

Civile Sent. Sez. 2 Num. 17511 Anno 2016

Presidente: BUCCIANTE ETTORE

Relatore: PARZIALE IPPOLISTO

Data pubblicazione: 02/09/2016

### SENTENZA

sul ricorso 813-2012 proposto da:

FRECASSI CRISTINA FRCCST71S62F205C, elettivamente domiciliato in Roma, Viale G. Mazzini 13, presso lo studio dell'avvocato ANDREA PARLATORE, rappresentato e difeso dall'avvocato ALBERTO SIRANI, come da procura speciale in calce al ricorso;

- *ricorrente* -

*contro*

CONSOB - COMMISSIONE NAZIONALE PER LA SOCIETÀ E LA BORSA 80204250585, in persona del Presidente legale rappresentante pro tempore, elettivamente domiciliata in Roma, Via G. B. Martini 3, presso lo studio dell'avvocato FABIO BLAGIANTI, che la rappresenta e difende unitamente agli avvocati MARIA LETIZIA ERMETTES, ROCCO VAMPA, ALFONSO BOVE, come da procura speciale a margine del controricorso;

- *controricorrente* -

*ns*

2239/15



*nonché contro*

EURIZON CAPITAL SGR SPA

*- intimata -*

avverso la sentenza n. 3248/2010 della CORTE D'APPELLO di MILANO, depositata il 27/06/2011;  
udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 20/11/2015 dal Consigliere Ippolisto Parziale;  
udito l'Avvocato Sirani e l'avvocato Vampa, che si riportano agli atti e alle conclusioni assunte e alle memorie depositate;  
udito il P.M. in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. MAURIZIO VELARDI, che conclude per il rigetto del ricorso.

**SVOLGIMENTO DEL PROCESSO**

1. La sig.ra Frecassi Cristina proponeva opposizione, dinnanzi alla Corte d'appello di Milano, avverso la delibera n. 16990 del 04.08.2009 della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - CONSOB, notificata in data 20.08.2009 (plico ritirato in tale data), con la quale le era stata inflitta la sanzione pecuniaria di € 310.000,00 (art. 187 bis d.lgs 58/98) e la sanzione amministrativa accessoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i promotori finanziari e, per gli esponenti aziendali di società quotate, dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate (art. 187 *quater* d. lgs 58/98) per un periodo di mesi dodici.

Alla sig.ra Frecassi era stato ascritto l'illecito di cui all'art. 187-bis, comma 4, d. lgs. n. 58/1998, per aver disposto in data 18 gennaio 2006 l'acquisto di 35.000 azioni Banca Italease, pari ad un controvalore di € 840.812,00, per conto degli OICR NIS Italian Equities, Primavera



Trading Azioni Italia Nextra Rendita, utilizzando l'informazione privilegiata, acquisita dal sig. Claudio Ottolini (all'epoca dei fatti Salesperson presso la succursale di Milano di Citigroup), relativa all'imminente pubblicazione da parte di Citigroup di una ricerca sul titolo Banca Italease elaborata da Roberto Casoni, contenente una raccomandazione *buy ed un target price* significativamente superiore ai prezzi di mercato.

2. A fondamento del ricorso in opposizione la sig.ra Frecassi deduceva diversi motivi e, in particolare: a) la mancanza di prove circa la ricezione e la lettura del messaggio asseritamente inviato da Claudio Ottolini in data 18 gennaio 2006, nonché circa il contenuto del medesimo; b) insussistenza del carattere privilegiato del messaggio; c) assenza di nesso causale tra informazione privilegiata e operazioni contestate; d) assenza dell'elemento soggettivo; e) mancato rispetto del termine stabilito dall'art. 14 della legge n. 689/1981 (gg. 90) per la contestazione della violazione; f) mancato rispetto da parte della Consob del termine massimo per la conclusione del procedimento stabilito dalla delibera Consob n. 12697/2000, come successivamente modificato. Inoltre, la ricorrente affermava di versare in una condizione di ignoranza incolpevole circa l'illiceità del fatto ed infine lamentava la eccessiva e ingiustificata gravosità delle sanzioni applicate.

3. Con sentenza del 23.11.2010 la Corte d'Appello di Milano rigettava il ricorso.

3.1 - La Corte d'Appello di Milano riteneva erronea l'indicazione della data del 17.04.2007 come il momento in cui si sarebbe completato il quadro probatorio a suo carico, ed altrettanto errata la fissazione del termine iniziale (per il computo del termine indicato dall'art. 14 della legge n. 689/1981) alla data del 23.04.2008, data delle audizioni di Paola Bruno e Carlo Di Pieno, evidenziando come anche dopo tale



data vi fossero state ulteriori acquisizioni informative. Infatti, secondo la Corte territoriale, la CONSOB avrebbe correttamente ritenuto di trovarsi di fronte non già ad una serie di condotte autonomamente da vari soggetti, bensì al cospetto di un "fenomeno" in sé unitario costituito e caratterizzato dalla diffusione della notizia della imminente pubblicazione del c.d. "studio Casoni" effettuata da Ottolini nei confronti di circa 20 soggetti tramite sms e di circa 6 soggetti eseguita il giorno precedente via mail. Perciò il termine di cui sopra andava fatto decorrere dall'esaurimento della complessiva attività istruttoria svolta dalla CONSOB, e cioè dal 1° agosto 2008, data della "Relazione per il Funzionario generale". Secondo la Corte d'Appello, tenuto conto che le contestazioni erano state notificate alla ricorrente in data 14 agosto 2008 (data di spedizione), il termine di novanta giorni per le contestazioni, previsto dall'art. 14 della legge n. 689/1981 e decorrente dall'accertamento delle violazioni, risultava rispettato.

3.2 - La Corte territoriale riteneva rispettato il termine di 360 giorni per la conclusione del procedimento sanzionatorio (stabilito dalla delibera Consob n. 12697/2000 - Regolamento di attuazione degli artt. 2, comma 2, e 4 della legge 7 agosto 1990, n. 241) in quanto esso non andava riferito alla notifica del provvedimento finale, bensì alla sua adozione, avvenuta il 4 agosto 2009. La notifica riguardava la fase dell'integrazione dell'efficacia del provvedimento, e, in definitiva, della riscossione della sanzione pecuniaria attraverso l'emaneazione dell'ordinanza-ingiunzione che poteva intervenire entro il termine di prescrizione quinquennale previsto dall'art. 28 l. 689/81.

3.3 - La circostanza dell'invio del messaggio telefonico da parte del sig. Ottolini risultava da dichiarazioni espresse ed inequivocabili rese da quest'ultimo nel corso di una formale audizione, debitamente verbalizzata e confermata dai tabulati Telecom acquisiti agli atti.

NS



3.4 – Quanto alla contestata natura di informazione privilegiata attribuita allo “Studio Casoni”, la Corte d’Appello di Milano riteneva che il privilegio informativo si fosse concretizzato nella conoscenza di un complesso di circostanze fattuali ravvisabili nella tempistica della pubblicazione della ricerca sul titolo Banca Italease; nella individuazione in essa di un “target price” notevolmente superiore al prezzo di mercato; nella qualità di intermediario cui lo studio era riconducibile, ossia Citigroup, uno dei maggiori broker internazionali; della idoneità dei suddetti fatti a influenzare in modo sensibile il prezzo degli strumenti finanziari oggetto di ricerca. Inoltre la Corte, facendo rinvio alle indicazioni fornite dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*) evidenziava che l’informazione relativa all’imminente pubblicazione di una ricerca dovesse essere ritenuta un tipico esempio di informazione privilegiata rientrante nella definizione data sia dalla normativa comunitaria (art. 1 della direttiva 2003/6/CE), sia dall’attuale art. 181, comma 1, del TUF, e proprio l’abuso della conoscenza anticipata di tale fatto naturalistico, comprovato dalle operazioni compiute dalla sig.ra Precassi sui titoli Banca Italease, era stato correttamente sanzionato dalla CONSOB.

3.5 - La Corte locale non accoglieva le doglianze della sig.ra Precassi nella parte in cui evidenziava anomalie del caso concreto rispetto alla fattispecie astratta. Doveva ritenersi integrata la fattispecie contemplata dall’art 187 bis, comma 4, d.lgs. 58/98, essendo venuta in possesso di una informazione privilegiata, per averla ottenuta dal sig. Ottolini, e avendo acquistato, il 18 gennaio 2006, 35.000 azioni Banca Italease proprio utilizzando abusivamente di tale informazione.

3.6 - La Corte riteneva poi infondato il motivo di ricorso con cui la sig.ra Precassi adduceva di versare in una situazione di ignoranza incolpevole della illiceità del fatto: difettavano gli elementi costitutivi



della ignoranza incolpevole, ossia l'induzione in errore da parte di terzi (non ovviabile con ordinaria diligenza e prudenza), e la non rimproverabilità della condotta all'agente. Secondo la Corte locale, invece, la ricorrente era ben consapevole di infrangere un precetto normativo.

3.7 - Infine, la Corte di appello rigettava il motivo di ricorso afferente la eccessiva e non giustificata gravosità delle sanzioni applicate. La CONSOB aveva applicato una sanzione amministrativa pecuniaria di € 310.000,00, ben al di sotto del massimo edittale di 15.000.000,00 di euro e molto più prossima al minimo di centomila euro; mentre la misura della sanzione amministrativa accessoria, era stata disposta nei suoi confronti nella misura di 12 mesi, ben al di sotto del massimo edittale previsto dalla norma in tre anni. D'altra parte, la CONSOB nell'irrogazione della sanzione aveva fatto applicazione dei criteri generali di cui all'art 11 della legge 689/81, ossia quelli della gravità obiettiva della violazione accertata, desunta sia dall'entità delle risorse investite per effettuare gli acquisti, abusando dell'informazione privilegiata, sia dall'entità dei saldi cumulati e della gravità soggettiva della condotta della sig.ra Precassi, la quale, in virtù della professione svolta, doveva ritenersi perfettamente consapevole della natura di informazione privilegiata attribuibile alla notizia dell'imminente pubblicazione di uno studio.

4. Avverso la suddetta sentenza propone ricorso per cassazione la sig.ra Precassi, articolando sette motivi di gravame. Resiste con controricorso la Commissione Nazionale di vigilanza sulle Società quotate in Borsa. Le parti hanno depositato memorie. La ricorrente con la memoria propone nuove argomentazioni con riguardo alla gravosità delle sanzioni in relazione a *ius superveniens* e avanza questione di costituzionalità.



## RAGIONI DELLA DECISIONE

**A - Il ricorso è infondato e va rigettato** per quanto di seguito si chiarisce con riguardo a ciascun motivo.

Le questioni sollevate con la memoria verranno affrontate a conclusione dell'esame dei motivi.

Prima di esporre i motivi del ricorso, la ricorrente rileva come la Corte di appello abbia, nella sua motivazione e a fondamento della sua decisione, richiamato fatti ascritti al signor La Forgia (che ha presentato autonomo ricorso rubricato al n. 808 del 2012 e deciso nella stessa pubblica udienza, ndr). La stessa ricorrente conclude le sue considerazioni (vedi pag. 7 del ricorso) affermando di non voler chiedere *“né la nullità della sentenza, né la sua revocazione”*, intendendo invece evidenziare *“come la decisione impugnata si basi ... su dati di fatto nonché argomentazioni costellate di vizi logici e contraddizioni ...”*. Di tali specifiche indicazioni e argomentazioni si terrà quindi conto nell'ambito dell'analisi dei singoli motivi di ricorso.

1. Con il primo motivo di ricorso si deduce la *«violazione e/o falsa applicazione dell'art. 181 comma 1 del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, nonché omessa, insufficiente o contraddittoria motivazione in ordine alla nozione di "informazione privilegiata"»*. Dopo aver richiamato le contestazioni a lei mosse, la ricorrente precisa di aver *«contestato la riconducibilità nella nozione di "informazione privilegiata" della notizia circa la imminente pubblicazione di una ricerca di un analista»*, posto che le era stata contestata *«solo ed esclusivamente l'informazione relativa al fatto in sé dell'“imminente pubblicazione” di uno studio elaborato dal signor Casoni sul titolo Banca Italease, avente un target price nettamente superiore al valore di mercato»*. Aveva, quindi, evidenziato che *«alla data del 18 gennaio 2006, vale a dire quando la dott.ssa Frecassi avrebbe ricevuto l'informazione privilegiata, il Casoni non aveva ancora avuto accesso ad alcuna informazione riservata inerente Banca Italease, e la borsa del suo*



studio era dunque stata elaborata sulla base delle sole informazioni accessibili al pubblico». La Corte di appello ha, quindi, errato nel ritenere tale informazione come informazione privilegiata, non tenendo conto della sua specificità e non motivando adeguatamente sul punto.

La ricorrente evidenzia che dall'esame della stessa direttiva 2003/6/CE, richiamata dalla Corte d'Appello di Milano, le ricerche e gli studi non basati su dati riservati non sarebbero in nessun caso qualificabili come informazioni privilegiate. Alla luce di ciò appare irragionevole l'interpretazione adottata nella sentenza impugnata, nella misura in cui condurrebbe alla conseguenza che, pur non costituendo rivelazione di informazione privilegiata l'invio dell'intero testo di uno studio avente le predette caratteristiche, integrerebbe invece la rivelazione di informazione privilegiata la comunicazione dell'imminente uscita dello studio medesimo. Viceversa, la normativa comunitaria pare escludere che costituisca abuso di informazione privilegiata la condotta di chi, prima che uno studio venga pubblicato, e sempre che lo studio non si basi su informazioni di carattere privilegiato, utilizzi il contenuto di tale studio per effettuare determinate operazioni. Nel caso di specie, lo Studio Casoni è stato redatto sulla base di informazioni non riservate, per cui se un'informazione è già pubblica non sarebbe nemmeno in astratto possibile contestare la rivelazione a terzi della notizia stessa ovvero l'effettuazione di operazioni sulla base di essa.

La sentenza, dunque, incorre nella violazione di legge, per aver fornito un'erronea interpretazione degli artt. 181 comma 1 e 187-bis comma 4 del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1958, con particolare riferimento alla nozione di "informazione privilegiata". Secondo la ricorrente la Corte locale ha optato per una lettura ritenuta irragionevolmente ampia, perché idonea a ricomprendere nella nozione di informazione

DR





privilegiata la notizia circa l'imminente pubblicazione di uno studio. La riconducibilità nella nozione di "informazione privilegiata" di tale specifica notizia non pare prevista da alcuna norma, né è stata affermata in alcun precedente giurisprudenziale o in alcun provvedimento Consob.

Infine, sempre secondo la ricorrente, appare errato il richiamo al parere espresso dal CESR, in primis perché posteriore ai fatti contestati, ed inoltre perché non ha alcun valore vincolante per gli Stati membri, né tantomeno per i loro cittadini. Inoltre, sul punto la motivazione della sentenza impugnata risulta carente, insufficiente e contraddittoria, in quanto la Corte d'Appello di Milano si era appiattita sulle argomentazioni adottate nella delibera CONSOB, omettendo di motivare in ordine ai rilievi formulati nel ricorso in opposizione, in particolare non tenendo conto dei documenti ivi citati: parere espresso nel gennaio 2007 da Assosim e AIBF, che proponeva una interpretazione esattamente opposta a quella accolta dalla Corte d'Appello di Milano, nonché una lettera trasmessa da Moody's al CESR in data 1 febbraio 2007 dalla quale si evince che il parere del CESR del 2002 lascia intendere che l'informazione circa l'imminente pubblicazione di uno studio può costituire informazione privilegiata solo nel caso in cui lo studio medesimo provenga da una società di rating.

Tale omissione costituisce carenza motivazionale, considerando che in entrambi i documenti vi sono due autorevoli interpretazioni contrarie a quella poi accolta dalla Corte d'Appello di Milano.

1.1 – Il motivo, pur ammissibile, è infondato.

1.1.1 - Il motivo è ammissibile, perché contrariamente a quanto osservato dalla Consob, *"il fatto che un singolo motivo sia articolato in più profili di doglianza, ciascuno dei quali avrebbe potuto essere prospettato come un*



*autonomo motivo, non costituisce di per sé, ragione dell'inammissibilità dell'impugnazione, dovendosi ritenere sufficiente, ai fini dell'ammissibilità del ricorso, che la sua formulazione permette di cogliere con chiarezza le doglianze prospettate onde consentirne, se necessario, l'esame separato esattamente negli stessi termini in cui lo si sarebbe potuto fare se esse fossero state articolate in motivi diversi, singolarmente enumerati".* In tal senso il Collegio condivide il costante orientamento di questa Corte appena riportato e di recente riaffermato da Cass. Civ. S.U. 2015 n. 9100. Le argomentazioni esposte nelle censure avanzate sono sufficienti per escludere la sanzione di inammissibilità.

1.1.2 – Le censure articolate col primo motivo sono però infondate. La Corte di appello ha chiarito perché nel caso in questione era integrato, nel comportamento della ricorrente, l'uso di informazioni privilegiate, tali ritenendo quelle fornite ad un numero ristretto di destinatari con SMS in via anticipata rispetto alla pubblicazione dello studio Casoni. Il tenore del messaggio (*"Finalmente ci siamo! Lo studio su Banca Italease sta per uscire con un target price di circa 40 euro"*) non lascia alcun dubbio al riguardo posto che fa sì riferimento ad uno studio pur in astratto conoscibile, ma fino a quel momento non ancora reso pubblico, facendo anche espressamente riferimento al *target price*. Quest'ultimo elemento di conoscenza, unitamente all'anticipazione sulla pubblicazione, rende l'informazione privilegiata e decisiva per il buon fine delle operazioni che poi sarebbero state avviate.

Tanto basta ai fini di escludere la violazione di legge contestata e il vizio di motivazione, risultando quanto appena esposto al punto precedente dal complesso della articolata motivazione della Corte locale, priva dei vizi logici denunciati. Né sussiste vizio di motivazione per la mancata valutazione dei vari pareri espressi al riguardo da altri soggetti, non essendo tenuto il giudice di merito a rispondere a tutte le





argomentazioni difensive, ma soltanto a fornire, come ha fatto, una chiara motivazione della decisione adottata.

2. Con il secondo motivo di ricorso si deduce la *«violazione e/o falsa applicazione dell'art. 187-bis comma 4 del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 e dell'art. 3 L. n. 689/1981, nonché omessa, insufficiente o contraddittoria motivazione in ordine all'elemento soggettivo della fattispecie»*.

L'articolo 187-bis richiede la dimostrazione che l'utilizzatore dell'informazione fosse a conoscenza, o avrebbe potuto esserlo in base a norme di ordinaria diligenza, del suo carattere privilegiato.

Tuttavia, secondo la ricorrente, depongono in senso contrario: a) le modalità di comunicazione utilizzate dal sig. Ottolini, inadeguate ad allertare la ricorrente circa il carattere illecito della comunicazione medesima; b) la circostanza che l'informazione non avesse ad oggetto una notizia palesemente idonea ad influenzare il prezzo dei titoli; c) il ruolo svolto da Ottolini nella società, quale semplice *sales manager*, quindi persona non ordinariamente al corrente di informazioni riservate. Queste circostanze dimostrano la buona fede della ricorrente nell'interpretare le indicazioni ricevute come una semplice attività di consulenza, facendo propendere per l'esclusione dell'elemento soggettivo dell'abuso di informazione privilegiata, non essendovi alcuna prova circa la consapevolezza del carattere privilegiato dell'informazione e la volontà di operare sfruttando tale illecita notizia. Per altro verso la sentenza impugnata è viziata dall'erronea applicazione dell'art. 187-bis comma 4 del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, laddove qualifica come informazione privilegiata la notizia dell'imminente pubblicazione di uno studio quantunque sul punto non esistessero norme nazionali o sovranazionali che la qualificassero come tale. La corte d'appello di Milano ha giustificato il proprio convincimento facendo riferimento a prescrizioni di matrice



sovranazionale che tuttavia non vengono indicate. La motivazione adottata è insufficiente, oltre che contraddittoria, rispetto ad altre pronunce adottate dallo stesso organo giudicante in casi analoghi nei quali invece si è evidenziata l'incertezza della nozione di informazione privilegiata.

2.1 – Il motivo è infondato, anche se ammissibile.

2.1.1 – È ammissibile per quanto già esposto al punto 1.1.1, cui si rinvia.

2.1.2 – È infondato perché l'informazione trasmessa via SMS non contiene alcuna valutazione autonoma da parte del mittente, e, quindi, non può ritenersi una consulenza di quest'ultimo, posto che invece, come detto, si faceva riferimento nel messaggio allo studio Casoni, evidentemente ritenuto particolarmente qualificato nello specifico settore, tanto da influenzare le scelte degli operatori. La Corte locale ha poi correttamente ritenuto che, con riguardo alla qualificazione professionale della ricorrente, si dovesse escludere che la stessa potesse non comprendere la natura dell'informazione, da considerarsi privilegiata perché indirizzata a pochi soggetti e perché avente un chiaro riferimento ai limiti operativi e ai vantaggi che si sarebbe potuto ricavare da operazioni tempestivamente effettuate, come è stato nel caso di specie.

3. Con il terzo motivo di ricorso si deduce la *«violazione del principio di tassatività e determinatezza nonché del principio di irretroattività: violazione e falsa applicazione di norme di diritto (art. 360 comma 1 n. 3 c.p.c.)»*.

Rileva la ricorrente che, secondo la giurisprudenza, alle sanzioni amministrative devono applicarsi i principi generali in materia di diritto punitivo ricavabili dall'articolo 25, comma 2, della Costituzione e dall'articolo 2 del codice penale. Pertanto, l'individuazione della nozione di informazione privilegiata deve rispettare i principi di



determinatezza, precisione e tassatività quali corollari del principio di legalità. La nozione di informazione privilegiata fatta propria dalla corte d'appello di Milano nella sentenza impugnata viola tali principi. Infatti, nell'interpretazione degli articoli 181 e 187 bis comma 4 d.lgs 58/98 la corte d'appello di Milano opera una etero-integrazione da parte di altre disposizioni di matrice comunitaria: tuttavia l'art. 187 bis d.lgs 58/98 non è qualificabile come "norma in bianco", in quanto l'art. 181 del medesimo testo di legge già contiene la nozione di "informazione privilegiata", e inoltre le "fonti" sovranazionali cui fa riferimento la Consob (vale a dire i documenti emessi dal CESR nel 2002 e nel 2007) non sono fonti normative in senso tecnico, bensì meri pareri. L'integrazione di una norma punitiva attraverso il richiamo ad un atto esterno al nostro ordinamento senza valore vincolante non pare rispettare i principi di determinatezza, precisione e tassatività nella misura in cui non avrebbe consentito alla ricorrente di comprendere il confine tra il lecito e l'illecito.

3.1 – Il motivo è inammissibile perché nuovo, non risultando proposto nei termini indicati nel giudizio avanti la Corte di appello. È, comunque, infondato. Va rilevato, in primo luogo, che questa Corte ha già più volte avuto occasione di affermare che in materia di sanzioni amministrative, il principio di tipicità e di riserva di legge fissato dall'art. 1 della l. n. 689 del 1981 impedisce che l'illecito amministrativo e la relativa sanzione siano introdotti direttamente da fonti normative secondarie, ma non esclude che i precetti della legge, sufficientemente individuati, siano eterointegrati da norme regolamentari, in virtù della particolare tecnicità della dimensione in cui le fonti secondarie sono destinate ad operare.

Nel caso specifico, in ogni caso, la Corte locale ha sì richiamato la direttiva Ce, ma ha anche affermato che la stessa norma del TUF,



applicata, è sufficientemente determinata e precisa, includendo non solo le notizie relative a fatti interni (c.d. corporate information), ma anche quelle “non direttamente promananti dalla sfera del soggetto emittente (ovvero non direttamente ad esso soggetto afferenti e, dunque, insuscettibili di formare oggetto dell’obbligo di divulgazione di cui al citato art. 114 dlgs. 58/98) e pur tuttavia idonea ad influenzare il corso di strumenti finanziari quotati (generalmente indicata come market information)” (cfr. sentenza). In definitiva, correttamente e condivisibilmente, la Corte locale ha affermato che “l’informazione relativa all’imminente pubblicazione di una ricerca è un tipico esempio di informazione privilegiata rientrante nella definizione data sia dalla normativa comunitaria (art. 1 della direttiva 2003/6/CE), sia dall’attuale art. 181, comma 1, del TUF (un’informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari)”.

4. Con il quarto motivo di ricorso si deduce la «omessa, insufficiente o contraddittoria motivazione in ordine al nesso causale tra il presunto possesso dell’informazione e le operazioni contestate».

La configurazione dell’illecito di “abuso di informazioni privilegiate” richiede anche la dimostrazione del nesso di causalità tra la ricezione dell’informazione e l’effettuazione delle operazioni incriminate. A tal proposito, emergono dall’esame della fattispecie concreta taluni elementi che smentiscono la sussistenza del nesso di causalità. In primo luogo, l’utilizzo di una modalità d’acquisto frazionata lungo tutta la giornata non appare confacente alla situazione di chi abbia ricevuto un’informazione privilegiata sull’imminente pubblicazione di uno studio ed intenda sfruttarla illecitamente, in quanto in una condizione del genere ci sarebbe da attendersi una maggiore celerità al fine di sfruttare il vantaggio indebitamente conseguito. Inoltre, la stessa

8



Consob ha ammesso la possibilità che la ricorrente abbia effettuato degli acquisti sulla base di un modello di analisi tecnica che ha dichiarato di aver utilizzato. Dunque, le motivazioni addotte dall'organismo di vigilanza nell'irrogazione della sanzione appaiono incongrue laddove ammettono la possibilità che la ricorrente abbia seguito le indicazioni provenienti dal modello per effettuare gli acquisti e tuttavia non escludono che abbia sfruttato anche l'informazione privilegiata. In più, gli acquisti contestati alla ricorrente sono in linea con le operazioni precedentemente e successivamente effettuate sul titolo Banca Italease, e di valore irrisorio in assoluto, né si può negare che faccia parte della normale strategia di chi opera nel settore finanziario vendere dopo pochi giorni dall'acquisto quando un titolo ha un'impennata improvvisa.

Risulta ancora contraddittoria la ricostruzione operata dalla Consob laddove lascia intendere che la ricorrente avrebbe commesso un illecito gravissimo non ottenendone, tuttavia, un profitto personale, ma solo un vantaggio, peraltro di scarso rilievo, per i fondi da lei gestiti.

Ed infine, merita di essere evidenziata la discrepanza tra la relazione istruttoria dell'Ufficio Insider Trading che evidenziava come mancasse la prova che la ricorrente avesse effettuato l'operazione utilizzando l'informazione asseritamente privilegiata, e la delibera CONSOB n. 16990 che opta per l'irrogazione delle sanzioni senza motivare in ordine alle ragioni che hanno indotto a ribaltare la relazione istruttoria. Sulle menzionate circostanze ha del tutto sorvolato la sentenza impugnata, appalesandosi carente, insufficiente e contraddittoria dal punto di vista motivazionale circa la sussistenza del nesso causale tra il possesso della presunta informazione privilegiata e le operazioni contestate.

4.1 – Non sussiste il lamentato vizio di motivazione, sotto vari profili,



posto che la Corte locale sul punto ha ampiamente motivato, dando adeguato conto delle circostanze valutate e del loro coordinamento logico ai fini della argomentata conclusione raggiunta. La censura si sostanzia in un apprezzamento dei fatti e delle prove in senso difforme da quello operato dal giudice di merito, cui è istituzionalmente devoluta la valutazione degli elementi probatori, così prospettando, inammissibilmente, a questa Corte la necessità del loro riesame.

5. Con il quinto motivo di ricorso si deduce la *«omessa, insufficiente o contraddittoria motivazione in ordine alla presunta ricezione del messaggio»*.

L'abuso dell'informazione privilegiata richiede necessariamente il previo possesso dell'informazione, per cui la dimostrazione della ricezione e della lettura del sms è necessaria per la contestazione a carico della ricorrente. Tale circostanza è stata ritenuta provata nella delibera n° 161990, e conseguentemente nell'impugnata sentenza, sulla base della sola testimonianza del signor Ottolini innanzi alla Consob. Tuttavia, le dichiarazioni di quest'ultimo, pur avvalorate dai tabulati Telecom, al più possono dimostrare l'avvenuto invio del messaggio, ma non la sua ricezione e lettura né tanto meno il contenuto, rispetto al quale ci si affida alla sola memoria del sig. Ottolini che, secondo la Consob avrebbe ricordato correttamente l'esatto contenuto di un messaggio da lui inviato un anno e tre mesi addietro. Inoltre, pare inverosimile che la ricorrente, dopo aver ricevuto una informazione privilegiata che era intenzionata a sfruttare, non abbia contattato il sig. Ottolini per avere maggiori delucidazioni, nonostante l'oscurità del messaggio di testo (*«Finalmente ci siamo! Lo studio su Banca Italease sta per uscire con un target price di circa 40 euro»*).

5.1 – Anche il presente motivo è infondato per le stesse ragioni esposte *sub* 4.1.

6. Con il sesto motivo di ricorso si deduce la *«violazione e/o falsa*

*AM*





*applicazione del secondo comma dell'art. 14 L. n. 689/1981, nella parte in cui impone un termine di 90 giorni per la notifica della contestazione» nonché la «omessa, insufficiente o contraddittoria motivazione».*

Il *dies a quo* del termine di 90 giorni per la contestazione andrebbe individuato nella data del 17 aprile 2007, allorquando risulta definitivamente completato il quadro indiziario raccolto nei confronti della ricorrente. Osserva la ricorrente che, coerentemente con l'insegnamento delle Sezioni Unite della Suprema Corte, per il decorso del termine bisogna fare riferimento al momento in cui la Consob ha avuto a disposizione tutti gli elementi per decidere non alla data in cui è stata depositata la relazione di indagine (ossia l'1 agosto 2008). Quindi, il termine per la contestazione ha iniziato il suo decorso dal 17 aprile 2007, momento in cui risultava consolidato il quadro indiziario nei confronti della ricorrente, considerato che non risulta alcuna attività istruttoria successiva riguardante la posizione della medesima. Ne consegue la violazione del termine di 90 giorni per la contestazione, considerato che il provvedimento è stato adottato in data 18 agosto 2008. Risulta, quindi, erronea la motivazione adottata dalla Corte d'Appello di Milano, secondo la quale il termine non sarebbe stato violato in quanto le varie condotte ascritte a soggetti diversi costituirebbero un fenomeno unitario, per cui il termine previsto dall'art. 14 L. 689/1981 andava fatto decorrere dalla chiusura dell'istruttoria con il deposito della relazione di indagine. Viceversa, per individuare il *dies a quo* del predetto termine, occorre determinare il momento dell'accertamento dell'illecito commesso dalla ricorrente, vale a dire il momento in cui si completa il quadro probatorio nei suoi confronti. Tale completamento avviene quando si colloca l'ultimo atto di indagine che abbia un qualche legame con la condotta contestata alla ricorrente, ossia l'audizione del sig. Ottolini, avvenuta in data 17 aprile

*22*



2007. Nelle successive audizioni di Paola Bruno, responsabile dell'ufficio Investor Relation and Corporate Development di Banca Italease e di Carlo Di Pierro, Investor Relator di Banca Italease, non è stato chiesto nulla di inerente alla posizione della ricorrente, per cui sono da ritenersi irrilevanti rispetto al computo del termine per la contestazione degli addebiti alla ricorrente.

6.1 – Anche tale motivo è infondato. Nel caso in questione era necessario svolgere un'indagine ispettiva accurata ed estesa a tutti coloro che, sotto vari profili e con varie responsabilità, avevano agito nella attuale vicenda sulla base del messaggio telefonico, che preannunciava l'imminente pubblicazione dello studio Casoni con il relativo prezzo. La circostanza che parte della istruttoria svolta, ancorché successiva alla audizione Ottolini, non avesse portato in concreto elementi con riguardo alla posizione della ricorrente è circostanza apprezzabile nel suo contenuto solo *ex post*, e non *ex ante*, sicché solo all'esito del completamento di tutta l'istruttoria svolta potevano risultare chiare tutte le diverse posizioni, così determinandosi l'inizio del decorso del termine.

7. Con il settimo motivo si deduce la *«omessa, insufficiente o contraddittoria motivazione in ordine all'entità della sanzione applicata e alla sussistenza del dolo»*. Le sanzioni (sanzione pecuniaria di euro 310.000 e sanzione amministrativa accessoria della perdita dei requisiti di onorabilità nonché dell'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 il periodo di un anno) sono state applicate in misura ben al di sopra del minimo edittale ed appaiono sproporzionate rispetto alla fattispecie concreta. La Consob non ha tenuto conto della quantità limitata di azioni acquistate, dell'assenza di profitto personale in capo alla



ricorrente, del fatto che quest'ultima non ha mai chiesto alcunché all'Ottolini circa lo "studio Casoni", dimostrando disinteresse delle informazioni da questi fornite di sua spontanea iniziativa.

Inoltre, viene dato per provato il carattere doloso della condotta della ricorrente, in base alla mera considerazione della professionalità e dell'esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari dedotta dalle mansioni aziendali svolte. Tuttavia sul punto la motivazione della corte d'appello di Milano risulta carente nella misura in cui fonda la prova del dolo sul solo richiamo alla professione svolta dal ricorrente, e illogica laddove, per contro, evidenzia l'esistenza di un lungo dibattito ancora in corso tra gli esperti del settore circa la nozione di "informazione privilegiata", mentre alla ricorrente si imputa la consapevolezza della propria condotta abusiva e quindi della asserita natura di informazione privilegiata attribuita al messaggio di testo inviato dall'Ottolini.

7.1 – Anche l'ultimo motivo è infondato. La Consob ha invece valutato specificamente tutte le circostanze relative alla posizione della ricorrente, valutando anche il suo comportamento in relazione alla sua qualificazione professionale, graduando di conseguenze le sanzioni.

**B. Le argomentazioni contenute nella memoria con riguardo alle sanzioni e la questione di costituzionalità.**

1. In sede di memoria la ricorrente richiama la normativa più favorevole, quanto al regime sanzionatorio, introdotta dal d.lgs. n. 72 del 2015; ne chiede l'applicazione e, in subordine, prospetta la seguente questione di costituzionalità "l'art. 6 del D.Lgs. 72/2015 - nella parte in cui prevede che alle violazioni al T.U.F. commesse prima della data di entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob continuano ad applicarsi le sanzioni ben più afflittive vigenti prima della data di entrata in vigore del decreto stesso - sia da considerarsi costituzionalmente illegittimo per violazione dell'art. 3 Cost. sotto i



profili di ragionevolezza ed uguaglianza; nonché dell'art. 117, 1 comma Cost. in relazione all'art. 7 della Convenzione Europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali firmata a Roma il 4 novembre del 1950; all'art. 15 del Patto internazionale relativo ai diritti civili e politici, adottato a New York il 16 dicembre 1966; ed all'art. 49 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, proclamata a Nizza il 7 dicembre 2000”.

2. Si tratta di questione ammissibile, perché attiene a *ius superveniens*. La questione è però infondata per quanto di seguito si chiarisce.

3. La ricorrente ritiene che sia in suo favore applicabile il principio del favor rei, dovendosi conformare l'ordinamento interno a una nozione più ampia e autonoma della cd. "materia penale", così da adeguarsi alle pronunce della Corte europea dei diritti dell'uomo (d'ora innanzi Cedu) ai fini delle conseguenze sanzionatorie delle condotte qualificate come illecite dai singoli ordinamenti.

4. L'assunto è infondato.

4.1 - In primo luogo, occorre osservare che la norma richiamata dai ricorrenti non è applicabile al caso di specie, posto che l'apposita disposizione transitoria (contenuta nell'art. 6, 2° comma, del d.lgs. n. 72 del 2015), ha chiarito che le modifiche apportate alla parte V del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, si applicano alle violazioni commesse dopo l'entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia secondo le rispettive competenze ai sensi dell'articolo 196-bis del citato D.lgs. Alle violazioni commesse prima della data di entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia continuano ad applicarsi le norme della parte V del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, vigenti prima della data di entrata in vigore del citato d.lgs. n. 72 del 2015. Né rileva, per quanto di seguito si chiarisce, l'avvenuta entrata in vigore della delibera Consob recante modifiche al Regolamento, adottata in attuazione di tale normativa (Delibera



Consob del 24 febbraio 2016, in GU del 7 marzo 2016). La pubblicazione di tale Delibera, avvenuta in data successiva alla deliberazione in camera di Consiglio della presente decisione (20 novembre 2015), ma in data anteriore alla sua pubblicazione, ha solo reso necessaria la riconvocazione del Collegio, avvenuta in data 27 maggio 2016, per tener conto di tale ulteriore normativa sopravvenuta.

4.2 - Ritiene il Collegio che risulta decisivo, per la valutazione della questione, il consolidato, e condiviso, principio, affermato da questa Corte (v. Sez. un. n. 14374-12; n. 15314-10; n. 28159-08), secondo cui non si estende alla materia delle sanzioni amministrative il principio dell'applicazione immediata della legge più favorevole (cd. favor rei). Né può portare a diversa conclusione l'esame dei principi affermati dalla CEDU nella sentenza 4-3-2014 (causa Grande Stevens c. Italia), richiamata dalla difesa dei ricorrenti. Il Collegio, al riguardo, condivide pienamente quanto già affermato dalla sentenza n. 4114 del 2016 di questa Corte. Si trascrive di seguito la motivazione di tale decisione, integralmente condivisa. *«La citata decisione ha trattato il tema del ne bis in idem e del diritto a un equo processo, assumendo che il sistema legislativo italiano in materia di abusi di mercato, così come realizzato dall' art. 185 del T.n.f., quanto alla fattispecie penale, e dall'art. 187-ter, quanto all'illecito amministrativo, potrebbe porre dubbi di coerenza rispetto ai predetti due fondamentali principi sanciti dalla Convenzione: il diritto ad un equo processo, art. 6 § 1, e il diritto a non essere giudicati o puniti due volte per lo stesso fatto, art. 4 del Protocollo n. 7. E' stato invero affermato che, dopo le sanzioni comminate dalla Consob, l'avvio di un processo penale sugli stessi fatti viola il fondamentale principio del ne bis in idem, secondo cui non si può essere giudicati due volte per lo stesso fatto. Sembra abbastanza evidente che ciò che costituisce ambito specifico di intervento della Corte europea è il riferimento alle regole del "giusto processo", da applicare anche al procedimento sanzionatorio che preveda conseguenze patrimoniali rilevanti; in tal*



*limitato senso, dunque, quel procedimento sanzionatorio è considerato suscettibile di rientrare in un concetto lato di "materia penale". Il che tuttavia non può legittimare, di per sé, l'estensione in ogni campo dei principi propri della materia penale ai diversi principi invece propri della materia degli illeciti amministrativi. La norma di diritto interno, su cui parte ricorrente vorrebbe far rifluire il principio penalistico di applicazione immediata, anche rispetto a fatti pregressi, di norme più favorevoli al reo, è l'art. 191 del T.u.f., ed è norma sostanziale contemplante un mero illecito amministrativo. Donde, in mancanza di espressa disposizione di legge, resta immune dai riflessi di principi dettati in materia di norme penali sostanziali, posto che un concetto della "natura penale" di una disposizione di diritto interno sarebbe esso in stridente relazione di incompatibilità col sistema costituzionale italiano, in cui la nozione di illecito penale è astretta dal criterio di legalità formale (art. 25 cost.). In altre parole, i principi convenzionali declinati dalla citata sentenza Grande Stevens vanno considerati nell'ottica del giusto processo, ma non possono portare a ritenere sempre sostanzialmente penale una disposizione qualificata come amministrativa dall'ordinamento interno».*

4.3 – Di qui la ritenuta infondatezza della questione proposta e la non rilevanza della dedotta questione di costituzionalità.

### **C. Le spese seguono la soccombenza.**

#### **P.T.M.**

La Corte rigetta il ricorso. Condanna la parte ricorrente alle spese di giudizio, liquidate in 7.000 (settemila) euro per compensi e 200,00 (duecento) euro per spese, oltre accessori di legge.

Così deciso in Roma, Camera di Consiglio del 20 novembre 2015 e del 27 maggio 2016.