come siano risalenti i dubbi in merito alla natura giuridica del potere sanzionatorio delle autorità amministrative indipendenti nonché le riflessioni sulla natura discrezionale o vincolata del potere punitivo, sulla sua possibile assimilazione alla discrezionalità giudiziale della prerogativa decisionale e sugli indici della natura discrezionale del potere sanzionatorio¹⁹.

Quanto alla delegabilità del potere punitivo, il giudice osserva che esso è "per espressa disposizione della direttiva, delegabile anche a soggetti privati – posto che l'art. 29, quarto comma, della direttiva, richiamato dall'art. 67, non distingue tra soggetti pubblici e soggetti privati – che operino sotto il controllo dell'autorità competente" e "se dunque la direttiva consente una siffatta delega, nessuna contrarietà alla stessa potrebbe rinvenirsi nel disposto della legislazione nazionale che attribuisca, a monte, l'esercizio di tali poteri ad un organismo privato il quale opera sotto il controllo dell'autorità competente".

3. L'esercizio privato di funzioni pubbliche²⁰, schema generale entro cui la dottrina fa rientrare i casi degli organismi di controllo sopra esaminati²¹, deve certamente osservare taluni criteri per assicurare, *in primis*, l'osservanza del principio di legalità dell'ordinamento, quali il carattere di doverosità dell'attività svolta e la formalizzazione o procedimentalizzazione della medesima attività²².

Va certamente richiesto a tali organismi di conformare un'attività

¹⁹Cfr. G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, Napoli, 2020, 49 ss.

²⁰Per cui v. A. MALTONI, *Il conferimento di potestà pubbliche ai privati*, Torino, 2005; Id., *Esercizio privato di pubbliche funzioni*, in *Enc. dir.*, Annali, Milano, 2007.

²¹E. BANI, *Commento all'art. 112-bis*, cit., 1674.

²²Cfr. MODUGNO, *Funzione*, in *Enc. dir.*, Milano, 1969, XVIII, 301, richiamato da E. BANI, *Commento all'art. 112-bis*, cit., 1674.

procedimentale rispettosa dei moderni principi di struttura del procedimento punitivo (come del resto è via via avvenuto con riguardo ai regolamenti sanzionatori delle Autorità pubbliche di vigilanza sui mercati finanziari, anche sulla spinta dell'ordinamento sovranazionale²³), in relazione, ad esempio, alla garanzia per gli spazi di contraddittorio già nella fase preistruttoria, ai termini per la contestazione degli addebiti e ai cosiddetti termini intermedi²⁴, al contraddittorio nella fase istruttoria²⁵ mediante un effettivo accesso al fascicolo e ai documenti amministrativi correlati, alla separazione tra funzione istruttoria e decisoria, vigilando sul rischio di utilizzo di mere motivazioni *per relationem*²⁶.

Ma è sul rispetto effettivo del principio di personalità e proporzionalità²⁷, in termini di criteri da seguire per la concreta definizione della sanzione²⁸, che si

²³Cfr. M. ALLENA, *Il caso Grande Stevens c. Italia: le sanzioni Consob alla prova dei principi CEDU*, in *Giornale dir. amm.*, 2014, 11, 1053 ss.; B. BARMAN, *Dopo il caso Grande Stevens: la via italiana al giusto procedimento*, *ibidem*, 2017, 3, 306 ss.

²⁴Sul punto sia consentito rinviare a D. SICLARI, *Sanzioni amministrative della Consob e individuazione di termini: alla ricerca di un giusto equilibrio fra principio di ragionevolezza, discrezionalità organizzativa delle autorità indipendenti e certezza dei tempi del procedimento*, in *Giur. it.*, 2005, 4, IV, 865 ss. nonché, più di recente, Cass. civ., Sez. II, 27 settembre 2018, n. 23387 con nota di E. DESANA, *Sanzioni Consob e termine per la contestazione dell'illecito*, in *Giur. it.*, 2019, 3, 590 secondo cui “la pura “constatazione” dei fatti nella loro materialità non coincide necessariamente con l’“accertamento”: nell’attività di regolazione e supervisione delle attività private vi sono ambiti, come appunto quello dell’intermediazione finanziaria, che richiedono valutazioni complesse, non effettuabili nell’immediatezza della percezione dei fatti suscettibili di trattamento sanzionatorio. Ciò tuttavia non esclude che a tali valutazioni si debba procedere in un tempo ragionevole e che in sede di opposizione il giudice, ove l’interessato abbia fatto valere il ritardo come ragione di illegittimità del provvedimento sanzionatorio, sia abilitato a individuare il momento iniziale del termine per la contestazione non nel giorno in cui la valutazione è stata compiuta, ma in quello in cui avrebbe potuto - e quindi dovuto - esserlo”.

²⁵V., ad esempio, B. RAGANELLI, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giornale dir. amm.*, 2015, 4, 511 ss.

²⁶G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, cit., 189 ss.

²⁷G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, cit., 141 ss.

²⁸Ad esempio, con riguardo alla procedimentalizzazione e ai criteri per l'esercizio del potere sanzionatorio dell'Organismo previsto dall'articolo 112-bis del T.U.B., l'art. 17 (*Provvedimenti sanzionatori*) del decreto ministeriale 23 dicembre 2015, n. 228, recante il “Regolamento sulla disciplina della struttura, dei poteri e delle modalità di funzionamento dell'Organismo previsto dall'articolo 112-bis del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché l'individuazione dei requisiti di onorabilità e professionalità dei componenti degli organi e relativi criteri” (pubblicato nella Gazz. Uff. 18 marzo 2016, n. 65) prevede al comma 1 che l'Organismo procede d'ufficio alla cancellazione dall'elenco in caso di: a) perdita di uno dei requisiti per l'iscrizione; b) gravi violazioni di norme di legge e delle relative disposizioni di attuazione; c) mancato pagamento del

auspica tali organismi di diritto privato dovranno impegnarsi sul campo, similmente al percorso che le più adulte e mature Autorità pubbliche di vigilanza hanno opportunamente intrapreso. Soprattutto il principio di personalità andrebbe valorizzato, costituendo esso parametro di legittimità della decisione sanzionatoria non solo in quanto la sanzione va necessariamente riferita al responsabile della condotta, ma anche poiché la determinazione e la quantificazione della sanzione deve avere riguardo anche all'interesse del sanzionando²⁹, dovendosi valutare e dedurre in motivazione la posizione complessiva del destinatario della sanzione.

Domenico Siclari

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza"*

contributo ai sensi dell'articolo 112-bis, comma 2, t.u.b.; d) inattività - non giustificata da comprovati motivi - protrattasi per un periodo di tempo non inferiore a un anno. Secondo il comma 3, ai fini del comma 1, lettera b), la gravità delle violazioni può essere desunta, tra l'altro: a) dall'idoneità della condotta ad esporre il confidi a significativi rischi o all'incapacità di far fronte agli impegni assunti; b) dalla commissione reiterata o diffusa della violazione; c) dall'entità del vantaggio ottenuto o delle perdite evitate attraverso la violazione, nella misura in cui essa sia determinabile; d) dai pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione, nella misura in cui il loro ammontare sia determinabile.

²⁹ G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, cit., 142.