

REPUBBLICA ITALIANA  
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO  
LA CORTE D'APPELLO DI TORINO

Sezione I civile

Riunita in camera di consiglio nelle persone dei Magistrati:

dott. Renata Silva– Presidente

dott. Tiziana Maccarrone - Consigliere relatore

dott. Gian Paolo Macagno – Consigliere

ha pronunciato la seguente

SENTENZA

Nel procedimento di opposizione ex art.187 *septies* d. lgs. n.58 del 1998, n.2353/2017 RG, trattenuto in riserva all'udienza collegiale del 10.4.2018, promosso da:

rappresentato e difeso dagli avv. Toti S. Musumeci, Eva R. Desana, M. Elodie Musumeci del Foro di Torino, elettivamente domiciliato presso questi ultimi in Torino, via Ettore de Sonnaz n.14 -per gli avvisi e le comunicazioni di rito, numero di fax: 0112170900; indirizzi PEC: [toti.musumeci@pec.madlex.it](mailto:toti.musumeci@pec.madlex.it), [eva.desana@pec.madlex.it](mailto:eva.desana@pec.madlex.it) e [elodie.musumeci@pec.madlex.it](mailto:elodie.musumeci@pec.madlex.it)-, come da delega in atti,

-ricorrente-

nei confronti di

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, in persona del Commissario, rappresentata e difesa dagli avv.

come da delega in atti,

-resistente-

Conclusioni delle parti costituite:

Gli avv. T. Musumeci, E. Desana e E. Musumeci per il ricorrente hanno così concluso. “““Voglia l'Ill.ma Corte adita, previe le declaratorie del caso, respinta ogni contraria domanda, istanza, eccezione, deduzione o produzione, ... in via preliminare e con riserva di gravame, - dichiarare la nullità, o comunque



annullare, revocare o dichiarare priva di ogni efficacia, previa disapplicazione di ogni atto o regolamento illegittimo, la Delibera e con essa l'intero Procedimento Sanzionatorio per violazione del termine perentorio di notificazione della Contestazione ai sensi dell'art. 187-septies, comma 1, TUF; - dichiarare la nullità, o comunque annullare, revocare o dichiarare priva di ogni efficacia la Delibera e l'intero Procedimento Sanzionatorio, previa disapplicazione di ogni atto o regolamento illegittimo, per violazione del principio del contraddittorio e/o del principio di separazione tra funzioni istruttorie e decisorie e per l'assenza di udienza pubblica, per le ragioni esposte nella parte in Diritto; nel merito, in via principale, - dichiarare la nullità, o comunque annullare, revocare o dichiarare priva di ogni efficacia la Delibera nei confronti del Ricorrente per tutte le ragioni esposte nel presente ricorso; - dichiarare non dovuta dal Ricorrente la sanzione amministrativa pecuniaria comminata con la Delibera, con ogni conseguente pronuncia, ordinando la restituzione delle somme eventualmente nel frattempo corrisposte, dichiarare non applicabile la relativa sanzione interdittiva e dichiarare l'estinzione della confisca sui beni dell'esponente ordinando la restituzione delle somme confiscate; - in ogni caso assolvere il Ricorrente dalle contestazioni e pretese tutte formulate da Consob nei suoi confronti; nel merito, in via subordinata e con espressa riserva di gravame - ridurre le sanzioni irrogate a carico del Ricorrente per le ragioni esposte nel ricorso, con ogni conseguente necessaria pronuncia, ordinando la restituzione delle somme eventualmente nel frattempo corrisposte a titolo di sanzione pecuniaria che risultassero in eccesso rispetto alla misura così rideterminata; - in ogni caso con vittoria di spese di giudizio, rimborso forfettario 15%, CPA, IVA. In via istruttoria si insta affinché l'ill.ma Corte d'Appello adita, - ammetta l'audizione personale del Ricorrente ai sensi dell'art. 187-septies, 7° co., TUF; - ammetta la produzione documentale allegata al presente ricorso e l'eventuale ulteriore produzione che verrà depositata nel corso del giudizio; - ordini a Consob l'esibizione dei documenti inerenti al parallelo procedimento sanzionatorio conclusosi con delibera Consob 20000 dell'11 maggio 2017, tra cui quantomeno il testo integrale della delibera, dell'atto di accertamento, del verbale dell'adunanza della Commissione dell'11 maggio 2017. Si indicano a testimoni i signori



### Fatto e diritto

Con ricorso, tempestivamente depositato e notificato unitamente al provvedimento di fissazione di udienza, ha sottoposto a critica la delibera n.20090 del 2.8.2017, notificatigli il 10.10.2017, e gli atti in essa richiamati e/o presupposti, con cui la CONSOB, ritenuta accertata la commissione di un illecito ex art.187 *bis* TUF, ha applicato nei suoi confronti la sanzione amministrativa pecuniaria per complessivi € 130.000,00, la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria, ex art.187 *quater* co 1 TUF per un totale di mesi quattro e la confisca obbligatoria, ex art.187 *sexies* TUF.

All'esito dell'attività ispettiva svolta e, quindi, dell'istruttoria condotta dall'ufficio interno a ciò deputato, seguita, dopo la fase decisoria, dalla pronuncia della delibera sanzionatoria impugnata, la CONSOB aveva ritenuto accertata la violazione, da parte del ricorrente, del disposto dell'art.187 *bis* TUF, consistita nel fatto che in possesso di informazione privilegiata,



l'avrebbe sfruttata acquistando per conto proprio 7500 azioni Poltrona Frau s.p.a. con tre operazioni poste in essere nei giorni 3 e 4 febbraio 2014; dette operazioni erano state effettuate a ridosso dell'annuncio, effettuato il 5 febbraio 2014, dell'accordo per l'acquisto da parte di Haworth inc del 58,6% del capitale sociale di Poltrona Frau s.p.a. dagli azionisti Charme Investments sca e Moschini s.r.l. e della conseguente promozione di un'OPA obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti il residuo capitale sociale di Poltrona Frau s.p.a., ex art.106 TUF.

I fatti sulla cui base la CONSOB aveva ritenuto accertate le violazioni oggetto di contestazione in questa sede –che saranno approfonditi e vagliati in parte motivati si possono sinteticamente così riassumere al fine di comprendere gli argomenti di merito dell'opposizione proposta: -dopo una serie di contatti iniziati a decorrere dalla fine di novembre del 2013, Haworth inc aveva formulato una proposta di acquisto del capitale sociale di Poltrona Frau s.p.a. pari al 58,6%, posseduto da Charme Investments sca e Moschini s.r.l., per la esplicitazione e valutazione della quale da parte di Moschini s.r.l. era stata disposta a Roma una riunione cui parteciparono Luca e Matteo Cordero di Montezemolo, Franco Moschini –socio di maggioranza- e Mario Paolo –amministratore della società-; all'esito dell'incontro, intervenuto il 2.2.2014, vi fu l'assenso da parte di Moschini s.r.l. all'adesione all'offerta, che venne resa pubblica, con le correlazioni di cui all'art.106 TUF, il 5.2.2014; il lunedì 3 febbraio 2014 Mario Paolo già tornato a Torino, passò dallo studio professionale che condivideva con altri commercialisti, tra cui lo stesso 3.2.2014, ad ore 9:32:42, effettuò via internet ordine di acquisto di 4.000 azioni Poltrona Frau con limite di prezzo di € 2,36; seguì un altro acquisto di 1.500 azioni, con le stesse modalità e con limite di prezzo di € 2,40 alle ore 14:12:44 dello stesso giorno; ancora un acquisto di 2.000 azioni fu disposto via internet il 4.2.2014 con limite di prezzo € 2,47, alle ore 15:13:46.

Le critiche di alla delibera impugnata e, prima ancora, agli atti in cui si è esplicitata l'attività svolta dalla CONSOB, particolarmente a quelli presupposti dalla delibera stessa, concernono: -1. Vizi del procedimento sanzionatorio, per violazione del principio del contraddittorio e del principio di separazione tra funzioni istruttorie e decisorie dell'autorità, entrambi sanciti dall'art.24 co 1 l.n.262/2005; la delibera CONSOB n.18750/2013, denominata “regolamento sul procedimento sanzionatorio della CONSOB ai sensi dell'art.24 della legge 28 dicembre 2005, n.262”, non è in realtà compiutamente attuativa dei



principi legislativi in questa contenuti ed è anzi violativa anche dell'art.6 CEDU; il nuovo regolamento CONSOB non assicura infatti il principio del contraddittorio attraverso lo svolgimento di udienza pubblica avanti ai Commissari e non garantisce la separazione tra funzioni istruttorie e decisorie - quindi l'imparzialità della CONSOB-; si richiamano in proposito anche la sentenza CEDU resa il 4.3.2014 sul caso Grande Stevens e altri/Italia e le sentenze del Consiglio di Stato n.1595 e 1596 del 26.3.2015; a seguito di dette pronunce la CONSOB ha modificato, il 25.4.2015, il proprio regolamento sul procedimento sanzionatorio ma non in modo tale da superare i rilievi di illegittimità sollevati, dato che, appunto, non ha previsto un'udienza pubblica, l'obbligo di separazione tra funzione istruttoria e decisoria, nonché l'obbligo dell'Ente di prendere posizione sulle argomentazioni e prove dedotte dagli incolpati a confutazione della tesi accusatoria; nel caso di specie, la CONSOB non ha ascoltato l'incolpato dinanzi alla Commissione, nonostante l'esplicita richiesta formulata in tal senso, e non ha in alcun modo preso posizione sulla seconda memoria difensiva, contenente nuove argomentazioni, presentata da

a ciò si aggiunge il fatto che il Presidente di CONSOB che ha sottoscritto la delibera sanzionatoria ha pure richiesto e sottoscritto l'istanza di autorizzazione al sequestro al Procuratore della Repubblica di Milano e disposto il sequestro, in contrasto con la separazione tra funzioni istruttorie e decisorie a garanzia dell'incolpato; -2. È stato violato il disposto dell'art.187 *septies* TUF, con cui è stato stabilito il termine perentorio di 180 giorni dall'accertamento della violazione per effettuare la notificazione dell'incolpazione al destinatario; si tratta di un termine di decadenza a tutela della piena esplicazione del diritto di difesa da parte dell'incolpato; nel caso di specie la contestazione è intervenuta dopo quasi tre anni dal verificarsi dell'asserita violazione e dall'avviamento delle indagini sull'operazione da parte di CONSOB; il rilevante lasso temporale è stato determinato dal fatto che l'attività preistruttoria di CONSOB si è irragionevolmente prolungata, quando tutti gli elementi per la valutazione della posizione del ricorrente si dovevano ritenere già acquisiti al più tardi il 4.9.2015, nel corso dell'audizione di Mario Paolo

-3. Nel merito, l'assunto accusatorio di CONSOB si fonda su un impianto probatorio presuntivo debole e comunque del tutto infondato, tanto più in considerazione del principio di innocenza sancito, in particolare, dall'art.6 n.2 CEDU e dall'art.48 CDFUE; in ogni caso il ragionamento presuntivo seguito da CONSOB non è affatto



condivisibile e i passaggi seguiti nulla dimostrano sul preteso trasferimento di informazione privilegiata e sul preteso utilizzo della stessa da parte dell'opponente; l'indizio su cui si fonda il ragionamento di CONSOB è costituito da un'unica e tutt'altro che precisa e circostanziata dichiarazione di Mario Paolo

che, in sede di audizione, si era limitato a riferire di un possibile incontro con i colleghi di studio, il lunedì mattina -3.2.2014- nel cui ambito forse aveva detto di doversi recare a Milano "perché si sta muovendo qualcosa sul ... sul discorso Poltrona Frau"; lo stesso ha però escluso in modo netto di aver dato informazioni sull'operazione Poltrona Frau; la CONSOB ha inoltre ipotizzato anche un secondo incontro tra e del quale non emerge alcuna traccia dagli atti istruttori e che appare anzi in contrasto con le dichiarazioni del primo; fatti contrari al ragionamento presuntivo di CONSOB sono derivanti dal carattere niente affatto anomalo degli investimenti rispetto alla normale operatività del nel settore finanziario, alle modalità degli investimenti in tre momenti separati, all'entità dell'investito, al limite di prezzo imposto; a ciò si aggiunge la specifica professionalità dell'incolpato, che era ben consapevole delle conseguenze della condotta che gli è stata ingiustificatamente contestata; -4. Si contesta comunque l'entità della sanzione irrogata che, in considerazione dell'assenza di gravità della condotta, della personalità dell'incolpato e delle sue condizioni economiche, avrebbe quantomeno dovuto essere contenuta nel minimo edittale. Per i motivi sinteticamente esposti

ha radicato la presente opposizione concludendo come sopra e integrando, in sede di discussione, le sue istanze con la contestazione della rispondenza alla normativa comunitaria e comunque della legittimità costituzionale: della disposizione che contempla l'illecito contestato, da considerare sostanzialmente penale per l'afflittività della sanzione prevista; della violazione del principio del *favor rei*, in applicazione del quale la CONSOB avrebbe dovuto fare riferimento alla *lex mitior* nella quantificazione delle sanzioni; della confisca, secondo le modalità per essa previste dall'art.187 *septies* TUF; per i profili da ultimo evidenziati in sede di discussione l'opponente ha chiesto che sia sollevata pregiudiziale avanti alla Corte di Giustizia Europea o questione di legittimità costituzionale. Il ricorrente ha pure formulato istanza di sospensione dell'esecuzione della delibera impugnata, chiedendo in sede istruttoria la propria audizione da parte del Collegio.



Si è ritualmente costituita Consob chiedendo il rigetto dell'opposizione proposta per tutti i profili di rito e di merito sollevati da L'Ente ha in particolare rilevato che: -la prima doglianza è inammissibile, poiché l'opponente non ha allegato alcuna effettiva lesione del suo diritto di difesa dipendente dai vizi procedurali prospettati; comunque il procedimento sanzionatorio delineato dalla CONSOB, come modificato con delibera del 29.5.2015 n.19158, è pienamente legittimo, come più volte ritenuto dalla Corte di Cassazione, anche alla luce delle indicazioni emergenti dalle sentenze del Consiglio di Stato n.1595 e 1596 del 2015; -la delibera di sequestro, che è un atto necessitato volto a garantire l'effettività della confisca obbligatoria in caso di accertamento dell'illecito, è stata adottata dalla CONSOB nella sua composizione collegiale, nel rispetto del procedimento a tal fine delineato; -le difese di sono state tutte compiutamente valutate; -quanto alla pretesa tardività della contestazione, si osserva che la fase di accertamento non si può ritenere conclusa se prima non sia completata l'acquisizione di tutti gli elementi necessari; nel caso di specie la data dell'avvio delle indagini è stata il 26.2.2015 e la data dell'ultima acquisizione informativa è quella del 24.11.2016, mentre nessun rilievo può avere la data di effettuazione dell'illecito ipotizzato; -nel merito, ribadita la piena legittimità della prova presuntiva, si sottolineano il contesto temporale degli acquisti rispetto all'OPA del 5.2.2014, il prezzo fissato per azione nell'OPA, molto remunerativo, l'acquisizione di notizia privilegiata da parte di collega di studio di nella mattinata del giorno successivo, la contiguità temporale rispetto a detto incontro degli acquisti di azioni Poltrona Frau, intervenuti tra il 3 e il 4 febbraio; tra i fatti noti utilizzati per ritenere effettivamente trasmessa da a l'informazione privilegiata non è stato affatto inserito un secondo incontro tra i due il 3.2.2014 ma si è ipotizzato che "una volta saputo dal che 'qualcosa si muove su poltrona Frau' tanto da rendere imminente la convocazione del CdA" di Moschini s.r.l. (della quale era sindaco), possa avere chiesto e ottenuto "ulteriori dettagli" sull'operazione -cfr. la comparsa di costituzione a pag.27-; non rileva il fatto che già in precedenza aveva investito in azioni Poltrona Frau; "l'informazione privilegiata può dirsi indebitamente sfruttata anche nelle ipotesi in cui la sua conoscenza abbia causalmente contribuito a rafforzare ed orientare la volontà dell'agente verso l'investimento, stimolandone l'operatività con l'eliminazione o compressione dei profili di rischio connaturati alle scelte



Firmato Da: MACCARRONE TIZIANA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 62dca2b3f9c23280883882d7afa494e9 - Firmato Da: SILVA RENATA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 5cc6573caacd542ae54aeb1bad128b3  
Firmato Da: RUSCAZIO MARIA STEFANIA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 43c6696524bb6e8bd64ad06961d7b65

dell'investitore ignaro della notizia privilegiata, che è esposto ai margini di incertezza 'naturalmente' collegati alle transazioni di borsa ed alle oscillazioni di mercato che le contraddistinguono" –cfr. la comparsa di costituzione a pag.31-; gli ordini di acquisto dell'opponente furono disposti con un limite di prezzo (in linea con i prezzi degli ultimi scambi realizzati prima dell'inserimento degli ordini) che ragionevolmente avrebbe determinato la conclusione dei contratti; il guadagno del [redacted] nella misura del 22% dell'investito, si deve considerare di tutto rispetto a prescindere dalla valutazione degli importi assoluti; -l'illecito contestato è di mera condotta e di pericolo; -la sanzione applicata non può essere ritenuta che congrua e a nulla può rilevare il confronto con la posizione di altri trasgressori, estranei al presente procedimento. Consob ha infine contestato, in sede di udienza di discussione, la ritualità delle questioni sollevate dall'opponente, con richiesta di proposizione di questioni preliminari alla Corte di Giustizia europea e di legittimità costituzionale, in ordine al carattere sostanzialmente penale della violazione e alle conseguenze in termini di sanzione irrogata e di applicazione del principio del *favor rei* e della legge più favorevole, e in relazione alla confisca, ritenendole tardivamente introdotte nel giudizio. Disposta la sospensione dell'efficacia del provvedimento impugnato, all'udienza di discussione, dopo l'audizione di [redacted] e di un funzionario CONSOB, le parti hanno esposto le loro difese reiterando le rispettive conclusioni; la Corte ha trattenuto il giudizio per la decisione, che motiva come segue.

\*\*\*\*\*

Appare opportuno riordinare le questioni, preliminari e di merito, sollevate dall'opponente secondo una scansione che ne individui l'ordine necessario di trattazione, in considerazione del carattere assorbente di alcune di esse rispetto alle altre.

Occorre esaminare per prima la questione riguardante la violazione dei principi di contraddittorio, di separazione tra funzioni istruttorie e decisorie, per mancanza di un'udienza pubblica avanti ai Commissari e per violazione dei principi di legalità e di difesa, dalla quale [redacted] deriva la nullità e/o l'annullamento e/o la revoca della delibera impugnata e del procedimento sanzionatorio del quale ha rappresentato l'esito, "previa disapplicazione di ogni atto o regolamento illegittimo"; le doglianze formulate in proposito attengono a profili procedurali che, se effettivamente violati, potrebbero avere un'incidenza





diretta sull'articolazione del presente procedimento, da verificare prima dell'esame del merito della controversia. Le questioni riguardanti gli ipotizzati contrasti con la CEDU e con il diritto comunitario e/o, comunque, con la Carta Costituzionale (natura sostanzialmente penale della sanzione irrogata, violazione del principio della proporzionalità della pena e del *favor rei*, ingiustificatezza della mancata applicazione della *lex mitior*, mancanza di offensività della condotta contestata), in relazione alle quali l'opponente ha formulato, per la prima volta in sede di discussione, richiesta di a) disapplicazione delle norme interne per preteso contrasto con l'art.49 CDFUE oppure di b) sospensione del processo con sottoposizione in via pregiudiziale alla Corte di Giustizia, ex art.267 TFUE oppure, infine, di c) proposizione di questione di legittimità costituzionale avanti alla Corte Costituzionale, presuppongono tutte che, in fatto, l'illecito contestato sia da ritenere effettivamente integrato in tutti i suoi elementi costitutivi; sarebbe impossibile, diversamente, una seria valutazione in ordine alla non manifesta infondatezza e, soprattutto, alla rilevanza delle questioni da sottoporre alla Corte Europea o al Giudice Costituzionale con riferimento a questo specifico processo. Esse dovranno pertanto essere trattate, anche sotto il profilo della rituale loro proposizione, contestato da CONSOB, solo se dovesse trovare conferma l'esistenza dell'illecito attribuito ad \_\_\_\_\_ sia sotto il profilo oggettivo che sotto il profilo soggettivo. Da ultimo dovranno trovare trattazione le questioni relative alla sanzione in concreto applicata e alla confisca, compresi ancora una volta, pure riguardo quest'ultima questione, i profili di inammissibilità prospettati da CONSOB per aver l'opponente proposto le proprie osservazioni solo in sede di discussione.

1. Violazione del principio del contraddittorio, della separazione tra funzioni istruttorie e decisorie, per mancanza di udienza pubblica avanti ai Commissari e per violazione del principio di legalità e del diritto di difesa.

Le questioni che l'opponente affronta con il motivo di doglianza in esame riguardano il procedimento sanzionatorio posto in essere dalla CONSOB, per il quale si ipotizza il contrasto con l'art.24 co 1 l.n.262/05 e successive modifiche, con l'art.6 CEDU, con l'art.24 Cost e con la legge n.241/90 e successive modifiche. Nella sostanza, secondo l'opponente, il regolamento del procedimento sanzionatorio CONSOB introdotto con delibera del 29.5.2015 n.19158 -che modifica la previgente delibera del 19.12.2013 n.18750- viola ancora il principio di separazione tra la fase istruttoria e quella decisoria –anche se modificato alla



luce delle indicazioni enucleabili dalla giurisprudenza europea e dalle sentenze del Consiglio di Stato n.1595/2015 e n.1596/2015-, con ripercussione evidente sulle garanzie di difesa e di contraddittorio, che non sarebbero adeguatamente tutelate per l'incolpato anche per la mancanza di udienza pubblica avanti ai Commissari.

lamentava pure che nello specifico procedimento conclusosi con il provvedimento a suo carico, oggetto di impugnazione, sia mancato in concreto il rispetto dei principi di difesa e del contraddittorio perché non sono state tenute realmente in considerazione le nuove circostanze evidenziante nella memoria difensiva depositata nella fase decisoria, né è stata disposta l'audizione dell'incolpato, pur specificamente richiesta.

Appare utile per la valutazione di entrambi i profili di contestazione riguardanti sia le caratteristiche del procedimento sanzionatorio come regolamentato da CONSOB, sia le caratteristiche dello specifico procedimento sanzionatorio conclusosi con la delibera impugnata da [redacted] evidenziare che in questa sede non è –e non può essere- sottoposta a vaglio, genericamente, la legittimità amministrativa dell'attività dell'Ente e delle relative fonti regolatrici: ciò che deve essere valutato, nella piena applicazione del disposto dell'art.187 *septies* co 4 e s. TUF, è solo la effettiva consistenza ed esistenza delle violazioni contestate, nei loro elementi costitutivi ed anche sotto il profilo –eventuale, ove per essa siano previsti minimi e massimi- dell'entità ed adeguatezza della sanzione irrogata, con piena esplicitazione del diritto di difesa nel rispetto del principio del contraddittorio, sulla base di tutti gli elementi di valutazione posti dalle parti a sostegno delle rispettive tesi -si richiama, comunque: Cass. n.25836/2011, che, in linea con un orientamento giurisprudenziale univoco, già enucleabile da Cass a SS UU n.20929/09 attraverso la ritenuta applicabilità dell'art.21 *octies* l.n.241/90, evidenzia come gli eventuali vizi del procedimento amministrativo ex art.195 TUF (che regola in modo analogo all'art.187 *septies* la procedura sanzionatoria per le sanzioni amministrative relative al titolo II del TUF: le valutazioni su di esso sono pertanto pienamente utilizzabili anche per il procedimento sanzionatorio disciplinato dall'art.187 *septies* TUF) non sono rilevanti, in ragione tanto della natura vincolata del provvedimento sanzionatorio (che presuppone una violazione amministrativa accertata), quanto della immutabilità del suo contenuto (appunto applicativo della sanzione normativamente prevista per la fattispecie in concreto accertata); in tal senso anche Cass. n.13433/2016, nella parte della motivazione riguardante l'esame del



terzo motivo di ricorso, che ribadisce l'orientamento anche dopo la sentenza CEDU del 2014 "Grande Stevens contro Italia". Non è possibile dedurre elementi di valutazione in senso diverso dall'art.24 l.n.262/2005 che, con riferimento specifico ai procedimenti della CONSOB di natura sanzionatoria, prescrive il "rispetto dei principi di conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione, della distinzione tra funzione istruttoria e funzione decisoria" rispetto all'irrogazione della sanzione, con obbligo di motivazione della decisione in relazione alle risultanze istruttorie, trattandosi di requisiti non innovativi, propri dei provvedimenti di carattere contenzioso o sanzionatorio, inidonei a porre nel nulla la limitazione di rilevanza dei vizi di provvedimenti vincolati in cui sia palese che il contenuto dispositivo non avrebbe potuto essere diverso –come è, si ripete, nel caso di specie in cui, una volta valutata positivamente l'esistenza della violazione, non poteva che essere applicata la sanzione individuata-.

La Suprema Corte, con la sentenza n.770/2017, ha ribadito i principi di valutazione in materia, già evidenziati nelle pronunce sopra richiamate, anche alla luce della giurisprudenza comunitaria: occupandosi dei profili relativi al rispetto del contraddittorio e del diritto di difesa nell'ambito del procedimento sanzionatorio CONSOB, la Corte ha infatti richiamato la pronuncia delle SSUU n.20935/2009 e l'orientamento conforme espresso in successive pronunce, rivalutandone la portata alla luce della sentenza CEDU 4.3.2014 "Grande Stevens contro Italia"; la Corte ha rilevato che in detta sentenza, sulla scorta della pregressa giurisprudenza della stessa CEDU, si precisa che "le carenze di tutela del contraddittorio che caratterizzano un procedimento amministrativo sanzionatorio non consentono di ritenere violato l'art.6 della Convenzione EDU (che appunto tutela i diritti di difesa e di contraddittorio) quando il provvedimento sanzionatorio sia impugnabile davanti ad una giurisdizione indipendente ed imparziale, che sia dotata di giurisdizione piena e che conosca dell'opposizione in un procedimento che garantisca il pieno dispiegamento del contraddittorio delle parti", dovendosi di conseguenza affermare che in materia di irrogazione di sanzioni amministrative, pur se da qualificare, alla stregua dei criteri elaborati dalla Corte EDU, come aventi natura sostanzialmente penale, "gli Stati possono scegliere se realizzare le garanzie del giusto processo di cui all'art.6 della Convenzione EDU già nella fase amministrativa ... o mediante l'assoggettamento del provvedimento sanzionatorio applicato dall'autorità



amministrativa (all'esito di un procedimento non connotato da quelle garanzie) ad un sindacato giurisdizionale pieno, di natura tendenzialmente sostitutiva, attuato attraverso un procedimento conforme alle prescrizioni dell'art.6 della Convenzione; nel secondo caso, non può ritenersi che il procedimento amministrativo sia illegittimo, in relazione ai parametri fissati dall'art.6 della Convenzione, e che la successiva fase giurisdizionale determini una sorta di sanatoria di tale originaria illegittimità" ma, al contrario, il procedimento amministrativo risulta all'origine conforme ai principi dell'art.6 cit. anche se non offre le garanzie in esso indicate, "proprio perché destinato a concludersi con un provvedimento suscettibile di un sindacato giurisdizionale pieno, nell'ambito di un giudizio che assicura le garanzie del giusto processo"; ora, certamente le deliberazioni sanzionatorie adottate da CONSOB sono impugnabili avanti alla Corte d'Appello territorialmente competente, certamente Giudice indipendente e imparziale dotato di giurisdizione piena e davanti al quale è garantita la pienezza del contraddittorio e la pubblicità dell'udienza; la Corte evidenzia altresì l'irrelevanza delle affermazioni svolte nella sentenza del Consiglio di Stato n.1596/15 in ordine all'illegittimità del procedimento sanzionatorio della CONSOB, come delineato nel previgente regolamento dell'Ente; dette affermazioni, che riguardavano comunque la disciplina precedente del procedimento sanzionatorio CONSOB, rispetto a quella applicata nel caso di specie, non si erano tradotte in una pronuncia di annullamento nemmeno del precedente regolamento ma in una declaratoria di inammissibilità del ricorso per carenza di interesse.

Alla luce delle indicazioni emergenti dalle considerazioni sopra svolte si deve prima di tutto escludere che questa Corte, adita ai sensi dell'art.187 *septies* TUF, abbia il potere di annullare la deliberazione sanzionatoria impugnata per profili di illegittimità strutturale del procedimento, al cui esito è stata pronunciata, come regolato dalla normativa primaria e secondaria vigente; nemmeno ne sarebbe possibile la disapplicazione –più propriamente riferibile al regolamento CONSOB che disciplina il procedimento, con l'effetto di rendere illegittima la deliberazione sanzionatoria-, che comporterebbe un sindacato di questo Giudice sul regolamento inammissibile e, se considerato nell'ottica della valutazione della deliberazione sanzionatoria, ingiustificato essendo questa sede deputata all'esame dell'effettiva esistenza degli elementi costitutivi dell'illecito contestato e della corretta irrogazione della sanzione.



Non è nemmeno ipotizzabile inoltre, nel caso di specie, l'omissione totale di motivazione del provvedimento sanzionatorio che, non rendendo possibile nemmeno l'articolazione di un atto di opposizione argomentato nel merito, comporterebbe la totale assenza di supporto alla pretesa della CONSOB che dovrebbe inammissibilmente essere accertata *ex novo* in sede giurisdizionale: è pacifico, e le stesse argomentazioni difensive di [redacted] lo confermano, che l'omissione lamentata in proposito riguarda la qualità sostanziale degli argomenti utilizzati da CONSOB per fondare l'accertamento positivo della violazione contestata e l'irrogazione della sanzione, come individuata previa verifica della legge applicabile.

Le doglianze relative alla prospettata violazione dei diritti di difesa e di contraddittorio, nei plurimi profili articolati dall'opponente come sopra sintetizzati, in tanto possono avere autonoma rilevanza in quanto siano accompagnate da una specifica individuazione della lesione in concreto sofferta per iniziative o difese o allegazioni ulteriori che avrebbero potuto essere svolte e sono state invece, in concreto, rese impossibili, con conseguente ammissibilità della loro valutazione per la prima volta in questa sede -diversamente esse espliciterebbero solo questioni di principio prive di attinenza con il giudizio-. Nella sostanza, le doglianze di [redacted] relative all'omessa considerazione adeguata delle circostanze difensive ulteriormente evidenziate in sede di procedimento sanzionatorio, si convertono da ipotesi di illegittimità di detto provvedimento in ulteriori motivi di articolazione del merito dell'accertamento da effettuare in questa sede, nel cui ambito dovranno essere valorizzate.

2. Violazione del termine di 180 giorni per la contestazione dell'illecito, previsto a pena di decadenza dall'art.187 septies d. lgs. n.58/98.

Il secondo motivo di doglianza di [redacted] riguarda la violazione, da parte di CONSOB del termine per la contestazione dell'illecito, che tutela il destinatario e il suo diritto di difendersi nella prossimità del fatto storico fondante l'accertamento: in concreto, la contestazione è stata notificata il 13.12.2016, tre anni dopo il verificarsi dell'asserita violazione, quando tutti

E' opportuno richiamare, a questo punto, l'orientamento della giurisprudenza di legittimità sull'individuazione dell'accertamento, utile a rappresentare il punto di partenza del decorso del termine di decadenza previsto dall'art.187 *septies* d. lgs. n.58/98 per la contestazione delle violazioni ipotizzate al trasgressore.



Secondo Cass. n.25836/2011, rappresentativa di un indirizzo interpretativo costante, non limitato alla violazione delle norme che disciplinano l'attività di intermediazione finanziaria ma riproposto in generale in tema di sanzioni amministrative, "... il momento dell'accertamento, dal quale decorre il termine di decadenza per la contestazione degli illeciti da parte della CONSOB, non deve essere fatto coincidere, necessariamente e automaticamente, né con il giorno in cui l'attività ispettiva è terminata, né con quello in cui è stata depositata l'attività di indagine, né con quello in cui la commissione si è riunita per prenderla in esame, poiché la 'constatazione' dei fatti non comporta di per sé il loro 'accertamento', ne consegue che, mentre la redazione della relazione ed il suo esame debbono essere compiuti nel tempo strettamente indispensabile, senza ingiustificati ritardi, occorre, invece, individuare, secondo le particolarità dei singoli casi, il momento in cui ragionevolmente" la constatazione avrebbe potuto essere tradotta in accertamento, momento dal quale deve farsi decorrere il termine per la contestazione –gli stessi principi sono stati ribaditi anche da Cass. n.2736/2013 (cfr. la motivazione della sentenza richiamata); elementi utili per l'individuazione del concetto di accertamento emergono dalla pronuncia della Corte di Cassazione n.7681/2014, pur dettata in altro settore di illecito amministrativo, secondo la quale il termine per la contestazione decorre "dal compimento dell'attività di verifica di tutti gli elementi dell'illecito, dovendosi considerare anche il tempo necessario all'amministrazione per valutare e ponderare adeguatamente gli elementi acquisiti e gli atti preliminari ...".

Secondo i principi, pienamente condivisibili, enucleabili dall'indirizzo interpretativo giurisprudenziale riportato, si deve escludere che, nel caso di specie, si possano ritenere termine iniziale per il decorso dei 180 giorni la data della richiesta di informazioni da parte dell'Autorità di Vigilanza, il 7.2.2014, o, eventualmente, la data successiva del 4.9.2015, corrispondente all'audizione di Mario Paolo le cui dichiarazioni necessitavano comunque di verifiche per poter essere utilizzate a supporto di una contestazione a carico dell'opponente; nessuno dei due momenti individuati è suscettibile di essere qualificato, ai fini che qui interessano, come "accertamento"; lo stesso è stato sentito dall'organo istruttorio il 21.9.2016 e le acquisizioni informative si sono concluse nel novembre 2016, con la conseguenza che la notificazione della contestazione, intervenuta il 13.12.2016, si deve ritenere tempestiva anche facendo riferimento alla sola audizione del



3. Valutazione del merito dell'illecito oggetto di contestazione.

Deve essere valutato il merito dell'opposizione proposta, che rimette in discussione il fondamento dei fatti accertati per escludere l'esistenza dell'illecito contestato.

Appare opportuno ricostruire, sulla base degli elementi documentali allegati agli atti e dell'istruttoria svolta da CONSOB, i fatti su cui si fondano le contestazioni e sottolineare subito quali di questi fatti non sono contestati e fanno da cornice a quello che si ipotizza essere stato il comportamento illecito posto in essere da

Mario Paolo componente del consiglio di amministrazione di Poltrona Frau s.p.a. (amministratore senza delega) e amministratore delegato di Moschini s.r.l. (società azionista di Poltrona Frau nella misura dell'8,09%), fu convocato assieme a Franco Moschini (presidente del consiglio di amministrazione di Poltrona Frau) a Roma, presso l'abitazione di Luca Cordero di Montezemolo, altro componente del consiglio di amministrazione di Poltrona Frau, per discutere della trattativa, svoltasi nei mesi precedenti (a partire da fine ottobre 2013), destinata a concludersi con la cessione del 58,6% del capitale sociale di Poltrona Frau s.p.a. (detenuto da Charme Investments sca e da Moschini s.r.l.) ad Haworth Inc.; alla cessione era necessariamente correlata la promozione di un'OPA obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Poltrona Frau s.p.a., società quotata in borsa. La convocazione dei signori e Moschini avvenne in data 1.2.2014, senza specificazione dei motivi, e l'incontro in cui questi furono esplicitati, con illustrazione dei termini e delle condizioni dell'operazione che si proponeva di concludere, avvenne il giorno 2.2.2014. La cessione fu approvata e il 5.2.2014, alle ore 7,26 (prima dell'inizio delle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana s.p.a.) Charme Investments sca, Moschini s.r.l. (ora s.p.a.), Haworth Inc e il Gruppo Poltrona Frau s.p.a. hanno diffuso un comunicato congiunto di evidenziazione dell'operazione, cui era correlata la promozione dell'OPA obbligatoria totalitaria delle azioni Poltrona Frau al prezzo di € 2,96 (incorporante un premio del 19% rispetto al prezzo di riferimento registrato sul MTA il 4.2.2014).

Data la significativa movimentazione delle azioni Poltrona Frau riscontrata nei giorni precedenti al 5.2.2014, la CONSOB, nello svolgimento delle indagini di



Firmato Da: MACCARRONE TIZIANA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 62dca2b3f9c23280883882d7afa494e9 - Firmato Da: SILVA RENATA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 5cc6573caacd542ae54aeb1bad128b3  
Firmato Da: RUSCAZIO MARIA STEFANIA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 43c6696524bb6e8bd64ad06961d7b65

competenza, aveva enucleato attività di compravendita svoltesi nei giorni 3-4.2.2014 su iniziativa di persone vicine a Mario Paolo

In particolare, per quanto riguarda la posizione di [redacted] la CONSOB aveva ritenuto che il collegamento significativo tra questi e Mario Paolo fosse stato costituito dal fatto di fare parte entrambi dello stesso studio professionale in Torino. Nella mattina del 3.2.2014 Mario Paolo [redacted] si era recato presso lo studio professionale in Torino. [redacted] aveva effettuato acquisti di azioni Frau nella mattinata del 3.2.2014 alle ore 9:32:42 e alle ore 14:12:44 (il primo acquisto fu di 4.000 azioni, con limite di prezzo di € 2,36, e il secondo di 1.500 azioni, con limite di prezzo di € 2,4) e nella giornata successiva ad ore 15:13:46 (2.000 azioni, con limite di prezzo di € 2,47). L'opponente era sindaco di Moschini s.r.l. e, in tale veste, aveva partecipato alle ore 18 del 4.2.2014, in audioconferenza alla riunione di CdA della società nel cui ambito si parlò della cessione del pacchetto azionario Poltrona Frau.

[redacted] che si occupava nel proprio interesse e per il proprio patrimonio di investimenti finanziari, aveva giustificato le iniziative di acquisto con l'affidabilità del titolo azionario trattato e la sua affezione personale ad esso, il cui andamento seguiva da sempre, anche per la colleganza professionale con [redacted] nel periodo di cui si discute erano altresì emerse notizie che annunciavano la possibilità per Poltrona Frau di acquisire una commessa significativa; l'opponente aveva già in precedenti occasioni effettuato acquisti di azioni Poltrona Frau.

Nel contesto descritto, sono da ritenere dati di fatto pacifici i seguenti: Mario Paolo [redacted] nulla seppe dell'operazione di cui si discute prima del 2.2.2014, né nell'ambito del consiglio di amministrazione di Poltrona Frau s.p.a., né nell'ambito del consiglio di amministrazione di Moschini s.r.l. –nemmeno è stato anche solo prospettato che il [redacted] avesse avuto una conoscenza pregressa delle trattative volte alla cessione e delle condizioni via via precisate-. Altrettanto pacifico è che l'operazione non fu resa pubblica, nemmeno attraverso indiscrezioni di stampa, prima del 5.2.2014. Il CdA di Moschini s.r.l., al quale partecipò [redacted] e nel cui ambito si discusse la cessione di cui si controverte, ebbe luogo il 4.2.2014 alle ore 18, dopo l'ultimo acquisto di azioni effettuato da [redacted] prima che l'operazione fosse resa pubblica (anche la convocazione del sindaco intervenne dopo l'ultimo acquisto di azioni, come





emerge dagli accertamenti disposti da CONSOB). Pure pacifici sono gli acquisti effettuati da \_\_\_\_\_ nei giorni 3/4.2.2014 nel proprio interesse.

Prima di valutare il rilievo probatorio delle altre circostanze evidenziate appare opportuno precisare che non vi è dubbio sulla possibilità di utilizzare il ragionamento presuntivo nell'accertamento degli illeciti di cui si discute: è evidente poi che gli elementi indiziari da valutare debbono permettere una ricostruzione univoca dell'occorso e, sotto questo profilo, non pare possa ipotizzarsi una reale, significativa, differenza per il carattere sanzionatorio della materia trattata che dovrebbe giustificare un rigore prossimo a quello proprio del settore penale. Anche in ambito civile, infatti, il chiaro riferimento normativo, desumibile dall'art.2729 c.c., alla precisione, gravità e concordanza delle presunzioni non può permettere dubbi sul fatto che la ricostruzione dell'occorso attraverso elementi indiziari, e cioè l'individuazione del fatto ignoto attraverso fatti noti "indiretti", debba avvenire in modo rigoroso secondo un percorso ricostruttivo che non renda possibile una lettura ambivalente degli elementi acquisiti, e cioè che non individui diverse possibilità di connessione altrettanto verosimili. Quanto esposto appare perfettamente in linea con l'indirizzo interpretativo espresso dalla giurisprudenza di legittimità e richiamato da CONSOB, secondo cui l'esistenza del fatto ignoto come una conseguenza del fatto noto può essere derivata "alla stregua di canoni di ragionevole probabilità, dovendosi cioè ravvisare una connessione tra i fatti accertati e quelli ignoti., secondo regole di esperienza che convincano di ciò, sia pure con qualche margine di opinabilità" –cfr. la comparsa di costituzione e risposta CONSOB, a pag.23, e la giurisprudenza ivi richiamata-. Occorre cioè che la ricostruzione presuntiva del fatto ignoto attraverso i fatti noti segua una consequenzialità che, pur non potendo rivestire ovviamente un rigore matematico ed essere espressa in termini di certezza, giunga all'individuazione del fatto ignoto come risultante univoca all'esito di una approssimazione condivisibile sia per la gravità e concordanza degli elementi noti sia per la sua ragionevolezza intrinseca; il percorso indiziario non deve permettere la prospettazione di letture alternative che, seppure possibili, abbiano rispetto ad essa pari dignità; ciò significa appunto che, pur potendo permanere un margine di opinabilità, per l'esistenza astratta di possibili alternative, la valutazione delle circostanze indiziarie secondo criteri di ragionevolezza e di esperienza, oltre che di logica consequenzialità, esclude la verosimiglianza e/o probabilità delle alternative prospettabili.



Si osserva ancora che ai sensi dell'art. 181 TUF si intende per "privilegiata" un'informazione che risulta riservata e price sensitive, ossia un'informazione che, "se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari" (comma 1) in quanto "presumibilmente un investitore ragionevole la utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento" (comma 4). Detta informazione deve risultare anche "precisa", intendendosi per tale la notizia che: "a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari"(comma 3).

E' quindi privilegiata un'informazione "che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi" -cfr. il testo della direttiva 2003/CE art.1 n.1, richiamato in Cass. n.24310/17-.

Ora, nel caso di specie, certamente Mario Paolo ricevette in data 2.2.2014 un'informazione privilegiata, riguardante la cessione del 58,6% delle azioni di Poltrona Frau s.p.a. a Haworth Inc. e le relative condizioni.

Si deve invece stabilire se egli condivise questa informazione, *in toto* o comunque in modo tale da offrire una conoscenza privilegiata, con  
che, in concreto, la utilizzò per gli acquisti di cui si discute.

Gli elementi che sono stati valorizzati da CONSOB nell'ambito del ragionamento presuntivo che ha portato alla contestazione dell'addebito sono i seguenti: -dopo l'incontro del 2.2.2014 Mario Paolo era in possesso dell'informazione privilegiata relativa al progetto di acquisto delle azioni Poltrona Frau da parte di Haworth Inc, nella misura del 58,6%, con la conseguente promozione di un'OPA obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Poltrona Frau; -Mario Paolo si recò presso lo studio professionale che condivide anche con nella mattina del 3.2.2014; -i due si incontrarono e, nel corso dell'incontro, sicuramente disse che "stavamo facendo qualcosa per Poltrona Frau" e che ciò avrebbe richiesto "l'imminente convocazione di un CdA" di Moschini s.r.l.; -a partire



Firmato Da: MACCARRONE TIZIANA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 62dca2b3f9c23280883882d7afa494e9 - Firmato Da: SILVA RENATA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 5cc6573caacd542ae54aeb1bad128b3  
Firmato Da: RUSCAZIO MARIA STEFANIA Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Serial#: 43cc6696524bb6e8bdf64ad06961d7b65

dalla stessa mattina, dalle ore 9 circa, effettuò acquisti di azioni Poltrona Frau, prontamente liquidandole il 5.2.2014 dopo il comunicato stampa relativo all'operazione di cessione di capitale.

Ritiene la Corte che gli elementi noti valorizzati da CONSOB non siano sufficienti a fondare un ragionamento presuntivo che permetta di ritenere accertati i profili oggettivi degli illeciti contestati in termini di consequenzialità sufficiente, anche alla stregua di canoni di ragionevole probabilità.

Il primo elemento che rimane in concreto totalmente incerto è che Mario Paolo abbia effettivamente riferito ad anche se in ipotesi incontrato presso lo studio professionale comune il 3.2.2014, dell'operazione riguardante la cessione del pacchetto di azioni Poltrona Frau con relativa OPA obbligatoria, e che gliene abbia riferito in termini tali da costituire un'informazione privilegiata perchè comunque sufficienti per un suo utilizzo speculativo illecito. Il passaggio dell'informazione da a si dovrebbe desumere infatti dall'elemento di contestualità temporale della presenza dei due presso lo studio comune e dagli investimenti effettuati da

in proprio, quello stesso 3.2.2014 e poi il giorno successivo, ma è possibile e plausibile una giustificazione di detti investimenti pure senza alcuna comunicazione riservata da parte del

Nell'ambito delle informazioni rese nel corso del procedimento svoltosi avanti alla CONSOB Mario Paolo ha riferito che una conseguenza della riunione del 2.2.2014 era stata la previsione di un suo impegno a Milano, nelle qualità di amministratore sopra evidenziate, per tutta la settimana successiva, e ciò aveva comportato la necessità di riorganizzare il suo lavoro di commercialista presso lo studio in Torino, con spostamento degli appuntamenti e, in genere, con rinvio dell'attività già fissata. Il ha dichiarato, in sede di audizione avanti alla CONSOB, che egli, passando in studio, probabilmente avrebbe potuto aver detto ai colleghi "guardate che sto andando a Milano perché stiamo lavorando su Poltrona Frau ma certamente non gli dissi -se anche è accaduto-, non ho detto prezzi, non ho detto nulla e probabilmente non ho detto neppure Haworth"; nel prosieguo delle dichiarazioni rese Mario Paolo ha ribadito che egli non disse nulla dell'operazione ai soci di studio, precisando che "... quello che io comunicai ... sicuramente passando in ufficio quella mattina dissi che andavo a Milano allo studio Erede Bonelli Pappalardo dove stavamo facendo qualcosa per



Poltrona Frau, su questo non c'è ombra di dubbio, ma, ma certamente non ho detto né chi fosse, cosa fosse o quali fossero le entità”.

Ora, le dichiarazioni rese da Mario Paolo non sono del tutto univoche nemmeno per ipotizzare come certo un incontro specificamente con

nella prima mattina del 3.2.2014 –prima che il “pianificasse”, come conseguenza, l’acquisto delle ore 9 circa- e certamente non possono fondare nemmeno in termini di probabilità e verosimiglianza un colloquio tra i due concernente Poltrona Frau e la trasmissione di informazioni da parte di tali che, seppure non riguardanti tutti i profili della cessione discussa il giorno prima, potessero essere sufficientemente qualificate per permettere ad l’effettuazione di investimenti speculativi sulle azioni Poltrona Frau da una prospettiva privilegiata rispetto a qualsiasi altro investitore con le sue stesse competenze finanziarie.

Dal contesto delle dichiarazioni sopra riportate è ben possibile che il possa aver riferito che sarebbe stato impegnato a Milano per Poltrona Frau s.p.a., senza necessariamente “vestire” con ulteriori indicazioni l’informazione in modo tale da renderla comunque privilegiata, per giustificare l’assenza dallo studio per quella settimana e la necessità di spostare gli impegni professionali; se così fossero andate le cose, ben sarebbe stato possibile, e pienamente ragionevole, che esperto investitore per sé stesso, abbia deciso di investire in azioni Poltrona Frau, pur senza sapere nulla della cessione e dei termini della stessa: il titolo, pur essendo azionario, aveva una certa solidità ed era considerato un investimento abbastanza affidabile, come emerge dalle notizie pubblicate nello stesso periodo dalla stampa specializzata e dai siti internet di settore (su queste circostanze, sottolineate dall’opponente, non vi è sostanziale contestazione), e ciò poteva comportare una valutazione di convenienza comunque nell’acquisto, rispetto al quale era poco verosimile ipotizzare rischi di perdita; l’entità degli investimenti effettuati, contenuta a prescindere dall’effettivo guadagno lucrato in rapporto all’investito e con limitazione di prezzo coerente con le valutazioni di mercato del titolo immediatamente precedenti agli acquisti, sono anch’essi elementi ambivalenti perché possono confortare sia l’investimento per l’utilizzo di informazione riservata, come modalità per non “dare nell’occhio”, sia l’investimento sulla base di una valutazione autonoma, limitato ad un’entità non eccessiva e attraverso modalità di acquisto “prudenziali” trattandosi comunque di titoli azionari; con un elemento a sfavore della ricostruzione di CONSOB



rappresentato dalla piena consapevolezza del [redacted] che agì in proprio senza servirsi di uno “schermo”, del rischio che correva per le conseguenze gravi, sia in termini sanzionatori sia per le ripercussioni sull’attività professionale di una tale iniziativa (rispetto a queste conseguenze un guadagno dall’operazione di sole poche migliaia di euro non pare una contropartita adeguata); si deve inoltre sottolineare che [redacted] aveva già investito, in diverse occasioni in azioni Poltrona Frau e che quindi per lui non si trattava di un’iniziativa inusuale o atipica, rispetto al suo profilo di investimento.

Nel contesto delineato si ritiene che gli elementi indiziari noti non siano utili a fondare un ragionamento presuntivo perché la loro concatenazione rimane equivoca e inidonea a individuare il fatto ignoto, costituente l’illecito, come unica conseguenza plausibile, seppure con una certa approssimazione: in particolare, rimane equivoco se Mario Paolo [redacted] diede un’informazione a [redacted]

e se la diede privilegiata, e quindi rimane equivoco il primo, fondamentale elemento sul quale la prospettazione degli illeciti contestati si fonda.

In conclusione, gli elementi di fatto sulla cui base è stata ricostruita l’ipotesi accusatoria di CONSOB non sono idonei a fondare un ragionamento presuntivo volto al riscontro del fatto ignoto da dimostrare, né sotto un profilo di univocità logica né sotto un profilo di ragionevole probabilità.

Tutte le altre questioni evidenziate, sia relative alle qualificazioni della natura degli illeciti e alle conseguenze sotto i profili di interpretazione e di normativa applicabile, sia riguardanti il trattamento sanzionatorio e la confisca, rimangono assorbite.

L’infondatezza della doglianza relativa a pretesi vizi di istruttoria e di contraddittorio della fase procedimentale, l’obiettivo ambiguità delle circostanze di fatto esaminate dalla CONSOB e la complessità delle questioni trattate giustifica una parziale compensazione delle spese di lite, nella misura di un terzo. Per i rimanenti due terzi le spese processuali debbono essere imputate, in applicazione del principio della soccombenza, alla CONSOB; la loro liquidazione si effettua tenendo conto della normativa vigente in materia di compensi professionali, dell’attività effettivamente svolta nel presente giudizio –che non ha visto una specifica fase istruttoria per l’assunzione di mezzi di prova, essendo la causa documentale-, del valore della controversia, medio rispetto allo scaglione di riferimento (da € 52.001 a € 260.000,00), e della sua complessità in fatto e in



diritto; quest'ultima giustifica l'applicazione dei valori medi dello scaglione di riferimento, anche in considerazione della prossimità del valore della controversia al livello medio di questo e dell'oralità della fase decisionale. Si liquidano quindi per la fase di studio l'importo di € 2.835,00, per la fase introduttiva l'importo di € 1.820,00 e per la fase decisionale l'importo di € 4.860,00; l'importo complessivo di € 9.515,00 viene diminuito di un terzo e sul dovuto di € 6.344,00 si riconoscono altresì il rimborso forfetario, l'IVA e la CPA come per legge.

Ai sensi dell'art.187 *septies* co 7 TUF copia della presente sentenza deve essere trasmessa, a cura della cancelleria, alla CONSOB per quanto di competenza ai fini della pubblicazione secondo il disposto dell'art.195 *bis* co 1, che prevede la menzione dell'esito del procedimento di opposizione a margine della pubblicazione in ipotesi già effettuata (il comma 8, nel testo attuale introdotto dal d. lgs. n.72/2015, si applica ai giudizi promossi dopo la sua entrata in vigore, anche se gli illeciti oggetto di accertamento sono anteriori).

#### PQM

La Corte d'Appello di Torino, sez. I civile, definitivamente pronunciando sull'opposizione ex art.187 *septies* d. lgs. n.58/1998 proposta da

avverso alla delibera CONSOB n.20090 del 2.8.2017, notificata il 10.10.2017,

ogni contraria istanza disattesa,

-in accoglimento dell'opposizione accerta l'inesistenza dell'illecito amministrativo contestato da CONSOB a e conseguentemente revoca la delibera CONSOB n.20090 del 2.8.2017 in relazione alle pronunce sanzionatorie nei suoi confronti;

-condanna la CONSOB, come legalmente rappresentata, al pagamento, nella misura di due terzi, a favore di delle spese processuali del presente giudizio, che liquida in complessivi (già rappresentanti i due terzi del dovuto) € 6.344,00, oltre rimborso forfetario, Iva e CPA come per legge; compensa tra le parti per il rimanente terzo le spese processuali;

-manda alla cancelleria per la trasmissione di copia della presente sentenza alla CONSOB, ai sensi dell'art.187 *septies* co 7, 195 *bis* co 1 TUF.

Così deciso in Torino nella camera di consiglio del 13.4.2018

Il Presidente

dott. Renata Silva

Il Consigliere Relatore

dott. Tiziana Maccarrone

