

Civile Sent. Sez. 1 Num. 8801 Anno 2016

Presidente: FORTE FABRIZIO

Relatore: DI VIRGILIO ROSA MARIA

Data pubblicazione: 04/05/2016

SENTENZA

sul ricorso 19164-2010 proposto da:

COFIN SIM S.P.A. (p.i. 00877190199), in persona del legale rappresentante pro tempore, elettivamente domiciliata in ROMA, VIA LUTEZIA 8, presso l'avvocato FRANCESCO ROSI, che la rappresenta e difende, giusta procura in calce al ricorso;

- *ricorrente* -

2016

contro

586

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA - CONSOB (C.F. 80204250585), in persona del legale rappresentante pro tempore, elettivamente domiciliata



in ROMA, VIA G.B. MARTINI 3, presso l'avvocato FABIO BIAGIANTI, che la rappresenta e difende unitamente agli avvocati MARIA LETIZIA ERMETES, EMANUELA GARZIA, ANTONELLA VALENTE, giusta procura a margine del controricorso;

- **controricorrente** -

avverso il decreto della CORTE D'APPELLO di BRESCIA, depositato il 12/05/2010, n. 133/09 R.G.;

udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 16/03/2016 dal Consigliere Dott. ROSA MARIA DI VIRGILIO;

udito, per la ricorrente, l'Avvocato F. ROSI che ha chiesto l'accoglimento del ricorso;

udito, per la controricorrente, l'Avvocato R. VAMPA, con delega, che ha chiesto il rigetto del ricorso;

udito il P.M., in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. ALBERTO CARDINO che ha concluso per il rigetto del ricorso.



Svolgimento del processo

Cofin Sim s.p.a. proponeva opposizione avanti alla Corte d'appello di Brescia alla delibera n.16795 della Consob del 17/2/2009, di applicazione a Roberto Gabbiani della sanzione amministrativa pecuniaria e d'ingiunzione alla società del pagamento della medesima somma, quale responsabile in solido, ex art.195,9° comma, d.lgs.58/98.

La Corte d'appello, con decreto depositato il 12/5/2010, ha respinto l'opposizione della Cofin, condannando questa alle spese.

Nei fatti, il 15/7/2007, il Cda di DeA Capital s.p.a. aveva deliberato l'aumento a pagamento del capitale, per l'importo massimo di euro 260.869.565,00, mediante emissione di n.204.379.400 azioni ordinarie da offrire in opzione agli azionisti nel rapporto di due ad uno, fissando l'inizio del periodo di offerta al 25/6/07, l'ultimo giorno di negoziazione al 6/7/07, il termine dell'offerta e termine ultimo di pagamento al 13/7/07.

Cofin, il 4,5,6 e 9 luglio 2007, per conto del cliente Fabrizio Bronzi, procedeva alla vendita allo scoperto delle azioni DeA Capital per un totale di circa 690 milioni e mezzo di pezzi, e negli stessi giorni, acquistava, per conto dello stesso cliente, 375.000 circa diritti di opzione rivenienti dal possesso di titoli azionari, che avrebbero permesso la sottoscrizione in totale di 745.000 azioni di nuova emissione al prezzo di euro 2,90 ciascuna.

h



Le operazioni di vendita in conto terzi non erano regolate nel sistema di liquidazione Express II gestito dalla Monte Titoli s.p.a. alle date previste dalla normativa, cioè tra il 9 e 12 luglio, ma solo nel "ciclo lordo diurno" del 16/7/07, dopo che nei conti della gestione accentrata erano state registrate le azioni DeA Capital sottoscritte mediante l'esercizio dei diritti di opzione.

Venivano elevate dalla Divisione Mercati della Consob contestazioni al Gabbiani quale responsabile per il 2007 del rispetto delle regole di comportamento ed alla Cofin, soggetto responsabile in solido ex art.195,9° comma, d.lgs. 58/98; in particolare, veniva contestato all'intermediario di avere posto in essere per conto dei clienti una vendita allo scoperto di azioni DeA Capital ed il contestuale acquisto di diritti di opzione al fine della sottoscrizione dell'aumento di capitale a prezzo più favorevole di quello di mercato, con l'intento di coprire le vendite allo scoperto con i titoli provenienti dalla sottoscrizione, che sarebbero stati disponibili, secondo il calendario dell'offerta, solo il 16/7, e quindi in data successiva a quella in cui sarebbe dovuta avvenire la copertura delle operazioni secondo il Regolamento di Borsa Italiana ("terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione").

Dopo l'istruttoria, ritenuto l'illecito contestato, Consob emetteva il 17/2/09 la delibera 16795 con cui applicava al Gabbiani la sanzione pecuniaria di euro 80.000,00 e



ingiungeva a Cofin il pagamento relativo, quale responsabile in solido con l'autore della violazione e con obbligo di rivalsa verso lo stesso.

Nello specifico, e per quanto ancora interessa, la Corte del merito ha rilevato che: secondo il Regolamento dei Mercati gestito da Borsa Italiana (nel testo all'epoca vigente), le vendite di azioni sono liquidate "il terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione presso il servizio di liquidazione di cui all'art.69 del Testo Unico della Finanza"; il servizio denominato Express II, si articola in due componenti, servizio di liquidazione su base netta e su base lorda, la componente di liquidazione netta prevede poi due turni, notturno e diurno; al termine della liquidazione netta nella medesima giornata L, le operazioni non regolate passano nella liquidazione su base lorda che si svolge in orario diurno, alla chiusura di detta liquidazione la Cassa di Compensazione e Garanzia riceve dal sistema di liquidazione notizia delle operazioni non regolate a fine giornata (*fail*); qualora al termine del terzo giorno successivo alla data di liquidazione originaria L non siano regolate le operazioni in *fail*, la Cassa attiva d'ufficio la procedura di esecuzione coattiva, *buy-in*; al mattino di L+4, la Cassa invia alla controparte in *fail* la *buy in notice*, nonché l'invito ad adempiere entro un certo termine entro cui le operazioni in *fail* sono riproposte nel sistema di liquidazione lorda, e solo se non

h



sono regolate neppure nel termine del terzo giorno successivo alla *buy in notice*, scatta in L+8 l'esecuzione coattiva; nel caso, le operazioni di vendita erano state regolate non alla data L, ma all'interno del periodo che precede la *buy in notice*, utilizzando i diritti di opzione acquistati contestualmente alla vendita delle azioni stesse.

Secondo la Consob, tale comportamento integrava la violazione degli artt.21 TUF e 26 del Reg.Consob mentre secondo la Cofin le operazioni in *fail* non rappresentavano alcuna patologia, esprimendo invece un modo di agire ordinario e privo di rischi per il sistema.

Secondo la Corte del merito, la mancata liquidazione dell'operazione nel terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione costituisce comportamento inadempiente al precetto ex art.4.4.1.IV comma, Regolamento dei Mercati, anche nell'introduzione del sistema Express II, che prevede un margine di tolleranza.

Né rilevante che sulle operazioni in *fail*, la Cassa di compensazione e Garanzia applichi una commissione, che non costituisce il corrispettivo del servizio, ma la penalizzazione del comportamento inadempiente dell'operatore, salvo che sia incolpevole per circostanze tecniche non imputabili all'intermediario.

Il comportamento in oggetto era altresì da ritenersi potenzialmente dannoso per l'efficienza e sicurezza del



sistema, e nel caso era evidente che la società lo aveva utilizzato per scopi speculativi.

La Corte d'appello ha respinto il quarto motivo, ritenendo irrilevante che la società avesse agito su istruzione del cliente, agendo l'intermediario quale strumento necessario del privato sul mercato finanziario, né ha ritenuto necessaria la prova del dolo o della colpa, stante la presunzione di colpa, di cui all'art.3 l.689/81, né invocabile l'ignoranza della non conformità dell'operazione ai precetti.

Ricorre avverso detta pronuncia la Cofin SIM s.p.a., con ricorso affidato a due motivi.

La Consob si difende con controricorso, illustrato con memoria.

Motivi della decisione

1.1.- Col primo motivo, la ricorrente si duole della violazione e falsa applicazione degli art.21 TUF e 26 del Regolamento Intermediari e delle disposizioni di cui all'art.4.1.1 del Regolamento di Borsa Italiana ed all'art.B.6 del Regolamento della Cassa Compensazione e Garanzia, anche in relazione all'art.12,1° comma, delle preleggi, nonché della violazione dei principi di tassatività, legalità e sufficiente determinatezza della fattispecie, ai sensi dell'art.1, l.689/1981.

La ricorrente denuncia la non corretta interpretazione dei Regolamenti in oggetto; deduce che il Regolamento della

7



Cassa Compensazione e Garanzia all'art.B.6.1.1 individua una nozione tecnica di inadempimento, propria del settore, per il mancato pagamento delle perdite e dei costi derivanti dall'esecuzione della procedura di *buy-in* o *sell-out*, ma non per la mancata liquidazione delle operazioni nel termine di L; e sempre il Regolamento cit. all'art.B.6.1.2 individua una precisa nozione di inadempimento giustificato, che non coincide con quella del cd. *fail* tecnico, per cui è evidente l'uso erroneo da parte della Corte d'appello dei termini in oggetto.

Secondo la parte, è "evanescente" la base giuridica per l'irrogazione della sanzione, e non è il Regolamento di Borsa Italiana che opera la distinzione tra il *fail* tecnico lecito ed il *fail* speculativo, illecito.

La ricorrente sostiene la propria tesi richiamando anche la comunicazione della stessa Consob del 20/1/06 e censura l'interpretazione data dal Giudice del merito alla "commissione" quale penale.

1.2.- Col secondo motivo, si duole della violazione e falsa applicazione degli artt.1 e 3 della l.689/81 e della manifesta insufficienza di motivazione, sostenendo l'impossibilità di riferire ad essa società la condotta che alla stessa non è ascrivibile; deduce che o si ipotizza una complessa strategia elusiva della normativa di settore, di cui non v'è alcuna traccia, o si ricostruisce l'illecito come omissivo, addebitando alla società di non avere

h



"bloccato" l'operatività del cliente; delle tre attività in cui si è realizzata l'operazione, sfuggiva alla società la terza, ovvero l'esercizio dell'opzione da parte del cliente e l'uso degli strumenti finanziari a copertura della prima operazione, né la Corte del merito ha chiarito quale criterio ha adottato per ascrivere al Gabbiani la responsabilità.

2.1.- Il primo motivo è infondato.

Rapidamente superato il profilo di inammissibilità fatto valere dalla Consob, atteso che nel motivo sono enucleabili i due profili di censura sostanzialmente addebitati dalla ricorrente alla decisione impugnata, nel merito deve concludersi per l'infondatezza del mezzo.

Nel suo nucleo essenziale, la ricorrente nel motivo addebita alla Corte bresciana l'erronea interpretazione, a livello letterale, dell'assetto normativo all'epoca vigente, e, nello specifico, l'aver ritenuto quale comportamento inadempiente la mancata liquidazione delle operazioni nel termine di L, mentre nel settore l'inadempimento è collegato "unicamente al caso di mancato pagamento delle perdite e dei costi derivanti dall'esecuzione della Procedura di Buy-In o della Procedura di Sell-Out", né è corretto il riferimento al c.d. *fail* tecnico, ammissibile, in contrapposizione al *fail* speculativo, non ammissibile, atteso che l'art. B.6.1.2 del Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia

h



individua una precisa nozione di "inadempimento giustificato" collegato non al *fail* da cause non speculative, ma al mancato pagamento delle somme maturate in seguito alle operazioni di *buy in* e *sell out* derivante da motivi tecnici.

Inoltre, secondo la Cofin, è stata sanzionata la violazione di un precetto desunto in via interpretativa dalla relazione illustrativa delle modifiche apportate con la delibera 14339 del 5/12/2009 al regolamento Consob 11768/1998, così integrandosi il precetto di cui all'art.21 del d.lgs.58/98 in forza di disposizione emanata dalla stessa autorità investita della potestà sanzionatoria, in violazione dei principi di cui all'art.1, l.689/81.

Gli addebiti mossi alla Corte del merito sono del tutto infondati.

La Corte bresciana ha correttamente individuato nell'art.4.4.1, IV comma lett.a) del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., che prescrive la liquidazione delle operazioni nel terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione, la regola generale da osservarsi da parte degli intermediari, ai quali quindi non spetta la scelta discrezionale se adempiere tempestivamente o sfruttare il termine dei tre giorni successivo a quello di liquidazione.

E se il decorso del termine indicato determina di per sé inadempimento, diversa è l'insolvenza di mercato, causata



dal perdurare dell'inadempimento da parte dell'intermediario, nella fase che segue la mancata liquidazione nel termine di L+3.

La Corte d'appello ha altresì ampiamente chiarito come, sul piano della *ratio*, il mancato rispetto del termine di adempimento si palesi come potenzialmente pericoloso nella prospettiva della tutela dell'interesse generale alla sicurezza ed efficienza del mercato, ed ha specificamente rilevato come nel caso sia stata deliberatamente utilizzata la procedura di *fail* per scopi speculativi, ottimizzando il guadagno ricavabile dall'operazione, pari alla differenza tra il prezzo di vendita dei titoli e la somma di quanto pagato per l'acquisto dei diritti di opzione e l'esercizio dei diritti medesimi, sì da determinare la violazione dell'obbligo di agire con diligenza, correttezza e trasparenza per l'integrità dei mercati, ex art. 21 TUF.

Infondata è altresì la critica rivolta all'interpretazione data dalla Corte di merito in relazione alla "commissione" applicata dalla Cassa di compensazione e Garanzia, intesa come penale e non corrispettivo di un mero servizio, nella specie insussistente; la ricorrente si è limitata infatti a contestare del tutto genericamente detta esegesi, valendosi della semplice indicazione come "commissione", senza in alcun modo censurare il punto centrale dell'interpretazione data dal Giudice di merito, ovvero la mancanza di ogni servizio da parte della Cassa.



Infondata è anche la censura di violazione del principio di legalità, posto dall'art.1 della l. 689/81.

Sul punto, la Corte bresciana ha correttamente richiamato l'orientamento secondo cui, in tema di sanzioni amministrative, l'art. 1 della legge 24 novembre 1981, n. 689, non contiene - a differenza di quanto avviene per gli illeciti penali, per i quali opera il principio di stretta legalità di cui all'art. 25, secondo comma, Cost. - una riserva di legge tale da escludere la possibilità di integrare il precetto sanzionatorio, avente base nella legge, mediante norme regolamentari delegate, confacenti al particolare ambito tecnico-specialistico cui si riferiscono (così la pronuncia 5743/2004 e si veda anche la pronuncia delle S.U. 20933/2009), ed ha analiticamente rilevato che: la fattispecie dell'illecito è costruita nella cornice generale degli artt.21 lett.a) e 190 del d.lgs.58/98, il concetto di diligenza è specificato nell'art.26 del regolamento Consob 11522/1998, e quindi l'illecito si sostanzia nel mancato rispetto da parte dell'intermediario delle regole del mercato in cui lo stesso opera, regole che si sostanziano in " precisi imperativi derivanti da regole comunemente accettate dai soggetti che agiscono in un determinato ambito e codificate in testi da tutti conoscibili ed in effetti conosciuti e percepiti nella loro imperatività", ~~codificati~~ ^{e *primari*} nei Regolamenti della Borsa Italiana, della Monte Titoli e

h



della Cassa di Compensazione e Garanzia, che svolgono servizi di interesse generale nell'ambito borsistico, agendo secondo le finalità poste dalla legge e con norme comportamentali soggette ad approvazione da parte dell'Amministrazione, previa verifica della rispondenza delle norme stesse ai principi regolanti lo specifico settore.

E la regola di mercato violata nel caso di cui si tratta deve intendersi richiamata dall'art.26 lett.b) del regolamento Consob 11522/98, nella prescrizione per gli intermediari autorizzati di "rispettare le regole di funzionamento dei mercati in cui operano."

2.2.- Il motivo, sviluppato solo in relazione all'art.3 l.689/1981, presenta profili di inammissibilità ed infondatezza.

Com'è noto, come affermato dalle S.U. nella pronuncia 10508/95(e ribadito, tra le altre, dalle pronunce delle sezioni semplici 11473/97 e 12865/2002 e dalla pronuncia resa a sezioni unite, 20933/2009), il principio posto dall'art. 3 della legge 24 novembre 1981 n. 689, secondo cui per le violazioni colpite da sanzione amministrativa è richiesta la coscienza e volontà della condotta attiva o omissiva sia essa dolosa o colposa, deve essere inteso nel senso della sufficienza dei suddetti estremi, senza che occorra la concreta dimostrazione del dolo o della colpa, atteso che la norma pone una presunzione di colpa in ordine

h



al fatto vietato a carico di colui che lo abbia commesso, riservando poi a questi l'onere di provare di aver agito senza colpa.

Quanto all'imputabilità alla Cofin dell'operazione in oggetto, la Corte del merito ha correttamente escluso ogni rilievo alla deduzione della società di avere agito su istruzioni del cliente, atteso che l'intermediario è lo strumento necessario a mezzo del quale il privato opera sul mercato finanziario, a cui spetta l'esercizio del poterdovere di eseguire le istruzioni ricevute in conformità alle regole del settore specifico, giustificandosi l'esistenza stessa degli intermediari "per il fatto che, forti della competenza professionale e delle conoscenze tecniche e normative, essi sono in grado di incanalare le istruzioni dei clienti nelle forme e secondo le modalità dettate dalle regole che governano il mercato"(così il decreto impugnato, a pag. 20).

Ed applicando detti criteri, il Giudice territoriale ha congruamente ricostruito la complessiva operazione eseguita dalla Cofin, rilevando che le istruzioni dalla stessa ricevute "già prevedevano che il termine di copertura non sarebbe stato rispettato per l'impossibilità che i titoli necessari per la liquidazione entrassero nella disponibilità del venditore entro quel termine; che proprio la possibilità di procrastinare la copertura oltre detto termine consentiva al cliente di conseguire il lucro

h

- dell'operazione." E di contro a detta ricostruzione di merito, sono da ritenersi inammissibili le censure della ricorrente, intese tra l'altro a frammentare le diverse operazioni, al fine di far valere la propria estraneità all'operazione.

3.1.- Conclusivamente, va respinto il ricorso.

Le spese del giudizio, liquidate come in dispositivo, seguono la soccombenza.

P.Q.M.

La Corte rigetta il ricorso; condanna la ricorrente alle spese, liquidate in euro 8000,00, oltre euro 200,00 per esborsi; oltre spese forfettarie ed accessori di legge.

- Così deciso in Roma, in data 16 marzo 2016



(I) Presidente