

4522/13



REPUBBLICA ITALIANA  
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO  
LA CORTE D'APPELLO DI MILANO  
SEZIONE I CIVILE – RG 4286/2012

composta dai Magistrati:

dott. Ersilio Secchi

Presidente

dott.ssa Carla Romana Raineri

Consigliere rel.

dott. Bonaretti Domenico

Consigliere

N. 4522/13	Sen.
N. /	ep.
N. /	!

ha pronunciato la seguente

**SENTENZA**

nel procedimento in unico grado ai sensi dell'art. 187 *septies* comma 4 D. Lgs. n. 58/98 (avverso e per l'annullamento della delibera Consob n. 18024 del 6 dicembre 2011) promosso da:

**C P**, rappresentato e difeso dall'avv.prof. **V M**, nonché dagli avv.ti **P I**, **A L**, **I G M** e **S B** ed elettivamente domiciliato presso lo studio in Milano, giusta delega a margine del ricorso in opposizione  
*Ricorrente*

*contro*

**Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)**, rappresentata e difesa dagli avv.ti **S P**, **M L E** e **P P**, della consulenza legale interna, ed elettivamente domiciliata in Milano, via, giusta delega a margine della memoria di costituzione e difesa  
*Resistente*

## CONCLUSIONI

"Voglia la Ecc.ma Corte di Appello adita, reietta ogni contraria istanza ed eccezione:

- in via pregiudiziale: sospendere l'efficacia esecutiva della delibera Consob n. 18024 del 13 dicembre 2011, per tutti i motivi esposti nel presente atto;
- nel merito: in via principale, accogliere il presente ricorso e, per l'effetto, annullare e/o disapplicare gli atti indicati in epigrafe;
- in via subordinata: accogliere il presente ricorso e annullare gli atti indicati in epigrafe, previa sospensione del giudizio e remissione degli atti alla Corte Costituzionale per sentire da questa dichiarare l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-sexies, comma 2, del TUF nel senso sopra precisato.
- in ogni caso: con vittoria di spese, competenze e onorari del giudizio".

**P.Q.M.**

la Consob, come sopra rappresentata e difesa, con la più ampia riserva di articolazione di richieste istruttorie e salve ulteriori memorie, allegazioni e istanze

**CHIEDE**

che codesta Ecc.ma Corte d'appello voglia - previo rigetto dell'istanza di sospensione cautelare della delibera Consob n. 18024 del 6 dicembre 2011 - provvedere alla reiezione del ricorso in opposizione in quanto destituito di qualsivoglia fondamento.

Con vittoria di spese, competenze ed onorari.

### SVOLGIMENTO DEL GIUDIZIO

Con delibera n. 18024 del 6 dicembre 2011, adottata ai sensi dell'art. 187-*septies* del D.Lgs. n. 58 del 1998, la Consob applicava al sig. P C le seguenti sanzioni:

- sanzione amministrativa pecuniaria di € 100.000 per l'illecito di cui all'art. 187-*bis*, commi 4 e 6, del D.Lgs. n. 58 del 1998, per avere egli disposto, nel luglio 2007, acquisti di azioni S utilizzando l'informazione privilegiata relativa alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria su dette azioni (di cui € 60.000,00 in relazione agli ordini di acquisto impartiti per conto della società A H S.A.);
- sanzione amministrativa pecuniaria di € 100.000 per l'illecito di cui all'art. 187-*bis*, commi 4 e 6, del D.Lgs. n. 58 del 1998, per avere egli disposto, nel febbraio 2008, acquisti di azioni S utilizzando l'informazione privilegiata relativa alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto "volontaria" su dette azioni (di cui € 60.000,00 in relazione agli ordini di acquisto impartiti per conto della società A H S.A.);
- sanzione amministrativa pecuniaria di € 50.000,00 per l'illecito di cui all'art. 187-*quinquiesdecies* del D.Lgs. n. 58 del 1998, per avere reso il sig. C , nel corso dell'audizione tenutasi presso la Consob il 17 marzo 2010, dichiarazioni false che hanno ritardato l'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob nell'ambito delle indagini riguardanti le operazioni disposte da A H ;
- sanzione accessoria di cui all'art. 187-*quater*, comma 1, del D.Lgs. n. 58 del 1998 ("*perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati ... e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate*") per la durata di sei mesi.

A carico del sig. P C , è stata altresì disposta, ai sensi dell'art. 187-*sexies* del D.Lgs. n. 58 del 1998, la confisca di beni di valore equivalente al prodotto dell'illecito *corrispondente alla somma dei valori dei beni utilizzati e del profitto conseguito dagli illeciti contestati*".

Con atto notificato il 21 febbraio 2012, il sig. C impugnava innanzi al

Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio la suddetta delibera sanzionatoria (nonché tutti gli atti ad essa connessi) chiedendone - previa sospensione dell'esecuzione - l'annullamento.

Con ordinanza n. 1027 del 22 marzo 2012, il TAR del Lazio, "*Valutata la gravità del danno*", sospendeva l'efficacia dell'atto sanzionatorio "*limitatamente alla disposta confisca dei beni del ricorrente*". Il Consiglio di Stato - adito dalla Consob in sede di appello cautelare - riformava parzialmente l'ordinanza del TAR, statuendo la reiezione della istanza cautelare per la parte del compendio dei beni confiscati "*eccedente le somme necessarie per il pagamento della sanzione pecuniaria, con conseguente piena disponibilità per l'appellato della liquidità necessaria per il predetto pagamento e del conto corrente, su cui risulta effettuato il pagamento degli assegni pensionistici*" (cfr. ordinanza n. 1776 del 9 maggio 2012). Per l'effetto, il sig. C veniva reimmesso nella disponibilità di € 252.636,99 (pari alla somma dovuta a titolo di sanzione ed interessi *medio tempore* maturati) e, di conseguenza, il valore complessivo dei beni sottoposti a confisca si riduceva a € 886.665,94.

Chiamata la causa in decisione all'udienza pubblica del 21 novembre 2012, il TAR dichiarava inammissibile il ricorso del sig. C per difetto di giurisdizione del Giudice Amministrativo (sentenza n. 9861 del 28 novembre 2012).

Con atto notificato il 7 gennaio 2013, il sig. C riassumeva innanzi a codesta Corte d'Appello il giudizio per l'annullamento della delibera n. 18024, della quale ha nuovamente chiedeva, in via preliminare, la sospensione dell'efficacia, con specifico riguardo alla disposta confisca.

All'udienza collegiale del 26 febbraio 2013 - fissata per la trattazione dell'istanza cautelare - la difesa del sig. C rappresentava a codesta Corte di aver formalizzato alla Consob un'istanza volta alla sostituzione dei beni immobili oggetto di confisca con somme di denaro: istanza che i difensori dell'Amministrazione opposta dichiaravano essere al vaglio della Commissione. La Corte rinviava pertanto la trattazione della domanda cautelare al 14 maggio 2013.

*Medio tempore*, il 10 maggio, la difesa della Consob depositava copia della lettera con la quale era stata data comunicazione al sig. C dell'avvenuto accoglimento dell'istanza di sostituzione dei beni immobili confiscati.

La Consob, quindi, essendo emersa la disponibilità, in capo al sig. C, di beni ulteriori rispetto a quelli confiscati con la delibera n. 18024 del 2011, disponeva

la confisca di ulteriori valori di pertinenza del sig. C fino a concorrenza dell'importo di €1.979.105,06 (delibera n. 18544 del 2 maggio 2012).

La Corte rinviava all'udienza del 9 luglio la trattazione dell'inibitoria. In quella data - ritenuto di dover applicare il rito ordinario alla controversia instaurata - invitava le parti a discutere l'istanza cautelare e a precisare le proprie conclusioni.

Nel corso dell'udienza, la difesa del ricorrente riferiva di aver notificato alla Consob l'impugnazione anche della delibera n. 18544 del 2 maggio 2012, con cui è stata integrata la confisca originariamente disposta con la delibera oggetto del presente gravame ( ricorso iscritto sub 2355/2013 R.G.).

La difese richiamavano le conclusioni già formulate nei propri atti difensivi.

All'esito della trattazione, la Corte - concessi termini per il deposito delle comparse conclusionali e delle repliche - si riservava di decidere sulla domanda cautelare. Con decreto depositato il 6 agosto 2013, l'istanza veniva respinta.

#### **MOTIVI DELLA DECISIONE**

##### **I. Sul rito applicabile**

Osserva sul punto la Corte che l'art. 6 d.lgs. n. 150/2011 assoggetta al rito del lavoro, ove non diversamente stabilito, "le controversie previste dall'art. 22 L.n. 689/1981"; tra tali controversie non rientrano le opposizioni a sanzioni CONSOB e BANKITALIA, aventi un loro separato *corpus* normativo, sia ex art. 195 TUF (pacificamente decise con decreto in camera di consiglio e in sede di volontaria giurisdizione), sia ex art. 187 *septies* (di cui altrettanto pacificamente è nota la natura contenziosa, essendo decise con sentenza e iscritte a ruolo generale con pagamento del contributo unificato).

Il riferimento alla L. n. 689/1981 (con conseguente necessità della lettura del dispositivo in udienza) era operato con il richiamo dell'art. 23 legge citata (cfr. art. 187 *septies* comma sesto).

L'art. 34 del d. lgs. n. 150/2011 ha abrogato *in toto* l'art. 23, facendo sopravvivere dell'art. 22 il solo primo comma sostituito, appunto, con il citato art. 6 (che, come visto, assoggetta al rito del lavoro "*le controversie previste dall'art. 22 della L. n. 689/1981*").

Rappresentando il rito del lavoro un rito speciale, esso non può trovare applicazione al di fuori delle espresse ipotesi legali che lo contemplano.



costituzionali poichè:

- non è graduabile;
- è obbligatoria;
- ricomprende nell'oggetto i beni utilizzati per commettere l'illecito.

Sul punto la Corte osserva quanto segue.

2.2 Il tema della **graduabilità della confisca** ex art. 187-*sexies* è già stato risolto dalla Corte Costituzionale nella recentissima sentenza n. 252 del 15 novembre 2012.

Il Giudice delle Leggi ha ritenuto inammissibile la questione di costituzionalità della norma *“nella parte in cui dispone la confisca obbligatoria (...) senza consentire all'autorità amministrativa prima e al giudice investito dell'opposizione poi di graduare anche tale misura in rapporto alla gravità in concreto della violazione commessa”*.

Secondo la Consulta, *“Nell'attuale panorama ordinamentale, la confisca – tanto penale che amministrativa – è, infatti, sempre e soltanto una misura 'fissa'. L'alternativa 'di sistema' al regime dell'obbligatorietà è quella della facoltatività (...): nel qual caso, peraltro, la discrezionalità della pubblica amministrazione o del giudice si esplica esclusivamente in rapporto all'an della misura. La confisca può essere disposta o meno: ma, se disposta, colpisce comunque nella loro interezza il bene o i beni che ne costituiscono l'oggetto tipico. La Corte torinese (...) chiede (...) di introdurre un innovativo 'terzo regime', a carattere intermedio (la 'graduabilità'), a fronte del quale la discrezionalità amministrativa o giudiziale si esplicherebbe in relazione al quantum. La confisca degli «strumenti finanziari movimentati» resterebbe, cioè, obbligatoria, ma non 'obbligatoriamente integrale' (...). Per questo verso, l'intervento richiesto assume, dunque, il carattere di una 'novità di sistema': circostanza che lo colloca al di fuori dell'area del sindacato di legittimità costituzionale, per rimmetterlo alle eventuali e future soluzioni di riforma, affidate in via esclusiva alle scelte del legislatore” (sottolineature aggiunte).*

Alla luce della surriportata pronuncia, non sembrano, pertanto, residuare margini per la riproposizione del tema della graduabilità della confisca ex art. 187-*sexies*.

Tra le decisioni di merito, che hanno escluso la fondatezza dell'eccezione di incostituzionalità dell'art. 187-*sexies* del D.Lgs. n. 58 del 1998, giova ricordare la sentenza n. 3250 del 21 dicembre 2010 (*Bottero*), nella quale questa stessa Corte d'Appello ha escluso qualsivoglia profilo di incostituzionalità della norma in materia

di confisca ritenendo che la misura rappresenti “una sanzione a carattere accessorio, come tale svincolata dalla valutazione in concreto degli elementi di proporzionalità, quest’ultima già valutata dal legislatore nella fase di previsione della sanzione accessoria obbligatoria medesima, peraltro come avviene in tutte le ipotesi di pene accessorie previste dal codice penale quale conseguenza della condanna per taluni reati in ragione della loro natura, del bene tutelato, della loro gravità” (cfr. anche, App. Brescia, sent. 25 febbraio 2009, n. 265, Barozzi).

**2.3** Per quanto concerne la **natura obbligatoria della confisca per equivalente**, occorre sgombrare il campo dall’equivoco nel quale incorre la parte ricorrente allorché ritiene di ravvisare nella formulazione dell’art. 187-*sexies*, comma 2, del D.Lgs. n. 58 del 1998 un indice testuale della facoltatività del potere ablatorio (“Qualora non sia possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, la stessa **può** avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente”).

E’ indubbio che il termine “*può*” non denota la facoltatività della confisca “per equivalente”, ma esprime la possibilità di scelta dell’Amministrazione nella individuazione dei beni aggredibili qualora la confisca in natura non possa essere portata ad esecuzione (perché i beni stessi, ad esempio, sono stati alienati o dispersi). In sostanza, la norma esprime un concetto di “alternatività” delle tipologie di cespiti che possono formare oggetto della misura (che permane obbligatoria), nel senso che - difettando i beni materiali costituenti l’originario prodotto della condotta illecita - resta comunque doveroso eseguire il provvedimento, con la possibilità di apprendere, per equivalente, somme di denaro *ovvero* beni (di qualsiasi natura) *ovvero* altre utilità.

Come anche osservato, di recente, dalla Corte d’Appello di Torino, “L’uso del verbo ‘*può*’ sta ad indicare esclusivamente la possibilità di una confisca per equivalente e non già una discrezionalità nel procedere a siffatta misura. E’ evidente infatti che l’obbligatorietà imposta dal primo comma rimarrebbe ineludibile ove si accedesse ad un’interpretazione differente” (sent. 17 marzo 2013, n. 982, Scanferlin).

Una volta chiarito che l’art. 187-*sexies* qualifica la confisca per equivalente come obbligatoria, al pari di quella “in natura”, non sembra potersi dubitare della conformità della stessa norma ai canoni costituzionali.

**2.4** Si osserva, da ultimo, e con riflessi sulla irrilevanza ai fini della decisione della questione di legittimità costituzionale posta, che negli illeciti di *insider trading*

consumati con l'acquisto di titoli, **il valore del prodotto è sempre uguale al valore del profitto sommato al valore dei beni strumentali**, giacché:

*i)* il "prodotto", si identifica negli strumenti finanziari acquisiti mediante la condotta antiggiuridica;

*ii)* il "profitto" è costituito dal plusvalore economico ottenuto dai titoli acquisiti (ed è incorporato negli stessi strumenti finanziari sino alla loro eventuale alienazione);

*iii)* i "beni utilizzati" per commettere l'illecito sono rappresentati dalla somma di danaro impiegata per l'acquisto degli strumenti finanziari; anch'essi risultano, dunque, "incorporati" negli stessi strumenti finanziari (cioè nel prodotto dell'illecito) sino alla loro eventuale alienazione.

La stessa Corte Costituzionale, nella sentenza n. 252/2012, ha ritenuto che "*gli strumenti finanziari acquisiti sfruttando l'informazione privilegiata*", più che costituire i beni utilizzati per commettere l'illecito, rappresentano propriamente il "*prodotto di esso*".

Ne consegue che anche laddove venisse espunto dal testo dell'art. 187-*sexies* il riferimento ai "*beni utilizzati*" per commettere l'illecito - come preteso dal ricorrente per il tramite dell'invocato sindacato di legittimità costituzionale - non si perverrebbe ad alcun risultato utile. Il valore della misura resterebbe, infatti, identico anche qualora la confisca venisse limitata al "*prodotto*",

Sul punto, già la Corte d'Appello di Torino, nella citata sentenza n. 982/2013, si è espressa affermando che "*il prodotto dell'illecito è costituito dal complesso dei valori mobiliari di cui trattasi, vale a dire il profitto conseguito con l'operazione e nel contempo le risorse economiche impiegate per espletare l'operazione stessa. E che il prodotto costituisca una nozione più ampia lo si desume dalla stessa dizione della disposizione implicante l'obbligatorietà della confisca del prodotto o del profitto e dei beni utilizzati per la commissione dell'illecito, intendendosi per prodotto dell'illecito la sommatoria del profitto e dei beni utilizzati per la commissione dell'illecito stesso. (...) Da tali presupposti deriva, ad avviso del Collegio, conformemente a quanto sostenuto dalla difesa della Consob nel corso della discussione orale, l'irrelevanza della questione sollevata ai fini della decisione, il che comporta l'esigenza di disattendere la richiesta di nuova remissione alla Consulta*".

**2.5** Per quanto attiene, infine, alla violazione dei **principi comunitari**, segnatamente

sotto il profilo della non proporzionalità delle sanzioni inflitte, la Corte è consapevole che esiste una proposta di Regolamento europeo volto ad armonizzare il regime sanzionatorio in tema *market abuse* all'interno dei Paesi membri, onde evitare le registrate difformità di trattamento in relazione alle medesime fattispecie. I principi contenuti in tale proposta di Regolamento, richiamano, tuttavia, ancora i principi contenuti della Direttiva recepita dal nostro ordinamento, quanto alla misura delle sanzioni, che devono essere "*effective, proportionate and dissuasive*".

All'art. 26 di tale proposta di Regolamento, viene esplicitamente indicato che le competenti Autorità, in conformità con la legge nazionale, hanno il potere di imporre sanzioni nel rispetto di una serie di parametri, fra cui, alla lettera k), "*administrative pecuniary sanctions of up to twice the amount of the profits gained or losses avoided because of the breach where those can be determined*".

Tuttavia, a prescindere dalla non cogenza di siffatto Regolamento, ancora in fase di completamento, quello che risulta nella specie non rispondente al principio di proporzionalità non è la sanzione principale inflitta da Consob, quanto la misura accessoria costituita dalla confisca, sulla quale non sembrano rinvenirsi tracce nel Regolamento sopra evocato e per la quale, attualmente, valgono le considerazioni espresse dalla Corte Costituzionale in tema di obbligatorietà e non graduabilità.

**3. Dedotta violazione dell'art. 187-bis, commi 4 e 6 del D.Lgs. n. 58 del 1998. L'affermata autonomia della decisione di investimento in azioni S *assunta dal sig. C* .**

Il C *sostiene* che gli acquisti di azioni S *dal medesimo effettuati* nel luglio 2007 e nel febbraio 2008 sono il risultato di una decisione del tutto autonoma, senza alcuna relazione con il possesso delle informazioni privilegiate relative, rispettivamente, alla promozione dell'OPA "obbligatoria" e dell'OPA "volontaria" su quelle azioni.

**3.1** Con riguardo alla notizia relativa alla promozione dell'**OPA obbligatoria** ai sensi dell'art. 106, comma 1, del D.Lgs. n. 58 del 1998, la natura autonoma della decisione di investimento in azioni Sirti discenderebbe, secondo il ricorrente, dalle seguenti circostanze:

- la "prevedibilità" dell'evento per qualunque soggetto che, come il C *, avesse avuto* "*la possibilità di conoscere le strategie interne della società e dei suoi*

azionisti (...) caratterizzata (...) da numerose operazioni straordinarie del tutto analoghe”, di una imminente “uscita” dalla compagine di controllo della società “dei soci finanziari all’epoca esistenti”. In particolare, le linee programmatiche del patto parasociale tra i soci di controllo su S... prevedevano che “a decorrere dalla fine del 48° mese successivo alla data di efficacia delle presenti pattuizioni” (quindi a decorrere dal 16 dicembre 2008) - la società G... T... S... (società veicolo di diritto Lussemburghese partecipata da “soci finanziari” del gruppo), “avrà facoltà di richiedere che sia dato corso a un formale processo di vendita delle partecipazioni”;

- l’esistenza di “notizie e rumors circolanti sul mercato nel periodo precedente” il lancio dell’OPA obbligatoria, nonché l’esistenza di studi di analisti finanziari che consigliavano l’investimento in azioni S... .

Conclude sul punto il ricorrente: “non sembra che (...) le informazioni disponibili sul mercato non fossero tali da determinare un investitore accorto - e, si ripete, ottimo conoscitore dei piani di business e delle dinamiche evolutive dei rapporti all’interno della società - a ordinare l’acquisto di titoli S... ”.

**3.2** L’argomento non è probante o, più correttamente, risultano convincenti le diverse considerazioni svolte da Consob a sostegno della sussistenza dell’ipotesi di illecito contestata.

Ed invero, gli acquisti di azioni S... disposti dal sig. C..., che Consob imputa all’utilizzo dell’informazione privilegiata relativa all’OPA obbligatoria, si collocano tra il 10 ed il 25 luglio 2007, ovvero in un momento **immediatamente anteriore** alla diffusione al pubblico dell’informazione relativa all’offerta (27 luglio 2007) e **posteriore** al momento in cui detta informazione ha assunto i caratteri della “informazione privilegiata”.

Il C... decise, proprio nei giorni immediatamente precedenti la diffusione al pubblico della notizia relativa all’offerta, di procedere all’acquisizione (per conto della società A... H..., a lui riconducibile, e della signora X..., sua coniuge) di oltre un milione di azioni S... per un controvalore superiore ai 2,5 milioni di euro: operazione, questa, oggettivamente connotata da palesi tratti di anomalia rispetto alla “operatività” dei soggetti coinvolti.

Inoltre, la complessa operazione di riorganizzazione dell’assetto proprietario non era ricavabile dalle “linee programmatiche” contenute nel patto parasociale stipulato tra i

soci finanziari di S .

Ed invero,

- i) il patto si esprime in termini meramente ipotetici ed eventuali;
- ii) la clausola si appalesa del tutto indeterminata con riguardo al momento in cui la “uscita” di detti soci si sarebbe realizzata, posto che - si legge nel documento - la società GTS (veicolo lussemburghese facente capo ad una parte dei soci finanziari del gruppo) aveva facoltà di richiedere che fosse “*dato corso a un formale processo di vendita delle partecipazioni*” a partire dal 16 dicembre 2008; ciò in un generale contesto di disinvestimento “*da realizzarsi indicativamente entro 5 anni dalla data odierna*”, ovvero entro il 14 settembre 2009;
- iii) nel documento non si parla della promozione di una offerta pubblica e, in linea di principio, la ipotizzata dismissione delle partecipazioni dei “soci finanziari” di S avrebbe potuto essere realizzata anche in forme non necessariamente implicanti l’obbligo di un’OPA, mentre l’informazione (privilegiata) che qui rileva è costituita proprio dalla promozione dell’OPA obbligatoria sulle azioni S ( è noto ed incontrovertibile che solo un’informazione di tale contenuto - e non una qualsiasi notizia relativa ad un possibile riassetto nella compagine azionaria della società target - è “*idonea a influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*”, in quanto il “premio” che, di norma, il cessionario corrisponde al cedente in occasione del trasferimento di una partecipazione di controllo in una società quotata viene riconosciuto anche a tutti gli altri azionisti in virtù dell’obbligo di promuovere l’offerta pubblica “*a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall’offerente*” (art. 106, comma 1, del D.Lgs. n. 58 del 1998).

Gli acquisti “incriminati”, si spiegano, quindi, in ragione della posizione di vantaggio informativo del sig. C rispetto alla generalità dei partecipanti al mercato, essendo egli venuto a conoscenza della informazione - ignota alla collettività - relativa alla promozione dell’OPA obbligatoria. Ed anzi, come condivisibilmente rilevato da Consob, l’afferzata conoscenza del sig. C delle “*dinamiche della società*” e la sua dichiarata “*possibilità di conoscere le strategie interne della società e dei suoi azionisti*” - lungi dal conferire prevedibilità al lancio dell’OPA per le considerazioni sopra esposte - conducono proprio ad avvalorare la sua posizione di detentore di un privilegio informativo relativamente alla promozione dell’offerta.

Quanto alla dedotta esistenza di *rumors* giornalistici e di studi degli analisti

finanziari, Consob ha provato *per tabulas*:

i) che la affermata “serie” di articoli concernenti il “probabile” cambio della compagine azionaria di S è consistita in un unico articolo pubblicato da *Il Sole 24 Ore* il 26 giugno 2007, nel quale non si menzionava affatto la circostanza che E avrebbe acquisito il controllo su S, né la promozione di alcuna OPA; anzi, in quell’articolo si prevedeva, come “scenario più probabile” l’ingresso nella compagine di un altro socio “con una quota di minoranza” (cioè con una partecipazione per definizione non implicante l’obbligo dell’offerta pubblica)

ii) che gli studi pubblicati sul titolo S prima del 27 luglio 2007 si limitavano a richiamare la pubblicazione il 16 giugno 2007 del citato articolo da parte de *Il Sole 24 Ore* senza incidere sul quadro informativo esistente e ad osservare che - nell’ambito delle raccomandazioni operative sul titolo - tutti gli intermediari avevano mantenuto invariati i propri consigli (ad eccezione di I S.p.A. che il 12 luglio aveva addirittura peggiorato il proprio giudizio, passando da una raccomandazione “buy” ad una raccomandazione “hold”).

Le informazioni pubblicamente disponibili fino al 27 luglio 2007 non erano, pertanto, “oggettivamente” tali da permettere di trarre conclusioni in merito all’imminente lancio di un’OPA sulle azioni S.

**3.3** Quanto alla notizia relativa alla promozione di un’OPA “volontaria” ex art. 108, comma 2, del D.Lgs. n. 58 del 1998 <sup>(1)</sup> sulle azioni S, il C sostiene che essa avrebbe acquisito i connotati della “informazione privilegiata” solo il 13 febbraio 2008, ovverosia successivamente agli ordini da lui impartiti (sempre per conto di A H e della sig.ra X) in data 12 febbraio 2008.

Assume, ancora, il C sul punto che “qualsiasi investitore minimamente accorto avrebbe potuto facilmente immaginare” l’imminente promozione di una nuova OPA,

---

<sup>1)</sup> A tenore dell’articolo, “chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l’obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni”. Posto che VIIT, all’esito dell’OPA obbligatoria, era venuta a detenere una partecipazione pari al 93,933% del capitale di S, in capo alla stessa VIIT era sorto l’obbligo di ripristinare un flottante adeguato (mercé l’alienazione sul mercato di una quota parte della propria partecipazione in S) o, in alternativa, di promuovere un’offerta pubblica di acquisto sulle azioni non conferite all’OPA. La società VIIT si è avvalsa di questa seconda possibilità, offrendo - come prescritto dall’art. 108, comma 5, del D.Lgs. n. 58 del 1998 - il medesimo corrispettivo riconosciuto agli aderenti all’OPA obbligatoria (€ 2,65).

il che escluderebbe l'esistenza del privilegio informativo.

#### 3.4 L'assunto non può essere condiviso.

Dai verbali delle audizioni dei signori G M C (presidente di S ) e R S (socio dello Studio S , consulente del gruppo), si evince, al contrario, che la decisione di promuovere l'OPA "volontaria" (resa pubblica il 14 febbraio 2008) maturò all'indomani della "chiusura" dell'offerta obbligatoria e sulla scorta dei risultati della stessa (resi noti l'8 febbraio 2008), principalmente in quanto le condizioni di mercato avrebbero reso troppo oneroso ricostituire il flottante.

Neppure appare ragionevolmente ipotizzabile che il C potesse prevedere, al di fuori del possesso di informazioni privilegiate contestategli da Consob, la promozione di una OPA facoltativa, posto che le informazioni pubblicamente disponibili in merito alle iniziative che V avrebbe potuto intraprendere, all'esito dell'offerta pubblica, evocavano espressamente la volontà di ripristinare il flottante, cioè di realizzare l'operazione che, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del D.Lgs. n. 58 del 1998, esclude l'OPA volontaria poi effettivamente realizzata.

Ed invero,

- i) il supplemento al documento di offerta obbligatoria pubblicato il 1° febbraio 2008 informava della volontà dell'offerente non già di promuovere un'offerta pubblica *ex art. 108 del D.Lgs. n. 58 del 1998*, ma di avvalersi del (ben diverso) diritto di acquisto previsto dall'art. 111 del medesimo decreto legislativo in caso di adesioni **superiori** al 95% all'OPA obbligatoria (circostanza, non verificatasi); ovvero, nell'ipotesi in cui l'offerente avesse acquisito una partecipazione **compresa tra il 90 e il 95%** del capitale ordinario dell'emittente (come accaduto), il ripristino entro 90 giorni il flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni;
- ii) il comunicato stampa dell'8 febbraio 2008 conteneva esclusivamente i risultati delle adesioni all'OPA obbligatoria;
- iii) il comunicato del 12 febbraio dichiarava che *"come descritto ai paragrafi a.3.1 e g.4.1 del Documento d'Offerta, si darà luogo al ripristino del flottante (...)"*.

Pertanto, il sig. C non poteva essere in grado di prevedere l'OPA "volontaria"

sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, laddove, al contrario, solo grazie al possesso dell'informazione privilegiata consistente nella volontà dei promotori di giungere al *delisting* di S ha potuto confidare su tale prospettiva.

**4. Sulla dedotta violazione dell'art. 187-bis e dell'art. 187-quinquiesdecies del D.Lgs. n. 58 del 1998, dell'art. 24 Cost., degli artt. 3,6 e 7 L. 241/90 e dei principi di imparzialità e buon andamento; carenza di potere, illogicità contraddittorietà e carenza di motivazione**

4.1 La difesa del sig. C contesta la ricostruzione attraverso la quale Consob pretende di dimostrare la sussistenza dell'illecito di *insider trading* e denuncia, in particolare, la illegittimità/non correttezza del ricorso al "ragionamento presuntivo".

Sul punto, questa stessa Corte ha già avuto occasione di esprimersi affermando che quando "la pubblica amministrazione agisce nell'esercizio dei suoi poteri di controllo e vigilanza e non fa valere come fatto costitutivo e fonte della sua pretesa un negozio o un contratto, valgono le regole generali sulla forma libera della prova e deve ritenersi che siano ammissibili anche le prove presuntive, purché i fatti sui quali esse si fondano siano tali da far apparire l'esistenza del fatto ignoto come una conseguenza del fatto noto, alla stregua di canoni di ragionevole probabilità" (App. Milano, 16 giugno 2004, *Gesmundo +1*; cfr., anche, la recente decisione App. Roma, 26 settembre 2011, *Colaneri e Gianni*).

Tale principio risulta esplicitato anche nella giurisprudenza di matrice penalistica.

Il legittimo ricorso, nella fattispecie che ci occupa, alla prova presuntiva, risulta, peraltro, tanto più necessario e altrimenti non ovviabile, quanto più si tenga conto che l'illecito commesso dal c.d. *insider* secondario (ossia da colui che, estraneo al processo di generazione dell'informazione, ne entra in possesso in ragione dei rapporti intrattenuti con persone che, invece, a tale processo hanno partecipato) è per sua natura pressoché insuscettibile di prova diretta.

Come osservato dalla Corte d'Appello di Brescia ( cfr. sent. sul caso *Lonati*), "Il possesso dell'informazione, attesa la natura 'immateriale' di quest'ultima, esprime una relazione anch'essa priva di materiale tangibilità con la conseguenza che, pur non potendo escludersi che di essa possa darsi una prova diretta (reperimento, presso l'agente, di documenti inglobanti l'informazione, testimonianze su ammissioni di quegli a terzi), deve ammettersi ampio ricorso alla prova di natura

presuntiva”.

**4.2** Va in ogni caso evidenziato che la Consob non ha fatto ricorso alla "doppia presunzione", ma ha legittimamente inferito da fatti "noti" l'ipotesi di illecito contestata al C : avvenuto utilizzo di informazione privilegiata.

Le circostanze oggettive, dalle quali Consob ha preso le mosse per individuare la fattispecie contestata, appaiono incontrovertibili nella loro esistenza "naturalistica" e sono:

a) La **tempistica** con cui sono state poste in essere le operazioni da parte del sig. C : gli ordini di acquisto di azioni S sono stati conferiti , rispettivamente, tra il 9 e il 25 luglio 2007 e il 12 e il 13 febbraio 2008 ( poco prima della diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate concernenti le due offerte pubbliche promosse da V ) e tutte le azioni acquistate sono state alienate dopo la diffusione al pubblico delle notizie relative alla promozione delle offerte pubbliche.

b) La **rilevante entità** dell'investimento, desumibile dal numero complessivo delle azioni acquistate (1.081.483) e dal controvalore dell'investimento (pari ad € 2.865.771,00); una operatività, invero, non solo rilevante in senso assoluto, ma anche rispetto alla quantità degli scambi sul titolo effettuati sul mercato nel periodo immediatamente precedente l'avvio dell'operatività contestata.

c) La **incongruenza** degli acquisti rispetto alle precedenti modalità di investimento delle risorse di A H e rispetto alla composizione del portafoglio del sig. C e della sig.ra x (fino al 39,26% del portafoglio per A H , fino al 28,43% per i signori C e x ). L'operatività censurata ha comportato una così evidente alterazione del profilo di rischio del C e di sua moglie che il 20 luglio 2007, nel ricevere gli ordini di acquisto di azioni S a valere sui conti intestati alla Sig.ra x e allo stesso Sig. C , l'operatore si sentì in dovere di fare presente *“che le operazioni sono inadeguate rispetto all'attuale profilo di rischio in quanto superano il massimo consentito. Quanto prima mi conferma che varieremo all'insù il suo profilo di rischio?”*.

Consob segnala, altresì, che *“l'improvvisa assunzione, da parte di soggetti scarsamente propensi all'investimento in titoli azionari, di una posizione estremamente significativa (...) in azioni S appare in sé (quantomeno) singolare, tenuto conto, in particolare, che un tale improvviso "sbilanciamento" è avvenuto per effetto di investimenti in un unico titolo a ridotta capitalizzazione, per sua natura*

*estremamente volatile e, quindi, connotato da un significativo grado di rischiosità".*

d) Le **modalità** con cui è stato effettuato l'investimento ( il C ha contattato direttamente l'intermediario di propria iniziativa e, come emerge dalle conversazioni acquisite, nel conferire gli ordini agli operatori di B per conto di A H ha raccomandato di acquistare un numero di azioni S particolarmente elevato (*"quante riesce ... quello che riuscite"*) e con modalità tali da non attirare l'attenzione sulle proprie operazioni (*"non fare movimenti"* né *"turbamenti"*);

e) **L'esistenza di relazioni (personali e d'affari) con diversi soggetti a conoscenza delle informazioni privilegiate** di cui qui si tratta ( quali G M: C , presidente del Consiglio di amministrazione di S , A L , amministratore delegato della medesima società, e altri componenti degli organi societari di S a conoscenza dell'informazione privilegiata relativa alla promozione dell'OPA obbligatoria). Non senza evidenziare che il C , nel periodo compreso tra il febbraio 2005 ed il maggio 2008, è stato componente del Consiglio di amministrazione di R S.p.a., società quotata partecipata da S .

Da questi fatti obiettivi, appare dunque lecito potersi inferire, in via presuntiva, non solo la generica conoscenza, da parte del medesimo sig. C , delle *"dinamiche"* del gruppo, ma, assai verosimilmente, anche la conoscenza di informazioni privilegiate circa le offerte pubbliche oggetto del presente contenzioso.

**4.3** Per quanto concerne, infine, la contestata omissione della indicazione dei *"canali attraverso i quali le Informazioni Privilegiate sarebbero pervenute al Sig. C per il tramite delle proprie conoscenze"*, deve osservarsi che non costituisce presupposto costitutivo dell'illecito, *ex art. 187-bis, comma 4*, la prova del passaggio dell'informazione da chi la detiene *"in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio"* (c.d. *insider "primario"*, art. 187-bis, comma 1, TUF) a chi, *"conoscendo o potendo conoscere (...)* il carattere privilegiato delle stesse", ne abusi (c.d. *insider "secondario"*, art. 187-bis, comma 4 TUF).

La norma, sul punto, è inequivoca nel sanzionare chi abusa dell'informazione privilegiata essendone *"in possesso"*, del tutto indifferenti palesandosi le modalità attraverso le quali l'informazione è entrata nel patrimonio conoscitivo dell'*accipiens*:

come correttamente rilevato, *ex multis*, dalla Corte d'Appello di Catanzaro, presupposti dell'infrazione *ex art. 187-bis*, comma 4 sono *"il carattere obiettivo dell'informazione come privilegiata: il possesso di tale informazione in capo a chiunque; la consapevolezza del carattere privilegiato della stessa raggiungibile con l'ordinaria diligenza, il compimento degli atti di speculazione vietati"* (decr. 10.2-6.3.2009, *Ciccopiedi*; cfr., anche, App. Brescia sent. 25 febbraio 2009, n. 265, *Barozzi*).

**4.4** Da ultimo va osservato che l'opposizione alla ordinanza-ingiunzione non configura una impugnazione dell'atto amministrativo, ma introduce un ordinario giudizio di cognizione sul fondamento della pretesa sanzionatoria (*ex multis*, Cass. n. 1435/89; Cass. n. 5721/89; Cass. n. 7779/97; Cass. n. 4588/01).

Il giudizio che si apre a seguito dell'opposizione, pur se formalmente strutturato come impugnazione di un atto, è sostanzialmente un giudizio che ha ad oggetto il rapporto giuridico di obbligazione (Cass. Sez. Un. n. 3271/90).

L'amministrazione che *"procede alla irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie non esercita un potere amministrativo in senso proprio e con effetti costitutivi, ma adempie semplicemente al dovere istituzionale di provvedere alla riscossione di un credito già sorto per effetto della violazione"* (così, Cass. Sez. Un. n. 890/94).

Più di recente, sempre le Sezioni Unite della Corte hanno ribadito, con specifico riguardo ad una sanzione comminata ai sensi del TUF per manipolazione del mercato, che nell'ambito dei giudizi di opposizione a sanzione amministrativa, *"non trattandosi di un uso del potere discrezionale non sono deducibili i vizi ordinari, in particolare l'eccesso di potere, ma si chiede al giudice di valutare soltanto se la norma precettiva è stata rispettata, ossia il vizio sarà solo quello di violazione di legge"* (Cass. Sez. Un. n. 20933/09)

Dunque, nessuna rilevanza possono assumere in questa sede i vizi tipici del procedimento amministrativo concernenti il corretto esercizio del potere.

#### **5. Sull'art. 187-*quinquiesdecies* del D.Lgs. n. 58 del 1998 <sup>2</sup>**

---

<sup>2</sup> *"Fuori dai casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile, chiunque non ottempera nei termini alle richieste della Banca d'Italia e della Consob ovvero ritarda l'esercizio delle sue funzioni è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila ad euro duecentomila"*

5.1 La responsabilità del sig. C a tale titolo è stata fatta discendere, non già dal mero silenzio/omessa collaborazione, ma dalla **falsità** di talune dichiarazioni dal medesimo rese nel corso della sua audizione presso la Consob. Segnatamente, a fronte di specifiche domande, egli ha negato - contrariamente al vero - di conoscere A H , e ciò al fine di celare il fatto di aver disposto le operazioni sul titolo S per conto di questa società e di esserne il beneficiario economico. Tali dichiarazioni hanno reso necessario, da parte della Consob, lo svolgimento di ulteriori indagini volte ad individuare il soggetto a cui fossero riconducibili le operazioni su titoli S poste in essere per conto di A H , provocando un oggettivo ritardo nell'esercizio delle funzioni di vigilanza dell'Istituto.

5.2 Il ricorrente invoca la scriminante contenuta nell'art. 198, comma 2, c.p.p. (*"Il testimone non può essere obbligato a deporre su fatti dai quali potrebbe emergere una sua responsabilità penale"*). Ma il richiamo si appalesa infondato, laddove si consideri che l'art. 187-*octies*, comma 7, del d.lgs. n. 58/1998 fa salva l'applicazione delle sole disposizioni degli artt. da 199 a 203 c.p.p., in quanto compatibili, ma non anche l'art. 198.

5.3 Neppure può configurarsi la violazione dell'art. 24 Cost., posto che, come chiarito dalle SS.UU. della Cassazione (sent. n. 20936 del 30 settembre 2009), tale norma riguarda solo il "giudizio", *"ossia il procedimento giurisdizionale che si svolge avanti al giudice e non il procedimento amministrativo"*. In detta sentenza, la S.C. ha altresì precisato, sempre con specifico riguardo alla norma di cui all'art. 24 Cost., che *"anche a prescindere dall'evidente rilievo che essa è posta a tutela della persona all'interno dei procedimenti di natura giurisdizionale, basta rilevare che, in ogni caso, all'incolpato nel procedimento di applicazione delle sanzioni amministrative il diritto di difesa è ampiamente assicurato dalla stessa possibilità di proporre ricorso (...) avverso il provvedimento conclusivo del procedimento stesso"*. Giova poi rammentare che l'illecito previsto dall'art. 187 bis comma 4 TUF è sanzionato esclusivamente in via amministrativa. Il che esclude il paventato obbligo di trasmissione degli atti da parte di Consob al Pubblico Ministero previsto dall'art. 187 *decies* comma 2 TUF - nel caso in cui durante l'attività di accertamento emergano elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato - e,

conseguentemente, una possibile compromissione delle garanzie previste a favore dell'imputato in sede penale.

5.4 Alla stregua dei suesposti principi deve, dunque, escludersi che il soggetto convocato per l'audizione ai sensi dell'art. 187-*octies*, comma 3, lett. c), del d.lgs. n. 58/1998, sia titolare di un diritto a rendere false dichiarazioni. Non è consentito ritenere non sanzionabile una tale condotta.

Attesa la specialità della normativa in esame e gli interessi di ordine pubblico economico ad essa sottesi, il diritto di difesa può declinarsi solo nel senso di consentire, come peraltro previsto, una opposizione volta a contestare la sussistenza in fatto ed in diritto dei presupposti fondanti gli addebiti di responsabilità contestati dall'autorità di vigilanza.

La sanzione di specie, comminata nella misura di € 50.000,00, appare, infine, congrua con riferimento ai parametri normativamente previsti ( da euro diecimila ad euro duecentomila).

#### 6. Conclusioni

L'opposizione va conclusivamente respinta.

Le spese processuali, secondo soccombenza, sono poste a carico dell'opponente nella misura di cui al dispositivo, tenuto conto del valore del contenzioso, dell'impegno difensivo profuso, e dei parametri di cui al D.M. 140/2012.

#### P.Q.M.

La Corte respinge la opposizione avverso la Delibera Consob n. 18024/2011; condanna l'opponente al pagamento delle spese processuali liquidate in favore di Consob in complessivi € 9.000,00, oltre spese generali ed accessori di legge se ed in quanto dovuti.

Così deciso in Milano, in camera di consiglio, il 13.11.2013.

Il Consigliere estensore



Maria Cristina Senigaglia

Il Presidente



CORTE D'APPELLO DI MILANO  
DEPARTAMENTO DI LEGALITÀ  
Sezione CIVILE  
Oggi 10 DIC 2013  
Maria Cristina Senigaglia