



04524-21

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE

SECONDA SEZIONE CIVILE

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

Oggetto

Dott. ROSA MARIA DI VIRGILIO - Presidente -

SANZIONI
AMMINISTRATIVE

Dott. ALDO CARRATO - Consigliere -

Dott. GIUSEPPE FORTUNATO - Consigliere -

Ud. 09/12/2020 - PU

Dott. MAURO CRISCUOLO - Rel. Consigliere -

R.G.N. 34764/2018

Cass. Cass.

Dott. CHIARA BESSO MARCHEIS - Consigliere -

Rep. *///*

ha pronunciato la seguente

ORDINANZA SENTENZA

sul ricorso 34764-2018 proposto da:

ROBERTO, elettivamente domiciliato in

giusta procura in calce al ricorso;

- ricorrente -

contro

CONSOB - COMMISSIONE NAZ.PER LA SOCIETÀ E LA BORSA

80204250585, elettivamente domiciliata in

) giusta procura in

calce al controricorso;

- controricorrente -

1972/20

avverso la sentenza n. 40/2018 della CORTE D'APPELLO di VENEZIA, depositata il 24/04/2018;
udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 09/12/2020 dal Consigliere Dott. MAURO CRISCUOLO;
udito il Pubblico Ministero, in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. CARMELO SGROI che ha concluso per il rigetto del ricorso;

FATTI DI CAUSA

1. Con atto di opposizione ai sensi del D.lgs. 58/98, Roberto lamentava la nullità della delibera Consob n. 19889 del 16 febbraio 2017 con la quale era stata irrogata la sanzione pecuniaria ai sensi dell'art. 187 bis co. 1 lett. a) del D. Lgs. n. 58/1998, pari ad € 125.000,00 (con contestuale ingiunzione di pagamento), nonché la sanzione interdittiva accessoria ai sensi dell'articolo 187 quater comma primo, per un periodo di mesi tre, oltre alla confisca ai sensi dell'articolo 187 sexies di una somma di denaro pari ad euro 632.018,00, quale equivalente al prodotto dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate, somme già oggetto di sequestro in esecuzione della delibera n. 19394 del 30 settembre 2015.

La sanzione derivava dall'affermata responsabilità dell'opponente per aver venduto in data 1 settembre 2014 80.000 azioni della Safilo Group utilizzando l'informazione privilegiata concernente la decisione di Kering di risolvere anticipatamente il contratto di licenza Gucci, informazioni di cui l'opponente era in possesso in ragione della propria attività lavorativa presso il gruppo Kering.

Nella resistenza della Consob, la Corte d'appello di Venezia con la sentenza n. 40 del 24 aprile 2018 ha rigettato l'opposizione condannando il ' al rimborso delle spese di lite.

Disatteso il primo motivo di opposizione che contestava la decorrenza del termine fissato dalla legge per la conclusione del procedimento sanzionatorio, i giudici di merito rigettavano anche il secondo motivo con il quale si contestava l'esistenza di un'informazione privilegiata ai sensi dell'articolo 181 co. 1 del decreto legislativo n. 58 del 1998.

Al proposito si rilevava che l'informazione riguardava l'accordo sulla risoluzione della licenza Gucci, che era stata diffusa dalle due società interessate solo in data 2 settembre 2014, laddove la vendita di 40.000 azioni della Safilo da parte dell'opponente era intervenuta il 1 settembre 2014. Secondo il il 1 settembre le parti non avevano raggiunto alcun accordo per la risoluzione consensuale del contratto di licenza, ma si erano limitate a fissare in via preparatoria taluni elementi generali da precisare nei futuri, eventuali contratti, così che doveva escludersi che la notizia di cui era venuto in possesso avesse i caratteri della precisione. Inoltre, non vi era riscontro che l'accordo del 1 settembre fosse effettivamente tale da orientare le decisioni di un investitore ragionevole, e cioè un'informazione sulla quale sarebbe possibile fondare le proprie decisioni di investimento.

La sentenza impugnata, dopo aver richiamato il concetto di informazione privilegiata individuato dal legislatore, rilevava che non era decisiva la circostanza che le parti non avessero raggiunto un accordo su ogni dettaglio dell'operazione, potendosi comunque ritenere che vi era stata un'intesa in merito all'anticipato scioglimento del rapporto di licenza del

marchio, ed era ciò che rilevava ai fini dell'applicazione della fattispecie normativa.

Dopo aver ricordato l'importanza dei marchi per la Safilo, e come fosse fondamentale il perdurare della licenza per l'attività imprenditoriale svolta, risultava evidente come l'anticipata risoluzione del contratto costituisse un evento in grado di incidere sensibilmente sul fatturato della società. Alla luce dei comunicati diffusi dai due gruppi interessati dalla vicenda, poteva reputarsi precisa la notizia in merito alla raggiunta decisione di far venir meno, ed in via anticipata, il pluriennale rapporto di licenza dei marchi, e senza che fosse necessario rinvenire negli accordi del 1 settembre la conclusione di un contratto perfetto in tutti i suoi elementi.

Inoltre, la decisione di interrompere anticipatamente il rapporto di licenza con un marchio tra i più noti al mondo, rappresentava obiettivamente un evento in grado di influire in modo sensibile sui prezzi delle azioni della Safilo, potendosi ritenere in base ad una valutazione ex ante che la notizia, una volta diffusa, risultasse pienamente idonea ad influenzare l'andamento delle azioni.

Poteva altresì ritenersi dimostrato che il _____ avesse utilizzato l'informazione privilegiata, e ciò alla luce della stessa sequenza temporale delle vicende interessate, essendo emerso che l'opponente si fosse affrettato a cercare di piazzare le azioni all'ultimo tempo utile, per realizzare l'affare senza andare incontro ad un altrimenti inevitabile ribasso conseguente alla diffusione dell'informazione nel mondo finanziario.

Confortava tale convincimento la circostanza che il _____) in data 1 settembre 2014 diede ordine di vendita di tutte le sue azioni della Safilo al proprio intermediario, ma ad un prezzo

inferiore rispetto a quello che lo stesso opponente aveva indicato come limite in occasione dei precedenti incarichi di vendita (come confermato dal fatto che tali richieste di vendita non trovarono compratori). In particolare, il prezzo indicato al proprio intermediario per la vendita del 1 settembre 2014 risultava invece inferiore a quello di mercato, il che consentì la vendita integrale delle azioni nella stessa giornata.

Il convincimento circa l'utilizzo delle informazioni da parte dell'opponente trovava poi conforto nelle dichiarazioni rese alla Consob dal funzionario di banca che seguiva la posizione dell'opponente, occorrendo altresì considerare che era del tutto inverosimile l'argomento difensivo secondo cui l'intimato fosse ignaro del prezzo delle azioni, dovendosi avere riguardo al fatto che questi era un manager navigato nonché esperto del mondo finanziario, essendo quindi inverosimile che avesse disposto una vendita senza prima informarsi della quotazione raggiunta dalle azioni da alienare.

Doveva altresì essere disatteso l'argomento per cui la vendita costituiva l'adempimento di un obbligo assunto dall'opponente nei confronti del gruppo Kering, atteso che, secondo la sentenza di merito, poiché il termine per tale vendita sarebbe venuto a scadere il 5 settembre 2014, l'opponente avrebbe avuto comunque il tempo e la possibilità di porre in vendita le azioni anche dopo la diffusione del comunicato e prima della scadenza del termine contrattuale, rispettando in tal modo gli impegni assunti con il nuovo datore di lavoro, senza perciò violare i divieti che gli incombevano quale insider.

Passando alla disamina del motivo di opposizione vertente sulla quantificazione della sanzione irrogata, la sentenza escludeva la fondatezza della tesi secondo cui non fossero più applicabili le sanzioni come previste dall'articolo 39 co. 3 della legge n.

262 del 2005, atteso che la successiva modifica introdotta dal decreto legislativo n. 72 del 2015, entrata in vigore il 16 febbraio 2017, espressamente disponeva la sua applicabilità alle sole violazioni commesse in epoca successiva, trovando quindi applicazione ai fatti commessi anteriormente la disciplina previgente. Secondo i giudici di merito, anche a voler ritenere invocabile il principio della *lex mitior*, la sanzione applicata rientrava all'interno della forbice edittale prevista sia dalla preesistente che dalla successiva normativa, non potendo avere seguito la tesi del secondo cui occorreva rimodulare la sanzione alla luce del nuovo minimo edittale, con un incremento percentuale corrispondente a quello determinato in sede di applicazione della sanzione.

Una volta esclusa la possibilità di invocare un criterio meramente aritmetico, secondo la sentenza, la sanzione irrogata pari ad euro 125.000,00, risultava congrua anche alla luce dei nuovi limiti edittali, e ciò in considerazione dell'oggettiva rilevanza del numero di azioni vendute, del corrispettivo ritratto da tale operazione, dell'entità del guadagno ritratto dal trasgressore, della tempistica dell'operazione tale da denotare una volontà dell'opponente di utilizzare l'informazione privilegiata, della gravità della condotta accertata, posto che l'opponente aveva in passato lavorato per la società licenziataria del marchio essendo poi transitato alle dipendenze della società titolare del marchio con incarico di supervisore, ed infine della rilevanza economica della vicenda.

Per l'effetto non ricorrevano i presupposti per fare applicazione di una sanzione inferiore a quella in concreto applicata.

Quanto all'ultimo motivo di opposizione che investiva la confisca in danno della parte, la Corte d'appello, richiamata la

natura obbligatoria della confisca di cui all'articolo 187 sexies, riferita al prodotto o al profitto degli illeciti, rilevava che lo strumento finanziario originariamente detenuto dall'opponente (le azioni della Safilo) una volta utilizzate per l'operazione illecita, si trasforma nel profitto dell'illecito stesso, senza che sia più possibile distinguere il suo valore legittimo iniziale da quello artificioso finale frutto dell'illecita negoziazione, non essendo possibile discernere tra un valore legittimo iniziale ed un valore finale, che si identificherebbe nel minor valore illegittimamente evitato.

2. Per la cassazione di tale sentenza ha proposto)
Roberto sulla base di otto motivi.

La Consob ha resistito con controricorso.

Entrambe le parti hanno depositato memorie ex art. 378 c.p.c.

3. Con il primo motivo di ricorso si denuncia la violazione degli artt. 181 e 187 bis del TUF, dell'art. 3 della legge n. 689/1981, nonché degli artt. 1362 e 1363 c.c.

Si rileva che in realtà la Kering e la Safilo il 1 settembre 2014 non avevano raggiunto alcun accordo sulla risoluzione del contratto di licenza Gucci, ma si erano limitate a fissare, in linea preparatoria, taluni elementi generali ed astratti dei futuri ed eventuali contratti che dovevano seguire alla risoluzione anticipata dell'accordo di licenza.

Alcuna rilevanza deve attribuirsi ai comunicati stampa del giorno seguente, sicchè deve escludersi che la vendita effettuata dal sia stata agevolata da un'informazione privilegiata.

La cessazione del rapporto di licenza era in ogni caso condizionata alla conclusione di ulteriori negoziati, e la successiva comunicazione del 2 settembre ha contribuito a

delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, devono essere interpretati nel senso che, in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento, possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi.

Alla luce di tale nozione, puntualmente recepita poi anche nella giurisprudenza nazionale (si veda Cass. pen. n. 39999/2019, a mente della quale nella nozione di "informazione privilegiata" rientrano anche le informazioni acquisite nelle tappe intermedie del processo che porta alla determinazione della circostanza o dell'evento futuro che incide sul prezzo degli strumenti finanziari o degli altri oggetti dell'operazione speculativa e sulle decisioni di un "investitore ragionevole", a condizione che si tratti di informazioni "precise" ai sensi dell'art. 7 del Regolamento UE n. 596 del 2014, e cioè sufficientemente specifiche da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto dell'evento pronosticato sui prezzi), non assume decisività la circostanza che già alla data del 1 settembre 2014 le società interessate al rapporto di licenza del marchio avessero già raggiunto un'intesa definitiva in merito a tutti gli aspetti anche economici concernenti la risoluzione anticipata del rapporto, ben potendosi legittimare una situazione idonea ad incidere sull'andamento del mercato, anche uno stadio particolarmente avanzato dell'intesa, sia pur non completo in tutti i suoi dettagli (stadio avanzato del quale dava contezza proprio il comunicato del giorno seguente).

Né vale invocare il riferimento alla nozione di puntuazione, quale delineata dall'ordinamento nazionale (si veda da ultimo

Cass. n. 2204/2020, secondo cui nella nozione di minuta o puntuazione del contratto rientrano tanto i documenti che contengono intese parziali in ordine al futuro regolamento di interessi tra le parti - cd. puntuazione di clausole -, quanto i documenti che predispongano con completezza un accordo negoziale in funzione preparatoria del medesimo - cd. puntuazione completa di clausole -, poiché anche a voler ritenere che nel primo caso non possa ancora reputarsi perfezionato un accordo, come precisato in motivazione da Cass. S.U. n. 4628/2015, le puntuazioni possono sia ipotizzarsi nel caso in cui in cui le parti hanno solo iniziato a discutere di un possibile affare e senza alcun vincolo e fissano una possibile traccia di trattative, sia nel caso in cui la puntuazione sia vincolante sui profili in ordine ai quali l'accordo è irrevocabilmente raggiunto, restando da concordare secondo buona fede ulteriori punti.

In tale seconda ipotesi si tratta di un iniziale accordo che non può configurarsi ancora come preliminare perché mancano elementi essenziali, ma che esclude che di quelli fissati si torni a discutere.

Orbene, avuto riguardo alle stesse deduzioni di parte ricorrente, secondo cui all'esito dell'intesa del 1 settembre 2014, le parti avevano rimesso ogni effetto vincolante alla stipulazione di tre complessi contratti, emerge uno stadio avanzato delle contrattazioni che, sebbene ancora non connotato da definitività, quanto meno imponeva alle stesse di dover progredire negli ulteriori stadi concordati, secondo buona fede, in vista del raggiungimento del risultato finale della risoluzione anticipata.

Ne deriva che anche solo questa fase procedimentale delle trattative risulta idonea, secondo la nozione di informazione

privilegiata fornita dalla giurisprudenza eurounitaria, ad accreditare la conclusione che la conoscenza della stessa assicurava il possesso di un'informazione il cui indebito utilizzo legittima l'applicazione della previsione sanzionatoria in esame. Il motivo deve pertanto essere rigettato.

4. Il secondo motivo di ricorso denuncia la violazione e falsa applicazione dell'art. 2045 c.c. e dei principi generali in tema di inesigibilità della prestazione, in quanto non si sarebbe tenuto conto del fatto che il [redacted] in ragione di pregressi impegni assunti con il Gruppo Kering, nel momento in cui era passato alle sue dipendenze, era tenuto ad alienare le azioni in suo possesso della Safilo entro la data del 5 settembre 2014.

La vendita sanzionata era quindi il puntuale adempimento di quest'obbligo, sicchè era inesigibile pretendere dal medesimo che la vendita fosse effettuata successivamente, esponendo a sacrificio il proprio interesse ed il proprio patrimonio, a causa delle conseguenze che sarebbero scaturite dall'inadempimento agli obblighi di vendita.

In questo senso si era anche orientato un membro dissenziente della Consob che si era espresso a favore del ricorrente ritenendo invocabile la previsione di cui all'art. 2 co. 3 della Direttiva 2003/6/CE (oggi corrispondente all'art. 9 co. 3 del Reg. UE n. 596/2014)

Il motivo è infondato.

Incensurabile appare la valutazione resa sul punto dalla Corte d'Appello, che partendo dall'analisi della condotta tenuta dal ricorrente anche in data anteriore a quella della vendita, e con specifico riferimento agli ordini impartiti per la vendita, ha rilevato il repentino mutamento di atteggiamento della parte che, sebbene avesse in precedenza autorizzato la vendita per un prezzo ben superiore a quello di mercato, solo il 1

settembre, in coincidenza cronologica con la conoscenza dell'informazione reputata privilegiata, dava mandato al referente presso la banca della quale era cliente, di procedere alla vendita ad un prezzo inferiore a quello di mercato.

Il mutamento nell'atteggiamento del _____ è stato ricondotto dalla Corte d'Appello, con motivazione logica e congrua, alla precisa volontà dell'opponente di approfittare dell'informazione della quale era in possesso, al fine di evitare il pregiudizio che con elevata probabilità sarebbe scaturito per effetto dell'altamente probabile ribasso della quotazione di mercato delle azioni alienande.

Correttamente la sentenza gravata ha ricordato come per il ricorrente sarebbe stato possibile adempiere agli obblighi assunti con la Kering anche nei giorni seguenti, e sino alla data del 5 settembre, sicchè era esigibile dal ricorrente, ed in maniera tale da contemperare l'obbligo di vendita con l'esigenza di evitare l'abuso di informazioni privilegiate, che procedesse alla vendita una volta divenuta nota l'informazione di cui era in possesso, e ciò assicurando un adeguato contemperamento tra gli obblighi contrattuali e quelli scaturenti dal possesso dell'informazione in oggetto, il cui utilizzo abusivo risulta sanzionato anche dall'ordinamento penale (e ciò consente di escludere la ricorrenza della buona fede che, unitamente alla necessità di ottemperare un obbligo giunto a scadenza, esclude l'illiceità della condotta, emergendo invece la volontà di eludere il divieto di abuso delle informazioni privilegiate) .

Con apprezzamento in fatto, non sindacabile in questa sede, la sentenza impugnata ha quindi ritenuto che abbia assunto rilevanza prioritaria l'intento del _____ di trarre il massimo vantaggio in termini economici da un'informazione in suo



possesso, e con un utilizzo contrario alla legge, non potendosi reputare in alcun modo giustificata, soprattutto con una connotazione di inesigibilità, l'esistenza di un obbligo di vendita, che ben avrebbe potuto essere adempiuto anche nei giorni seguenti, ma senza incorrere nella violazione contestata, non potendo assurgere l'esigenza di evitare un depauperamento, a causa esimente da responsabilità.

Ad avviso della Corte la prevalenza degli interessi pubblicistici presidiati dalla disciplina in tema di market abuse, rispetto al contrapposto interesse del ricorrente a minimizzare la perdita patrimoniale, derivante dal dover adempiere ad un obbligo contrattuale, esclude quindi che possa reputarsi inesigibile la condotta invece reputata come doverosa, ed individuata nella vendita delle azioni una volta resa pubblica la notizia privilegiata.

Il motivo deve essere rigettato.

5. Il terzo motivo di ricorso denuncia la violazione degli artt. 3 della legge n. 689/1981, 43 c.p. e 187 bis TUF, atteso che, avuto riguardo alle deduzioni sviluppate nei primi due motivi di ricorso, deve escludersi che il ricorrente abbia dolosamente utilizzato le presunte informazioni privilegiate, sicchè l'elemento psicologico che connota la sua condotta è al più colposo, con evidenti ricadute sulla pretesa gravità della condotta ascrittagli.

Il motivo è inammissibile in quanto contesta un apprezzamento in fatto del giudice di merito, aspirando in tal modo ad ottenere una diversa valutazione da parte di questa Corte, trasformando indebitamente il giudizio di legittimità in un terzo grado di merito.

La Corte d'Appello, in relazione ad entrambi i profili attinti dai primi due motivi, con motivazione esaustiva e coerente, ha

rilevato come la stessa cronologia degli eventi, la rapida scansione temporale esistente tra l'intesa preliminare del 1 settembre e l'immediato ordine impartito per la vendita delle azioni, nonché le differenti modalità con le quali si dava incarico di procedere all'alienazione delle stesse, in rapporto a quanto invece disposto nel passato, deponessero in maniera inequivoca per la conclusione presuntiva secondo cui il ricorrente, avvedutosi dell'imminente calo del prezzo di mercato delle sue azioni, intendeva liberarsene il più rapidamente possibile, traendo il massimo vantaggio economico dall'operazione, prevalendo sul pur esistente obbligo di vendita, però suscettibile di essere adempiuto anche in data successiva, l'intento, evidentemente doloso, di abusare dell'informazione posseduta.

Solo nelle memorie, e senza che in ricorso fosse stata data rilevanza a tali vicende, il ricorrente si profonde nell'illustrazione delle varie modalità con le quali nel corso del tempo avrebbe provveduto a liberarsi del pacchetto azionario della Safilo di cui era titolare, ma, in disparte l'inammissibilità di tale tardiva allegazione in fatto, resta fermo l'accertamento del giudice di merito che ha ritenuto di riscontrare la precisa volontà del ricorrente di abusare dell'informazione della quale era venuto in possesso, dando indicazioni per la vendita per la prima volta ad un prezzo inferiore a quello sino a quel momento atteso (né rileva che le trattative per la cessazione della licenza fossero in corso già in precedenza, ben potendosi spiegare la condotta del ricorrente nell'intento di attendere il momento più opportuno per la vendita ad un prezzo inferiore l'ultimo momento utile, prima della diffusione della notizia all'esterno).

6. Il quarto motivo di ricorso denuncia la violazione degli artt. 187 bis TUF e 6 co. 3 del D. Lgs. n. 72/2015, quanto alla

mancata applicazione della meno grave disciplina sanzionatoria introdotta dalla novella del 2015.

Si evidenzia che, a seguito dell'intervento del legislatore del 2015, sono state previste delle sanzioni inferiori rispetto a quelle dettate per la violazione contestata in conseguenza dell'entrata in vigore dell'art. 39 co. 3 della legge n. 262/2005.

La decisione gravata ha però ritenuto applicabili i più elevati termini edittali della sanzione, sostenendo che per effetto della scelta del legislatore, ai fatti di causa non potesse trovare applicazione la normativa sopravvenuta, senza però tenere conto della natura sostanziale penale dell'illecito contestato, che imporrebbe l'applicazione della *lex mitior*, anche senza necessità di un intervento della Corte Costituzionale.

Ne deriva l'illegittimità della valutazione espressa sul punto dal giudice di merito, in quanto ancorata ad un quadro di riferimento sanzionatorio non più applicabile.

Il quinto motivo denuncia la violazione degli artt. 187 bis TUF e dell'art. 4 co. 9 del D. Lgs. n. 107/2018.

Si sottolinea che nelle more è intervenuto il D. Lgs. n. 107/2018 che ha a sua volta rimodellato il trattamento sanzionatorio dell'illecito di cui all'art. 187 bis TUF, introducendo quindi una nuova norma più favorevole della quale occorre fare applicazione.

Il sesto motivo di ricorso denuncia la violazione degli artt. 11 della legge n. 689/81, 99 e 112 c.p.c.

La Corte d'Appello ha reputato che la sanzione irrogata dalla Consob, nell'importo pari ad € 125.000,00 (allorché il minimo edittale era pari ad € 100.000,00) fosse da reputarsi congrua ove anche si facesse riferimento ai nuovi limiti edittali introdotti dalla novella del 2015 (che prevede un minimo di € 20.000,00).



Si osserva che i detti limiti edittali costituiscono un *prius* logico e cronologico per il giudizio in termini di congruità della sanzione sicché l'individuazione dei vari parametri sulla base dei quali graduare la stessa non può obliterare la necessità di rapportare la valutazione alla diversa cornice edittale.

La considerazione espressa in sentenza secondo cui la sanzione di € 125.000,00 sarebbe congrua anche alla luce del nuovo quadro normativo di riferimento implica una violazione dell'art. 11 della legge n. 689/81, in quanto si addiverrebbe ad applicare la medesima sanzione anche in presenza di una ben diversa forchetta edittale sottostante.

Inoltre, in tal modo si determinerebbe una sorta di *reformatio in peius* della condanna, in violazione dei principi posti dagli artt. 99 e 112 c.p.c.

Ne deriva che la valutazione del giudice circa la correttezza della sanzione irrogata non poteva prescindere dalla previa individuazione del reale minimo edittale.

Il settimo motivo di ricorso denuncia la nullità della sentenza per la violazione degli artt. 132 co. 2 n. 4 c.p.c. e 118 disp. att. c.p.c. e 113 c.p.c.

La soluzione della Corte d'Appello, tale da ritenere congrua la sanzione anche alla luce del più favorevole quadro normativo di riferimento, si ripercuote anche in un vizio della motivazione, in quanto affermare che la sanzione debba restare confermata nel suo importo (inizialmente fissato sulla base di più elevati minimi edittali) anche avuto riguardo ad un nuovo trattamento normativo più favorevole, costituisce un'ipotesi di contrasto irriducibile tra affermazioni inconciliabili, atteso che a monte risulta carente anche la corretta individuazione della norma applicabile.



Inoltre, l'art. 113 c.p.c. impone al giudice di dover decidere secondo diritto, posto che la soluzione alla quale è pervenuta la Corte distrettuale è il frutto di una decisione assunta prescindendo dalla corretta applicazione della legge.

I motivi, che nel loro insieme investono la correttezza della sanzione pecuniaria irrogata al _____ possono essere congiuntamente esaminati per la loro connessione.

Rileva il Collegio che in epoca successiva alla proposizione del ricorso, è intervenuta la sentenza n. 63/2019 della Corte Costituzionale che ha dichiarato costituzionalmente illegittimo l'art. 6, comma 2, del decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72, in relazione agli artt. 3 e 117 comma 1° della Costituzione, quest'ultimo per rinvio all'art. 7 della CEDU, nella parte in cui esclude l'applicazione retroattiva delle modifiche favorevoli apportate dal terzo comma dello stesso art. 6 alle sanzioni amministrative previste per l'illecito disciplinato dall'art. 187-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dato che la regola di derivazione penale deve ritenersi applicabile anche agli illeciti amministrativi aventi natura e funzione punitiva, salvo che vi sia la necessità di tutelare interessi di rango costituzionale prevalenti tali da resistere al «vaglio positivo di ragionevolezza», al cui metro debbono essere valutate le deroghe al principio di retroattività *in mitius*.

Tale declaratoria di illegittimità evidenzia quindi la fondatezza della doglianza di cui al quarto motivo nella parte in cui si evidenzia la necessità, in ragione della natura sostanziale penale dell'illecito, di fare applicazione della norma più favorevole sopravvenuta, e rende però irrilevante la diversa censura formulata in relazione all'incidenza nella fattispecie della successiva novella dell'art. 4, comma 9, del decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, recante «Norme di

adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/UE, 2003/125/CE e 2004/72/CE», che - in attuazione della legge 25 ottobre 2017, n. 163 (Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2016 - 2017) - ha adeguato la legislazione nazionale al regolamento (UE) n. 596/2014, modificando ulteriormente, per quanto in questa sede rileva, l'art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998, descrivendo le condotte costitutive dell'illecito (ridenominato «Abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate») attraverso un mero rinvio alle ipotesi indicate nell'art. 14 del predetto regolamento UE, e disponendo poi che tali condotte siano punite con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila a cinque milioni di euro, aumentabili fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per effetto dell'illecito, nei casi previsti dal comma 5 dello stesso art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998.

A seguito di tali ultime modifiche, e rispetto al quadro sanzionatorio modificato nel 2015, dunque, l'illecito amministrativo in parola resta punibile con la sanzione amministrativa pecuniaria minima di ventimila euro, mentre il massimo edittale è ora innalzato a cinque milioni di euro (salvi gli aumenti nei casi previsti dal comma 5).

La modifica de qua avendo quindi inciso solo sul massimo, ed in senso più sfavorevole all'autore dell'illecito, come peraltro evidenziato dalla stessa Corte Costituzionale nella sentenza citata, rende la novella del 2018 non invocabile nella fattispecie atteso che nulla ha disposto, però, il legislatore del 2018 in



merito all'applicazione nel tempo della nuova disciplina, facendo così ritenere che abbia inteso assegnarle efficacia soltanto per il futuro.

Tornando alla previsione frutto della novella del 2006, è stata evidenziata la natura sostanzialmente punitiva della sanzione pecuniaria stabilita dal D. Lgs. n. 58 del 1998, art. 187-bis, che è stata ravvisata dalla Corte Costituzionale alla luce della sua "elevatissima carica afflittiva", giacché "destinata, nelle intenzioni del legislatore, ad eccedere il valore del profitto in concreto conseguito dall'autore, a sua volta oggetto di separata confisca", "in funzione di una finalità di deterrenza, o prevenzione generale negativa, che è certamente comune anche alle pene in senso stretto". La natura "penale" di tale sanzione, ai sensi dell'art. 50 CDFUE, proprio in considerazione del suo "elevato carico di severità", è stata, peraltro, conclamata anche dalla Corte di giustizia dell'Unione Europea (sentenza 20 marzo 2018, Di Puma e altri, in cause C-596/16 e C-596/16, paragrafo 38; nello stesso senso, ancora Cass. Sez. 2, 06/12/2018, n. 31632).

Corte Cost. 21 marzo 2019, n. 63, ha quindi negato la legittimità della deroga, contenuta nel D. Lgs. n. 72 del 2015, art. 6, comma 2, alla retroattività *in mitius* del più favorevole regime sanzionatorio introdotto dal D. Lgs. n. 72 del 2015 (il cui principale effetto pratico è consistito nella "dequintuplicazione" delle sanzioni amministrative previste dal D. Lgs. n. 58 del 1998), risultandone irragionevolmente sacrificato il diritto degli autori dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate a vedersi applicare una sanzione proporzionata al disvalore del fatto, secondo il mutato apprezzamento del legislatore, che riflette, evidentemente, la



consapevolezza del carattere non proporzionato di un minimo edittale di centomila Euro.

Questa Corte ha peraltro avuto modo di pronunciarsi in merito agli effetti della detta declaratoria di incostituzionalità avendo quindi affermato che (Cass. n. 8782/2020) per effetto della pronuncia della Corte costituzionale del 21 marzo 2019, n. 63, va cassata la sentenza che abbia ritenuto legittima la sanzione pecuniaria prevista dalla disciplina dichiarata incostituzionale, imponendosi una diversa valutazione in ordine alla sanzione da applicare.

Nel precedente ora citato, si è poi reputato che non potesse escludere la cassazione, la considerazione svolta dalla Corte d'appello di Milano, secondo cui la sanzione concretamente irrogata si collocava comunque all'interno della nuova cornice edittale (da ventimila a tre milioni di Euro, per effetto del D. Lgs. n. 72 del 2015, art. 6, comma 3, salva la possibilità di procedere agli aumenti di cui dello stesso art. 6, comma 5 e poi da ventimila Euro a cinque milioni di Euro, per effetto del D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107, art. 4, comma 9, aumentabili fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per effetto dell'illecito, nei casi previsti del D. Lgs. n. 58 del 1998, stesso art. 187-bis, comma 5), in quanto non si è escluso che, a seguito della sentenza della Corte costituzionale n. 63 del 2019, debba non di meno ritenersi illegittima la sanzione inflitta sulla base della cornice sanzionatoria previgente (arg. da Cass. pen. Sez. U, 26/02/2015 - dep. 28/07/2015, n. 33040; Cass. pen. Sez. U, 26/02/2015 - dep. 15/09/2015, n. 37107), non essendo, peraltro, il giudice di rinvio, chiamato a rimodulare la sanzione entro il nuovo ambito edittale, neppure necessariamente tenuto a seguire un criterio proporzionale di

tipo aritmetico correlato all'importo calcolato prima della declaratoria di incostituzionalità, pur rimanendo intatto il giudizio di disvalore espresso in precedenza.

La differenza che presenta la vicenda in esame è che la Corte d'Appello non si è limitata a far riferimento alla continenza della sanzione irrogata anche nella diversa cornice edittale che scaturisce dall'applicazione della norma sopravvenuta più favorevole, ma avuto riguardo ad una serie di parametri rappresentati dall'oggettiva rilevanza del numero delle azioni vendute e del corrispettivo ritratto, dall'entità del guadagno del

della tempistica delle vicenda, sintomatica di una spiccata volontà dell'opponente di utilizzare l'informazione della quale era venuto a conoscenza per il ruolo svolto nella vicenda contrattuale, della gravità della condotta accertata e della rilevanza della vicenda economica sottesa alla contestazione mossa al ricorrente, ha affermato che la sanzione irrogata dovesse reputarsi congrua anche alla luce dei minimi edittali introdotti dalla nuova previsione normativa.

Reputa il Collegio però che tale ragionamento non possa essere avallato, e ciò proprio alla luce della giurisprudenza penale di questa Corte, come sopra richiamata, che ha anche successivamente affermato il principio secondo cui (Cass. pen. S.U. n. 46653/2015) il diritto dell'imputato, desumibile dall'art. 2, comma quarto, cod. pen., di essere giudicato in base al trattamento più favorevole tra quelli succedutisi nel tempo, comporta per il giudice della cognizione il dovere di applicare la "*lex mitior*" anche nel caso in cui la pena inflitta con la legge previgente rientri nella nuova cornice sopravvenuta, in quanto la finalità rieducativa della pena ed il rispetto dei principi di uguaglianza e di proporzionalità impongono di rivalutare la misura della sanzione, precedentemente individuata, sulla base



dei parametri edittali modificati dal legislatore in termini di minore gravità (Cass. pen. n. 10169/2016; Cass. pen. n. 3481/2019; Cass. pen. n. 29431/2018).

Ancorché non possa darsi seguito al metodo suggerito dal ricorrente di procedere ad una rideterminazione della pena ponendo a raffronto i diversi minimi edittali e praticando su quello più favorevole il medesimo aumento percentuale corrispondente a quello praticato dalla Consob in rapporto al più elevato minimo preesistente, va ribadita la necessità che la valutazione circa la congruità della pena debba essere compiuta avendo a specifico parametro di riferimento i parametri edittali effettivamente applicabili alla fattispecie, sebbene invocabili in ragione del principio della *lex mitior*.

La conclusione cui è pervenuta la Corte d'Appello di ritenere congrua la sanzione nell'importo individuato nel provvedimento impugnato, essendo indifferente la forbice edittale effettivamente invocabile si traduce un un'irrimediabile nullità della motivazione per un contrasto irriducibile tra affermazioni inconciliabili (come appunto prescritto per la configurazione della violazione dell'art. 132 co. 1 n. 4 c.p.c., da Cass. S.U. n. 8053/2014), in quanto addiviene alla conclusione secondo cui la medesima condotta sarebbe meritevole della medesima sanzione anche a fronte di un nuovo quadro sanzionatorio nel quale il minimo edittale è di ben cinque volte inferiore a quello sulla base del quale è stata originariamente determinata la sanzione irrogata.

La parte riceverebbe quindi il medesimo trattamento, pur a fronte di una valutazione in termini di rilevanza sanzionatoria molto meno grave da parte della novella legislativa, rendendo di fatto meramente declamatori i parametri cui la Corte

d'Appello pur mostra di volersi attenere, stante l'assoluta identità del fatto storico sanzionato.

La sentenza impugnata deve quindi essere cassata con rinvio alla Corte d'Appello di Venezia in diversa composizione, affinché rimoduli la sanzione entro il nuovo ambito edittale, sebbene non necessariamente tenuto a seguire un criterio proporzionale di tipo aritmetico correlato all'importo calcolato prima della declaratoria di incostituzionalità, immutato il giudizio di disvalore espresso in precedenza

7. L'ottavo motivo di ricorso denuncia la violazione dell'art. 187 sexies del TUF quanto alla confisca da parte della Consob della somma di € 632.018,00, e cioè sino alla concorrenza del prodotto dell'illecito (equivalente alla somma del valore dei beni strumentali utilizzati) e del profitto realizzato (inteso come l'evitata perdita conseguente al decremento del prezzo delle azioni al quale sarebbe andato incontro il ricorrente, nel caso di vendita successiva alla diffusione dei comunicati della Safilo e del Gruppo Kering).

Si lamenta che erroneamente la Corte d'Appello ha ritenuto che la detta somma corrisponda ad una nozione ampia di profitto, comprensiva dello strumento finanziario utilizzato, che per effetto della violazione ha mutato artificialmente il proprio valore, dovendosi quindi identificare nel prodotto dell'illecito commesso.

Si denuncia l'erroneità di tale interpretazione della norma che contraddice la tradizione distinzione tra prodotto e profitto dell'illecito.

Si impone quindi un'interpretazione ragionevole della norma che legittimi la confisca del solo prodotto e cioè, in relazione al caso in esame, alla differenza tra la somma ricavata dalla vendita avvenuta con abuso dell'informazione privilegiata e

l'importo che si sarebbe in ogni caso conseguito ove la vendita fosse avvenuta dopo che la notizia era stata resa pubblica.

In alternativa si è suggerito di determinare il prodotto, tenendo conto del costo di acquisto delle azioni da parte del , prima di eventuali illeciti.

In vista della decisione del motivo va segnalato che nelle more tra la presentazione del ricorso e la discussione della causa è intervenuta la sentenza della Corte Costituzionale n. 112 del 2019 che ha dichiarato costituzionalmente illegittimo l'art. 187-sexies d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, nel testo originariamente introdotto dall'art. 9, comma 2, lett. a), l. 18 aprile 2005, n. 62, nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito di insider trading e dei beni utilizzati per commetterlo, e non del solo profitto.

Si è, infatti, affermato che la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del «prodotto» degli illeciti previsti dal Titolo I-bis, Capo III, del d.lg. n. 58 del 1998 e dei «beni utilizzati» per commetterli conduce a risultati sanzionatori manifestamente sproporzionati per eccesso rispetto alla gravità degli illeciti in questione, ponendosi in contrasto con gli artt. 3, 42 e 117, comma 1, Cost., quest'ultimo in relazione all'art. 1 Prot. addiz. CEDU, nonché degli artt. 11 e 117, comma 1, Cost. in relazione agli artt. 17 e 49, par. 3, CDFUE.

Infatti, in tema di abusi di mercato, mentre l'ablazione del «profitto» ha una mera funzione ripristinatoria della situazione patrimoniale precedente in capo all'autore, la confisca del «prodotto» — identificato nell'intero ammontare degli strumenti acquistati dall'autore, ovvero nell'intera somma ricavata dalla loro alienazione — così come quella dei «beni utilizzati» per commettere l'illecito — identificati nelle somme di denaro investite nella transazione, ovvero negli strumenti

finanziari alienati dall'autore — ha un effetto peggiorativo rispetto alla situazione patrimoniale del trasgressore, assumendo pertanto una connotazione “punitiva” che infligge all'autore dell'illecito una limitazione al diritto di proprietà di portata superiore (e, di regola, assai superiore) a quella che deriverebbe dalla mera ablazione dell'ingiusto vantaggio economico ricavato dall'illecito, trattandosi per di più di sanzione che non consente all'autorità amministrativa, e poi al giudice, alcuna modulazione quantitativa. Ciò si aggiunge all'afflizione determinata dalle altre sanzioni previste dal d.lg. n. 58 del 1998 e, in particolare, dalla sanzione amministrativa pecuniaria, la cui cornice edittale è essa pure di eccezionale severità, anche se graduabile in funzione della concreta gravità dell'illecito e delle condizioni economiche dell'autore dell'infrazione. Peraltro, lo stesso diritto dell'Unione europea non impone la confisca del «prodotto» dell'illecito e dei «beni utilizzati» per commetterlo, richiedendo soltanto agli Stati membri (Regolamento n. 596/2014, art. 30, par. 2, lett. b) di prevedere la restituzione del solo “vantaggio economico” (in termini di guadagno o di perdita evitata) ottenuto dal compimento di un'operazione in condizioni di asimmetria informativa e in violazione di un dovere di astensione — per effetto del possesso di un'informazione privilegiata — rispetto alla generalità degli operatori nel mercato degli strumenti finanziari.

La sentenza, dopo avere escluso che le modifiche apportate alla disposizione censurata dal decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, potessero incidere sulla soluzione della questione, dovendosi senz'altro escludere che l'eventuale applicazione della disposizione novellata nel caso concreto potesse produrre effetti *in mitius* rispetto alla previgente

disciplina, ha ricordato come secondo le consolidate conclusioni della scienza penalistica, «prodotto» di un illecito è «il risultato empirico dell'illecito, cioè le cose create, trasformate, adulterate o acquistate mediante il reato» (Corte di cassazione, sezioni unite penali, sentenza 27 marzo 2008, n. 26654).

Per l'effetto, il «prodotto» di un illecito come l'abuso di informazioni privilegiate - che consiste, nel suo nucleo essenziale, nel compimento di operazioni di compravendita di strumenti finanziari da parte di chi possieda un'informazione ancora riservata, la cui successiva diffusione al pubblico potrebbe determinare una variazione del prezzo di tali strumenti - non può che essere rappresentato dall'insieme degli strumenti acquistati, ovvero dall'intera somma ricavata dalla loro vendita.

Il «profitto» è, invece, l'utilità economica conseguita mediante la commissione dell'illecito e nelle ipotesi di acquisto di strumenti finanziari, il profitto consiste dunque nel risultato economico dell'operazione valutato nel momento in cui l'informazione privilegiata della quale l'agente disponeva diviene pubblica, calcolato più in particolare sottraendo al valore degli strumenti finanziari acquistati il costo effettivamente sostenuto dall'autore per compiere l'operazione, così da quantificare l'effettivo "guadagno" (in termini finanziari, la "plusvalenza") ovvero, il "risparmio di spesa" che l'agente abbia tratto dall'operazione.

Nelle ipotesi di vendita di strumenti finanziari sulla base di un'informazione privilegiata, come nella vicenda in esame, il «profitto» conseguito si identifica nella "perdita evitata" in rapporto al successivo deprezzamento degli strumenti, conseguente alla diffusione dell'informazione medesima; e dunque andrà calcolato sulla base della differenza tra il



corrispettivo ottenuto dalla vendita degli strumenti finanziari, e il loro successivo (diminuito) valore.

Poste tali premesse, ha altresì ricordato che, in tema di abusi di mercato, mentre l'ablazione del «profitto» ha una mera funzione ripristinatoria della situazione patrimoniale precedente in capo all'autore, la confisca del «prodotto» - identificato nell'intero ammontare degli strumenti acquistati dall'autore, ovvero nell'intera somma ricavata dalla loro alienazione - così come quella dei «beni utilizzati» per commettere l'illecito - identificati nelle somme di denaro investite nella transazione, ovvero negli strumenti finanziari alienati dall'autore - ha un effetto peggiorativo rispetto alla situazione patrimoniale del trasgressore, assumendo una connotazione "punitiva", infliggendo all'autore dell'illecito una limitazione al diritto di proprietà di portata superiore (e, di regola, assai superiore) a quella che deriverebbe dalla mera ablazione dell'ingiusto vantaggio economico ricavato dall'illecito.

Secondo la Consulta, la combinazione tra una sanzione pecuniaria di eccezionale severità, ma graduabile in funzione della concreta gravità dell'illecito e delle condizioni economiche dell'autore dell'infrazione, e una ulteriore sanzione anch'essa di carattere "punitivo" come quella rappresentata dalla confisca del prodotto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito, necessariamente conduce, nella prassi applicativa, a risultati sanzionatori manifestamente sproporzionati, così che è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale della previsione della confisca obbligatoria del «prodotto» dell'illecito amministrativo e dei «beni utilizzati» per commetterlo, come sopra ricordato.

Peraltro, è stato specificato in sentenza (affermazione che rileva in questa sede al fine di replicare ad un'obiezione sollevata dalla Consob nel suo controricorso, pag. 50) che,

ancorché il giudice a quo sembrasse aver circoscritto la questione alla dichiarazione di illegittimità costituzionale della sola previsione della confisca per equivalente, tuttavia doveva reputarsi che l'effetto manifestamente sproporzionato della confisca in oggetto non dipende dal fatto che la misura abbia ad oggetto direttamente i beni o il denaro ricavati dalla transazione o utilizzati nella transazione stessa, ovvero beni o denaro di valore equivalente, quanto, piuttosto, dalla stessa previsione dell'obbligo di procedere alla confisca del «prodotto» dell'illecito e dei «beni utilizzati» per commetterlo.

Rileva il Collegio che solo in udienza il difensore della Cosnob ha dato atto che sarebbe stata annullata in autotutela la confisca nella parte che eccede il profitto dell'illecito contestato, con la restituzione della somma eccedente.

Tuttavia, ancorché di tale evento sia stata data conferma da parte del ricorrente, non risulta versato in atti il relativo provvedimento, apparendo la dichiarazione di carattere generico e non consentendo di verificare l'esatta applicazione nello stesso degli effetti scaturenti dalla sentenza della Consulta.

Anche in relazione a tale motivo la sentenza impugnata deve quindi essere cassata, dovendo il giudice di rinvio, come sopra individuato, rideterminare i beni di sottoporre a confisca (anche previa verifica della correttezza del provvedimento al quale ha fatto cenno il difensore della controricorrente), alla luce dell'intervento della Corte Costituzionale.

8. Il giudice del rinvio provvederà anche alla liquidazione delle spese del presente giudizio.

P.Q.M.

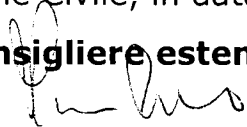
La Corte accoglie il quarto, quinto, sesto, settimo ed ottavo motivo nei limiti di cui in motivazione, e rigettati i primi tre



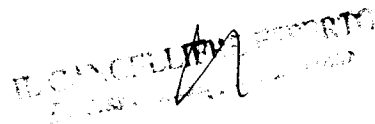
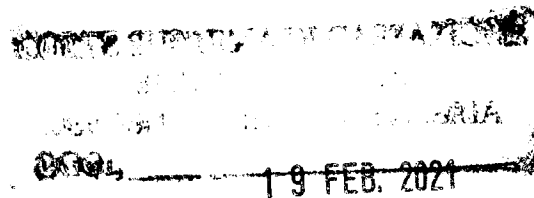
motivi, cassa la sentenza in relazione ai motivi accolti, con rinvio alla Corte d'Appello di Venezia in diversa composizione, che provvederà anche sulle spese del presente giudizio.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della 2^a Sezione Civile, in data 9 dicembre 2020.

Il Consigliere estensore



Il Presidente



IL CANCELLIERE