



avverso la SENTENZA della CORTE D'APPELLO di BRESCIA n. 1849/2019, depositata il 30/12/2019;



udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 22/05/2025 dal Consigliere CRISTINA AMATO;

udite le conclusioni della sostituta Procuratrice Generale, nella persona della dott.ssa ROSA MARIA DELL'ERBA;

uditi gli avvocati [REDACTED]

[REDACTED] e [REDACTED] per parte ricorrente, [REDACTED]

[REDACTED] E [REDACTED] per parte controricorrente.

FATTI DI CAUSA

1. [REDACTED] proponeva tempestiva opposizione ai sensi dell'art. 187-*septies* d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ('T.U.F.') innanzi alla Corte d'Appello di Brescia, chiedendo l'annullamento della delibera Consob n. 20585 del 18 settembre 2018 e dell'allegato atto di accertamento, notificati in data 9 ottobre 2018 con cui gli sono state applicate, in relazione all'illecito di abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 187-*bis*, comma 4 T.U.F.: a) la sanzione pecuniaria amministrativa ai sensi dell'art. 187-*bis*, comma 4 e 195 d.lgs. n. 58/1998 dell'importo di €. 120.000,00, b) la sanzione interdittiva accessoria ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, d.lgs. n. 58/1998 per un periodo di mesi 2, con cui è stata disposta la confisca dei beni sino alla concorrenza dell'importo di €. 148.298,00.

1.1. Il procedimento sanzionatorio conclusosi con l'adozione della delibera impugnata nel presente giudizio traeva origine dagli elementi emersi a seguito di indagini condotte dalla Divisione Mercati della Consob con riguardo ad alcune operazioni su azioni [REDACTED] effettuate in prossimità del 28 luglio 2015, data in cui alle ore 20,33, a mercati chiusi, è stato comunicato l'acquisto da parte di [REDACTED] ([REDACTED] del 45% del capitale sociale di [REDACTED] da [REDACTED] e della conseguente promozione di una offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente



parte del capitale sociale di [REDACTED] ai sensi dell'art. 106, comma 1, T.U.F.

Con lettera del 27 settembre 2017, la Divisione Mercati della Consob contestava a [REDACTED] – che all'epoca dei fatti rivestiva il ruolo di amministratore indipendente nel CdA di [REDACTED] e [REDACTED] nonché di Vicepresidente del CdA [REDACTED] - la commissione dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate, concernenti il menzionato progetto di cessione del capitale sociale di [REDACTED] da [REDACTED] a [REDACTED]

A giudizio della Divisione Mercati, dell'operazione di cessione, formalizzata il 28.07.2015 alle ore 20,33 a mercati chiusi, il [REDACTED] conosceva o poteva conoscere, in base ad ordinaria diligenza, il carattere privilegiato, avendo egli acquistato il medesimo giorno, poche ore prima della diffusione del comunicato di [REDACTED] utilizzando tale informazione, 14.287 azioni [REDACTED] al prezzo medio ponderato di €. 6,46346049 per un controvalore di €. 92.343,46 tramite il *dossier titoli* acceso presso [REDACTED] [REDACTED] spa intestato alla moglie. Prima di tale acquisto, nel *dossier titoli* erano già presenti 85.713 azioni [REDACTED] per cui con tale ultimo acquisto di titoli [REDACTED] il menzionato *dossier* aveva raggiunto la quantità di 100.000 azioni. [REDACTED] avrebbe successivamente rivenduto le 14.287 azioni il 17 novembre 2015 al prezzo ponderato di €. 10,24 (operazione, peraltro, non segnalata mediante c.d. comunicazione *internal dealing*, in ragione della quale omissione era stata irrogata la sanzione pecuniaria di €. 15.000,00); per cui il successivo 21 settembre 2016 aveva conferito all'OPA le restanti 85.713 al prezzo di €. 10,60.

Con delibera n. 20931 del 20 aprile 2018, previa autorizzazione del procuratore della Repubblica presso il Tribunale di Milano, ai sensi



dell'art 187-*octies*, comma 3, lett. d) T.U.F. Consob ha disposto il sequestro delle somme di pertinenza del [REDACTED] sino alla concorrenza di €. 146.298,88 equivalente al prodotto dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate a lui contestato.

1.2. A valle del procedimento sanzionatorio, nell'ambito del quale [REDACTED] ha presentato istanza di accesso agli atti e ha ottenuto audizione personale innanzi all'Ufficio sanzioni Amministrative, la Commissione, ritenuta conclusivamente accertata la violazione contestata, con la delibera n. 20585 del 18 settembre 2018, di cui è parte integrante l'atto di accertamento, ha applicato le sanzioni amministrative sopra menzionate.

2. Il Giudice adito rigettava l'opposizione disponendo, in parziale modifica della delibera impugnata, la confisca del minore importo del solo profitto e non dell'intero ammontare dell'illecito, nella misura che sarà accertata da Consob, essendo intervenuta, con sentenza della Corte Costituzionale 10 maggio 2019 n 112, dichiarazione di incostituzionalità dell'art. 187-*sexies* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo.

A sostegno del rigetto dell'opposizione, osservava la Corte:

- il lamentato mancato accesso agli atti è stato prospettato con particolare riguardo ai verbali delle sedute della Commissione nel corso della quale è stato trattato il procedimento sanzionatorio a carico dell'opponente. Tuttavia, a seguito della produzione del verbale del 18 settembre 2018, operata da Consob con la comparsa di costituzione, ove si deduceva che tale atto non era disponibile all'epoca in cui l'istanza era stata presentata, la difesa non ha contestato che tale



produzione non fosse esaustiva, per cui può ritenersi che il [REDACTED] avesse avuto completo accesso agli atti;

- non è ravvisabile la violazione del diritto di difesa, denunciato in ragione della mancata previsione, da parte del Regolamento Consob, della facoltà di audizione avanti alla Commissione, atteso che la previsione normativa di un procedimento giurisdizionale destinato ad assicurare il controllo del provvedimento amministrativo sanzionatorio da parte di un giudice terzo ed imparziale, induce a ritenere che le garanzie del contraddittorio previste dalla legge per il procedimento davanti alla Consob siano da ricondurre al livello proprio del contraddittorio procedimentale che può ritenersi soddisfatto se, prima dell'adozione della sanzione, sia effettuata la contestazione dell'addebito e siano valutate le eventuali controdeduzioni dell'interessato;

- l'illecito di *insider trading* secondario è pressoché insuscettibile di prova diretta, per cui si deve ricorrere ad un ragionamento probatorio di tipo presuntivo che consenta di risalire al fatto ignoto desumendolo da una pluralità di indizi noti, gravi precisi e concordanti, la cui considerazione complessiva, e perciò non atomistica, possa condurre all'affermazione dell'elevata probabilità dell'intervenuta verifica dell'evento;

- la richiesta di rideterminazione della sanzione (alla luce della sentenza della Corte Costituzionale n. 63 del 21 marzo 2019, che ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, nella parte in cui esclude l'applicazione retroattiva delle modifiche apportate dal comma 3 dello stesso art. 6 alle sanzioni amministrative previste per l'illecito disciplinato dall'art. 187-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58) è inammissibile in quanto tardiva, non ravvisandosi i presupposti per una modifica



dell'ammontare della sanzione in via ufficiosa, dal momento che l'importo di €. 120.000,00 è ricompreso nello spazio edittale vigente.

3. Avverso detta pronuncia interpone ricorso per cassazione [REDACTED] affidandolo a cinque motivi e illustrandolo con memoria.

Resiste Consob, depositando controricorso illustrato da memoria.

Il PM chiede il rigetto dei primi quattro motivi, l'accoglimento del quinto motivo del ricorso.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. Con il primo motivo si deduce violazione e falsa applicazione dell'art. 153, comma 2, cod. proc. civ., in relazione all'art. 360, comma 1, n. 4) cod. proc. civ., nella parte in cui la sentenza della Corte d'Appello di Brescia ha implicitamente disatteso l'istanza di rimessione in termini formulata dal ricorrente. Sostiene il ricorrente che, nonostante le reiterate richieste di accesso agli atti, Consob avrebbe dato riscontro alle richieste tardivamente, producendo in giudizio il verbale della seduta della Commissione del 18.09.2018 solo in data 08.03.2019, laddove il ricorso in opposizione era stato notificato dal [REDACTED] l'08.11.2018; mentre almeno altri due verbali di riunione della Commissione, in cui è stata trattata e discussa l'istruttoria riguardante il Dott. [REDACTED] non sono mai stati messi a disposizione dell'odierno ricorrente. Si lamenta, dunque, che la Corte d'Appello di Brescia, tenuto conto del comportamento omissivo dell'Autorità e dell'espressa riserva formulata dall'esponente nel ricorso di integrare i propri motivi di opposizione una volta esaminata la documentazione mancante, avrebbe dovuto emettere una pronuncia di rimessione in termini per garantire all'incolpato il pieno recupero delle facoltà difensive in concreto pregiudicate nella precedente fase (Cass. n. 15049 dell'11.06.2018).



1.1. Il primo motivo di ricorso si rivela inammissibile perché carente di riferibilità alla *ratio decidendi* della sentenza impugnata, agli effetti dell'art. 366, comma 1, n. 4) cod. proc. civ. (Cass. Sez. 3, Ordinanza n. 8247 del 27.03.2024; Cass. Sez. 6 - 3, Ordinanza n. 19989 del 10/08/2017).

La Corte territoriale si è espressa sulla questione sollevata dall'odierno ricorrente nel senso di considerare soddisfatto il completo accesso agli atti, atteso che – una volta prodotto in giudizio il verbale del 18.09.2018 – il [REDACTED] non ha contestato l'esaustività della documentazione.

Come osserva il PM, «in quell'occasione il ricorrente non ha reiterato l'istanza di remissione in termini per presentare dei motivi aggiunti, né ha chiesto l'esibizione di ulteriori verbali menzionati nel documento prodotto» (così in memoria p. 1, ultimo capoverso).

Il presupposto per la remissione in termini, in un giudizio impugnatorio quale quello in oggetto, deriva non solo dalla stessa incompletezza della documentazione messa a disposizione dell'incolpato, ma anche dall'accertamento che i motivi di opposizione si fondano sugli atti esibiti tardivamente (Cass. n. 15049/2018, ove in effetti – diversamente dal caso che ci occupa – erano stati notificati con ulteriore ricorso nuovi motivi aggiunti di doglianza che traevano origine dai documenti tardivamente messi a disposizione da Consob).

1.2. Del resto, neanche può dirsi che la tardività della produzione del verbale in questione abbia compromesso il diritto di difesa dell'opponente.

Come chiarito da questa Corte, la violazione del diritto di difesa deve essere effettiva e, nel caso che ci occupa, il ricorrente non prospetta, nella sostanza, alcun reale e pertinente argomento idoneo a dimostrare una concreta ed effettiva lesione del diritto di difesa



specificamente conculcato o compreso dall'azione sanzionatoria – atteso che nella specie sono stati rispettati – sotto il profilo del (non predicabile) *vulnus* al diritto di difesa – gli elementi procedurali nei contenuti essenziali alla contestazione, ossia l'indicazione dei fatti rilevati, la loro qualificazione in termini di illecito, l'imputazione dell'illecito integrato da tali fatti al responsabile (Cass. Sez. U, Sentenza n. 20935 del 30/09/2009; conf.: Cass. n. 8046/2019; Cass. n. 8210/2016; Cass. n. 24048/15; Cass. n. 27038/2013).

2. Con il secondo motivo si deduce violazione e falsa applicazione dell'art. 18 della legge 24 dicembre 1981 n. 689, in relazione all'art. 360, comma 1, n. 3) cod. proc. civ., in riferimento al mancato riscontro da parte di Consob all'istanza di audizione personale avanti la Commissione formulata dal Dott. [REDACTED] Osserva il ricorrente che il «Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob», come da ultimo modificato con delibera n. 19521 del 26 febbraio 2016, consente, al soggetto cui sia stata notificata una lettera di contestazione, di essere sentito in audizione solo dinnanzi all'Ufficio Sanzioni Amministrative (cfr. art. 5, comma 4, Regolamento), ma non prevede analoga facoltà nell'ambito della fase decisoria del procedimento che si svolge avanti la Commissione. A giudizio del ricorrente, tanto sarebbe in contrasto con l'art. 18 della legge n. 689/1981 in punto di irrogazione di sanzioni amministrative, norma generale ai sensi della quale «l'autorità competente» – e dunque non gli uffici, bensì l'organo di vertice deputato a concludere il procedimento e irrogare la sanzione – assume la propria decisione finale «sentiti gli interessati, ove questi ne abbiano fatto richiesta». Ne deriva, a giudizio del ricorrente, che, in caso di illeciti in materia di *insider trading*, poiché l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie di cui all'art. 187-*bis* T.U.F. comporta anche l'irrogazione di



specifiche sanzioni interdittive individuate dall'art. 187-*quater* T.U.F., di durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni, il trasgressore subisce un danno immediato (sia di natura economica, sia di carattere professionale e reputazionale) che neppure l'ipotetico accoglimento dell'opposizione avrebbe potuto sanare in sede giurisdizionale.

2.1. Il motivo è infondato.

Il Collegio non condivide l'interpretazione proposta in ricorso dell'art. 18 legge n. 689/1981: non è dato rinvenire nella norma menzionata alcuna previsione endo-procedimentale relativa alla duplice audizione dell'incolpato, sia dunque nella fase istruttoria che in quella decisoria. La norma di legge mira ad assicurare i principi del contraddittorio in vista dell'assunzione della decisione finale: l'Amministrazione che procede alla irrogazione delle sanzioni pecuniarie a valle del procedimento istruttorio non esercita un potere amministrativo in senso proprio e con effetti costitutivi, ma adempie semplicemente al dovere istituzionale di provvedere alla riscossione di un credito già sorto per effetto della riscontrata violazione (Cass. Sez. 2, Sentenza n. 1602 del 26/01/2021, in motiv., punto 2.5).

Del resto, le garanzie del contraddittorio previste dalla legge per il procedimento davanti alla Consob sono da ricondurre al livello proprio del contraddittorio procedimentale, normalmente di tipo verticale - in quanto si svolge tra l'interessato e l'Amministrazione titolare del potere e collocata, quindi, su un piano non paritario - ha essenzialmente una funzione collaborativa e partecipativa, piuttosto che difensiva (Consiglio di Stato sentenza n. 1596/15; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 8046 del 21/03/2019) e non è coperto dall'articolo 24 della Costituzione (cfr. S.S.U.U. n. 24832/15, § 4: «Le garanzie di cui all'art. 24 Cost. attengono, testualmente, all'ambito giudiziale; così pure quella di



difesa di cui al comma 2, sia per collocazione, tra i commi 1 ed i commi 3 e 4 (che recano il testuale inequivocabile riferimento all'ambito giudiziale), sia per l'esplicito riferimento al "procedimento" in ogni suo "stato e grado"»).

Detto contraddittorio procedimentale può ritenersi soddisfatto se, prima dell'adozione della sanzione, sia effettuata la contestazione dell'addebito e siano valutate le eventuali controdeduzioni dell'interessato.

In sintesi, tenendo conto della separazione tra funzioni istruttorie e decisorie (v. art. 187-*septies*, comma 2, *vigente ratione temporis* all'epoca delle commesse infrazioni), l'Amministrazione soddisfa i requisiti minimi di legge relativi al contraddittorio procedimentale assicurando l'audizione del soggetto incolpato in fase istruttoria.

Riprende, dunque, vigore anche nel caso di specie il principio richiamato in sentenza e nello stesso ricorso, in virtù del quale l'impugnabilità delle deliberazioni sanzionatorie adottate dalla Consob davanti alla Corte d'Appello territorialmente competente, e cioè dinanzi ad un giudice indipendente ed imparziale, dotato di giurisdizione piena e davanti al quale è garantita la pienezza del contraddittorio e la pubblicità dell'udienza implica la legittimità dello stesso procedimento sanzionatorio e l'infondatezza del motivo in esame (Cass. Sez. 2, Sentenza n. 770 del 13/01/2017, ai sensi della quale anche nel caso di sanzioni amministrative che abbiano natura sostanzialmente penale, la garanzia del giusto processo, ex art. 6 della CEDU, può essere realizzata, alternativamente, nella fase amministrativa - nel qual caso, una successiva fase giurisdizionale non sarebbe necessaria - ovvero mediante l'assoggettamento del provvedimento sanzionatorio - adottato in assenza di tali garanzie - ad un sindacato giurisdizionale pieno, di natura tendenzialmente sostitutiva ed attuato attraverso un



procedimento conforme alle richiamate prescrizioni della Convenzione, il quale non ha l'effetto di sanare alcuna illegittimità originaria della fase amministrativa giacché la stessa, sebbene non connotata dalle garanzie di cui al citato art. 6, è comunque rispettosa delle relative prescrizioni, per essere destinata a concludersi con un provvedimento suscettibile di controllo giurisdizionale. Più di recente, *ex multis*: Cass. n. 1208 del 21.01.2020; Cass. n. 8046 del 2019, cit.; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 20689 del 09/08/2018).

Nella diversa ipotesi di annullamento del provvedimento sanzionatorio, l'intervento del giudice è in grado di eliminare quegli effetti dannosi, in termini economici e reputazionali, eventualmente sofferti dall'incolpato.

Nel caso che ci occupa, peraltro, la sentenza impugnata non manca di sottolineare come, da parte del [REDACTED] non sia stata colta l'occasione di avvalersi dell'audizione in fase giurisdizionale, al fine di illustrare quegli interrogativi fondamentali - come altri aspetti ritenuti rilevanti per la tesi difensiva - al fine di convincere il giudice dell'illegittimità del provvedimento impugnato (v. sentenza p. 11, ultimo capoverso).

3. Con il terzo motivo di ricorso si deduce violazione e falsa applicazione dell'art. 187-*bis*, comma 4, T.U.F. e degli artt. 2727 e 2729 cod. civ., in relazione all'art. 360, primo comma, n. 3) cod. proc. civ., in punto di violazione delle regole sulla legittima formazione della prova «indiziaria» nella materia sanzionatoria amministrativa e, in particolare, sulla necessità di una valutazione sintetica degli indizi. Il ricorrente lamenta il cattivo governo del giudice territoriale nella sua attività di scrutinio della corretta formazione della prova indiziaria, avendo la Corte territoriale in concreto omesso il momento di valutazione sintetica del quadro indiziario complessivo, limitandosi a



richiamare nella parte di analisi c.d. «sintetica» valutazioni già effettuate in relazione a ciascun indizio nel momento di esame «analitico» degli stessi, senza chiarire per quale ragione, all'esito di un esame globale, gli elementi offerti da Consob sarebbero stati idonei a fondare l'accertamento dell'illecito «con un alto grado di credibilità razionale, sussistente anche qualora le ipotesi alternative, pur astrattamente formulabili, siano prive di qualsiasi concreto riscontro nelle risultanze processuali ed estranee all'ordine naturale delle cose e della normale razionalità umana» (Cass. pen. 29 maggio 2019, n. 26604).

3.1. Il motivo è infondato.

La Corte d'Appello, dopo essersi soffermata sulla disamina analitica dei singoli elementi noti (v. sentenza p. 35, 1° capoverso; p. 45, 1° rigo), «ciascuno dei quali, autonomamente considerato, appaia, alla stregua della regola di esperienza considerata, non significativa», ha proceduto alla loro considerazione complessiva che ha indotto la suddetta Corte a concludere che «...[redacted] ha acquistato 14.287 azioni [redacted] il 28 luglio 2015 utilizzando l'informazione riservata concernente il progetto di cessione del 45% del capitale sociale di [redacted] da [redacted] a [redacted] con la conseguente promozione da parte di [redacted] di un'OPA obbligatoria totalitaria di cui era in possesso e di cui conosceva o poteva conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato» (v. sentenza p. 48, ultimo capoverso).

La Corte territoriale, quindi, ha correttamente esercitato la propria discrezionalità nell'apprezzamento e nella ricostruzione dei fatti, con esplicitazione del criterio logico a base della selezione degli indizi e delle ragioni del suo convincimento: nel rispetto della scansione del ragionamento presuntivo, articolata in un primo momento analitico, volto a selezionare gli elementi che presentino una positività parziale o



almeno potenziale di efficacia probatoria, e in un secondo momento, invece, sintetico, tendente ad una valutazione complessiva di tutte le emergenze precedentemente isolate, per accertare se esse fossero concordanti e se la loro combinazione fosse in grado di fornire una valida prova presuntiva (v. anche *infra*, punto 4.1.).

Sicché, il mezzo di gravame presenta anche un profilo di inammissibilità: nell'odierna sede di legittimità è insindacabile la motivazione di un tale percorso logico-giuridico; la denuncia, in cassazione, di violazione o falsa applicazione del citato art. 2729 cod. civ., ai sensi dell'art. 360, comma 1, n. 3) cod. proc. civ., può prospettarsi quando il giudice di merito affermi che il ragionamento presuntivo può basarsi su presunzioni non gravi, precise e concordanti ovvero fondi la presunzione su un fatto storico privo di gravità o precisione o concordanza ai fini dell'inferenza dal fatto noto della conseguenza ignota, non anche quando la critica si concreti nella diversa ricostruzione delle circostanze fattuali o nella mera prospettazione di una inferenza probabilistica diversa da quella ritenuta e applicata dal giudice di merito o senza spiegare i motivi della violazione dei paradigmi della norma (Cass. Sez. 2, Ordinanza n. 9054 del 21/03/2022; Cass. Sez. L, Sentenza n. 18611 del 30/06/2021; Cass. Sez. 6-3, Ordinanza n. 3541 del 13/02/2020; Cass. Sez. L, Sentenza n. 29635 del 16/11/2018; Cass. Sez. 3, Sentenza n. 19485 del 04/08/2017).

3.2. Né ha pregio l'argomentazione proposta dal ricorrente in memoria, in merito alla sussistenza di un giudicato penale esterno, ove è stata esclusa la sussistenza del reato di abuso di informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 184, comma 1, T.U.F. vigente *ratione temporis*. La posizione del [REDACTED] è stata archiviata per essere stato escluso che egli abbia agito in ragione del suo ruolo come *insider*



primario per mancanza di tipicità penale della condotta a lui ascritta in relazione alla posizione del [REDACTED] potendo invece ipotizzarsi che egli abbia agito come *insider* secondario, in violazione cioè di un precetto diverso, qualificato come illecito amministrativo dall'art. 187-*bis*, comma 4, T.U.F., di competenza della Consob (Corte d'Appello di Milano, n. 6746/2022), come desumibile dalla sua posizione di Vicepresidente (amministratore indipendente) del Consiglio di amministrazione e contemporaneamente di membro del Comitato esecutivo, del Comitato per la remunerazione, del Comitato di controllo e rischi, del Comitato per le operazioni con parti correlate e del Comitato strategico, per cui escluso che avesse preso parte alle trattative che avevano condotto alla conclusione dell'Accordo, era comunque venuto a conoscenza del medesimo dalla concordanza di innumerevoli indizi, fra cui – oltre ai predetti ruoli - l'ubicazione del suo ufficio nel Piano di presidenza della sede della [REDACTED] ove vi erano gli uffici di tutti gli ideatori del Progetto di cessione, condividendo con taluni degli stessi anche comuni interessi sportivi.

3.2.1. In disparte il fatto che non risulta agli atti l'attestazione di cancelleria riguardo al passaggio in giudicato della pronuncia resa dalla Corte d'Appello penale di Milano (*ex multis*: Cass. n. 6024/2017; Cass. n. 19883/2013; Cass. n. 10623/2009; Cass. n. 22664 del 2004), in ogni caso, l'art. 654 cod. proc. pen. («Efficacia della sentenza penale di condanna o di assoluzione in altri giudizi civili o amministrativi») prevede limiti rigorosi all'efficacia del giudicato penale nel processo civile o amministrativo non di danno, stante il principio di autonomia che caratterizza i rapporti tra giurisdizione penale, civile e amministrativa.

Sotto il profilo soggettivo, la sentenza penale irrevocabile di condanna o di assoluzione ha efficacia di giudicato solo nei confronti



dell'imputato, della parte civile e del responsabile civile che si siano costituiti o siano intervenuti nel processo penale (Cass. Sez. 3, Sentenza n. 11352 del 22/05/2014; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 17907 del 30/06/2008). Non vincola, dunque, soggetti estranei al processo penale anche se collegati alla vicenda, quali la Consob, che non risulta peraltro costituita nel giudizio penale di cui si discute.

Sotto il profilo oggettivo, il vincolo riguarda soltanto l'accertamento dei fatti materiali che sono stati oggetto del giudizio penale e che sono stati ritenuti rilevanti ai fini della decisione penale. Dove la nozione di «fatti materiali» deve essere limitata alla realtà fenomenica, materiale e storica che ha determinato il convincimento del giudice penale e non può essere anche riferita all'ulteriore procedimento di sussunzione logica del materiale probatorio svolta dal giudice stesso anche attraverso processi argomentativi, la cui articolazione non riguarda l'accertamento del fatto, ma la valutazione di esso (Consiglio di Stato, sentenza n. 1350 del 15.02.2021; Consiglio di Stato, sentenza n. 5473 del 23.11.2017; v. anche, più di recente: Consiglio di Stato, sentenza n. 2047 del 12.03.2025).

Sì che solo ove intervenga il giudicato penale di assoluzione «perché il fatto non sussiste» il divieto del *ne bis in idem* è pienamente efficace e, pertanto, l'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea non incontra alcuna limitazione ai sensi dell'art. 52 della stessa Carta (Cass. Sez. 2, Ordinanza n. 33657 del 20/12/2024; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 29801 del 19/11/2024; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 31632 del 06/12/2018).

4. Con il quarto motivo di ricorso si deduce violazione e falsa applicazione dell'art. 187-*bis*, comma 4, T.U.F. e degli artt. 2727 e 2729 cod. civ., in relazione all'art. 360, comma 1, n. 3) cod. proc. civ., con riferimento al divieto dell'utilizzo della doppia presunzione nella



La Corte territoriale ha, dapprima, esaminato analiticamente la posizione di [REDACTED] e l'incontro tra quest'ultimo e il [REDACTED] (v. sentenza pp. 36-38). Da tale disamina emerge, invero, il convincimento del giudice del merito che [REDACTED] fosse la fonte della fuga di notizie: tanto deriva dalle dichiarazioni contrastanti rese, in particolare, da uno degli ideatori del progetto di cessione, [REDACTED], il quale in uno scambio di *mail* con un altro degli ideatori del progetto, [REDACTED] aveva suggerito di iscrivere [REDACTED] nel registro degli *insider*, mentre durante l'audizione presso Consob lo stesso [REDACTED] aveva ridimensionato la fuga di notizie, avendo evidentemente interesse a

non ammettere che si fosse verificata in maniera incontrollabile la diffusione di fatti su una vicenda che avrebbe dovuto rimanere riservata.

Tanto chiarito, il punto centrale del convincimento del giudice, tuttavia, non è – come sostenuto in ricorso - il contatto tra [REDACTED] e [REDACTED] e la conoscenza presuntiva da parte di quest'ultimo del progetto di cessione di quote: come messo in rilievo *supra* (punto 3.1.), la Corte d'Appello giunge all'affermazione per cui [REDACTED] aveva proceduto all'acquisto di azioni sulla base di informazioni privilegiate al termine di un complesso procedimento logico-inferenziale, al centro del quale vi è la considerazione unitaria di molteplici indizi sincronici consistenti in fatti noti, dapprima esaminati analiticamente e poi riassunti in punti omogenei (v. sentenza p. 49), nell'ambito del quale i contatti avuti da [REDACTED] in [REDACTED] la mattina del 28.07.2015, in funzione della sua posizione apicale, con plurime persone delle amministrazioni centrali dell'azienda iscritte nel registro degli *insider* (tra cui [REDACTED] non è che uno degli elementi indiziari (unitamente alla tempistica dell'acquisto effettuato il 28 luglio 2015, pochissime ore prima dell'annuncio al mercato dell'accordo raggiunto fra [REDACTED] e [REDACTED] all'incoerenza dell'acquisto con l'operatività del ricorrente in [REDACTED] anteriormente al 28 luglio 2015; all'irragionevolezza dell'acquisto rispetto alla difficile situazione di [REDACTED] all'effettuazione della operazione su un *dossier* intestato alla moglie ed a nome di questa ultima; alla mancata effettuazione in relazione all'acquisto della comunicazione di *internal dealing*) che hanno concorso a determinare il convincimento sintetico della Corte.

4.2. La decisione della corte d'appello si fonda, dunque, su un ragionamento presuntivo fondato interamente su fatti certi e



complessivamente considerati, senza incorrere in alcuna violazione del divieto di doppia presunzione.

5. Con il quinto motivo si deduce violazione e falsa applicazione degli artt. 6, comma 2, d.lgs. n. 72/2015 e 187-*bis* T.U.F. come risultanti dalla sentenza n. 63/2019 della Corte Costituzionale, nonché dell'art. 30, comma 3, della Legge n. 87 dell'11 marzo 1953, in relazione all'art. 360, comma 1, n. 3) cod. proc. civ., in punto di mancata rideterminazione del *quantum* della sanzione. Osserva il ricorrente che la sanzione irrogatagli era stata determinata da Consob in €. 120.000,00 sulla base della cornice edittale «quintuplicata» – da €. 100.000 a €. 15 milioni, anziché da €. 20.000,00 ad €. 3 milioni nella versione originaria dell'art. 187-*bis* – disposta dall'art. 39, comma 3, legge n. 262 del 2005. Successivamente, però, l'art. 6, comma 3, d.lgs. n. 72 del 2015 ha disposto che «[a]lle sanzioni amministrative previste dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, non si applica l'art. 39, comma 3, della legge 28 dicembre 2005, n. 262» (l'articolo, cioè, che ha introdotto la quintuplicazione di cui si è dato conto). Il ricorrente ha, quindi, dedotto – alla prima occasione utile – la necessità di adeguarsi alla pronuncia n. 63/2019 della Corte Costituzionale (che ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 6, comma 2, d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72 nella parte in cui esclude l'applicazione retroattiva delle modifiche apportate dal comma 3 dello stesso art. 6 alle sanzioni amministrative previste per gli illeciti disciplinati dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter*, T.U.F.), pronunciata il 21 marzo 2019, cioè successivamente alla data di notifica da parte del Dott. [REDACTED] del proprio ricorso in opposizione (8 novembre 2018). In sintesi: il ricorrente sostiene di aver chiesto in tempo utile, non già tardivamente come affermato dalla Corte territoriale, l'applicazione della sanzione secondo i minimi e massimi edittali nella versione originaria dell'art. 187-*bis* T.U.F. La



Corte territoriale, pertanto, ha erroneamente giudicato laddove ha ritenuto che non fossero ravvisabili «i presupposti per una modifica dell'ammontare della sanzione in via ufficiosa», in quanto la misura della sanzione in concreto irrogata (pari a €. 120.000,00) sarebbe comunque compresa nel «nuovo» intervallo edittale. È, infatti, di immediata percezione che, a fronte di un intervallo edittale compreso tra €. 100.000,00 ed €. 15.000.000,00 la sanzione di €. 120.000,00 irrogata al Dott. [REDACTED] con la delibera risultava di poco superiore al minimo edittale (per la precisione, pari al minimo aumentato di 1/5). A fronte, invece, del nuovo intervallo edittale compreso tra €. 20.000 ed €. 3.000.000,00, la sanzione di €. 120.000,00 risulta pari a ben sei volte il minimo edittale. Il giudice d'appello, pertanto, avrebbe necessariamente dovuto quantomeno ridurre l'ammontare di detta sanzione, allineandolo al minimo edittale individuato dalla sentenza n. 63/2019 (€. 20.000,00), aumentato eventualmente di un quinto, e dunque a €. 24.000,00.

5.1. Merita accoglimento il quinto motivo.

5.2. Per maggiore chiarezza, è utile riproporre l'evoluzione normativa sul tema dei minimi e massimi edittali della sanzione irrogata.

L'art. 6, comma 3, del d.lgs. n. 72 del 2015 dispose che «[a]lle sanzioni amministrative previste dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, non si applica l'articolo 39, comma 3, della legge 28 dicembre 2005, n. 262»: con un effetto, dunque, di ripristino della cornice edittale originariamente stabilita dalla legge n. 62 del 2005 per gli illeciti amministrativi da essa previsti, al netto della quintuplicazione introdotta dall'art. 39, comma 3, della legge n. 262 del 2005.

Per effetto, quindi, dell'art. 6, comma 3, del d.lgs. n. 72 del 2015, l'illecito amministrativo previsto dall'art. 187-*bis* T.U.F. tornava a



essere punito con una sanzione amministrativa pecuniaria da 20.000,00 a 3 milioni di euro, salva la possibilità di procedere agli aumenti di cui al comma 5 dello stesso art. 6.

L'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72 del 2015 stabilì, tuttavia, che «[l]e modifiche apportate alla parte V del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applicano alle violazioni commesse dopo l'entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia secondo le rispettive competenze [...]». Alle violazioni commesse prima della data di entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia continuano ad applicarsi le norme della parte V del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 vigenti prima della data di entrata in vigore del presente decreto legislativo».

In tal modo, il legislatore delegato non soltanto esclude implicitamente che alle modifiche apportate alla Parte V (relativa alle disposizioni sanzionatorie) del T.U.F. potesse essere attribuita efficacia retroattiva rispetto ai fatti commessi prima dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 72 del 2015, ma addirittura rinviò l'applicabilità delle nuove disposizioni al momento dell'entrata in vigore dei regolamenti che la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) avrebbero dovuto adottare in forza del decreto legislativo medesimo.

Tali regolamenti furono, in effetti, adottati da Consob con delibera 24 febbraio 2016, n. 19521 (Modifiche al regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, adottato con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013 e successive modificazioni), che modificò il vigente regolamento sul procedimento sanzionatorio della stessa Consob;



furono, poi, adottati da Banca d'Italia con provvedimento del 3 maggio 2016, che parimenti modificò il proprio procedimento sanzionatorio.

5.2.1. La Corte costituzionale, chiamata a pronunciarsi sulla conformità agli artt. 3 e 117 della Costituzione dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72 del 2015, nella parte in cui tale disposizione ha modificato le sanzioni di cui all'art. 187-*bis* del T.U.F. escludendo la retroattività *in mitius* della normativa più favorevole prevista dall'art. 6, comma 3, del d.lgs. n.72 del 2015, con la sentenza n. 63 del 2019, pubblicata il 21.03.2019 ne ha dichiarato l'illegittimità costituzionale *in parte qua*, rilevando che la disposizione sacrifica irragionevolmente 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.

La natura «penale» di tale sanzione, ai sensi dell'art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea, proprio in considerazione del suo «elevato carico di severità», era 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).

5.2.2. Ai sensi dell'art. 27 della legge 11 marzo 1953, n. 87 (Norme sulla costituzione e sul funzionamento della Corte costituzionale), il giudice delle leggi ha esteso la dichiarazione di illegittimità costituzionale, in via consequenziale, alla mancata previsione - da parte del richiamato art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72 del 2015 - della retroattività delle modifiche apportate dal comma 3



dello stesso art. 6 alle sanzioni amministrative previste per l'illecito di cui all'art. 187-*ter* (Manipolazione del mercato) del T.U.F.

Tale illecito è, infatti, corredato da un quadro sanzionatorio identico a quello previsto dall'art. 187-*bis*, rispondente esso pure a un'evidente logica punitiva, già riconosciuta come tale dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (con la sentenza 4 marzo 2014, *Grande Stevens e altri contro Italia*, paragrafi 94-101), dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea (Grande sezione, sentenza 20 marzo 2018, *Garlsson e altri*, C-537/16, paragrafi 34-35) e da questa Corte (sentenza 30 ottobre 2018, n. 27564).

Anche rispetto alla disciplina sanzionatoria dell'illecito amministrativo previsto dall'art. 187-*ter*, d'altra parte - ha osservato la Consulta - la deroga al principio della retroattività della *lex mitior* apportata dal legislatore delegato non supera il vaglio positivo di ragionevolezza, per le medesime ragioni già evidenziate a proposito del parallelo illecito di cui all'art. 187-*bis*.

5.3. Tornando al caso che ci occupa, la pronuncia della Corte costituzionale è stata pubblicata il 21.03.2019, ossia in data successiva al ricorso in opposizione notificato dall'odierno ricorrente l'08.11.2018; poiché le pronunce della Corte Costituzionale hanno carattere retroattivo, ha errato la Corte d'Appello nella parte in cui ritiene tardiva l'istanza di revisione della sanzione elevata dall'opponente, rientrando invece nei suoi poteri ufficiosi quello di esaminare lo *ius superveniens* in tema di minimi e massimi edittali a valle della pubblicazione della sentenza della Corte costituzionale più volte citata.

Del resto, questa Corte ha espresso il principio per cui, in materia di sanzioni amministrative, le norme sopravvenute che dispongano retroattivamente un trattamento sanzionatorio più favorevole devono essere applicate anche d'ufficio, atteso che la natura e lo scopo



squisitamente pubblicistici del principio del *favor rei* devono prevalere sulle preclusioni derivanti dalle ordinarie regole in tema d'impugnazione (Cass. n. 20697/2018).

5.4. In estrema sintesi, la sentenza della Corte costituzionale n. 63/2019 ha negato la legittimità della deroga, contenuta nell'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72 del 2015, 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 de-quintuplicazione 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.

La natura sostanzialmente penale della sanzione irrogata dalla Consob al [REDACTED] ed il principio dell'applicazione della disciplina più favorevole, conseguente alla sentenza della Corte costituzionale n. 63 del 2019, con riferimento al trattamento sanzionatorio previsto per l'illecito disciplinato dall'art. 187-*bis* T.U.F., impongono, quindi, al giudice dell'opposizione una diversa valutazione in ordine alla sanzione da applicare e, dunque, la cassazione in tali limiti della sentenza impugnata, che aveva ritenuto legittima la sanzione pecuniaria irrogata sol perché rientrante nei minimi e massimi edittali vigenti (€ 20.000,00 - € 3.000.000,00), nella formulazione originaria dell'art. 187-*bis* T.U.F. applicabile al caso di specie (Cass. Sez. 2, Sentenza n. 12031 del 13.04.2022; v. anche: Cass. Sez. 2, Sentenza n. 16044 del 28.07.2020; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 16527 del 31.07.2020, ove la cassazione della pronuncia di merito era resa necessaria dall'omessa



pronuncia sul tema dell'entità della sanzione; Cass. Sez. 2, Ordinanza n. 10280 del 2024, ove la pronuncia cassata aveva ritenuto non estensibile il principio penale della retroattività della *lex mitior* alla sanzione irrogata, applicando di conseguenza una diversa norma attinente alla determinazione delle sanzioni irrogabili; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 17673 del 31.05.2022, ove nella pronuncia cassata il giudice dell'opposizione aveva ignorato del tutto le ricadute in giudizio dallo *ius superveniens* recato dalla sentenza della Corte costituzionale n. 63 del 21 marzo 2019).

La considerazione svolta dalla Corte d'Appello di Milano, secondo cui la sanzione concretamente irrogata si colloca comunque all'interno della nuova cornice edittale, non esclude che - a seguito della sentenza della Corte costituzionale n. 63 del 2019 - deve non di meno ritenersi illegittima la sanzione inflitta sulla base della cornice sanzionatoria non più vigente (arg. da Cass. pen. Sez. U, del 26/02/2015, n. 33040; Cass. pen. Sez. U, del 15/09/2015, n. 37107), benché il giudice di rinvio - chiamato a rimodulare la sanzione entro il nuovo ambito edittale - non sia necessariamente tenuto a seguire un criterio proporzionale di tipo aritmetico correlato all'importo calcolato prima della declaratoria di incostituzionalità, rimanendo intatto il giudizio di disvalore espresso in precedenza.

6. In definitiva, il Collegio accoglie il quinto motivo del ricorso, dichiara infondati i restanti; cassa la sentenza impugnata in relazione al motivo accolto e rinvia il giudizio alla medesima Corte d'Appello, in diversa composizione, che deciderà anche sulle spese del presente giudizio.

P.Q.M.

La Corte Suprema di Cassazione accoglie il quinto motivo del ricorso, dichiara infondati i primi quattro;



cassa la sentenza impugnata con riferimento al motivo accolto e rinvia la causa alla Corte d'Appello di Brescia in diversa composizione, che deciderà anche sulle spese del presente giudizio.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della Seconda Sezione Civile, il 22 maggio 2025.

La Relatrice

CRISTINA AMATO

La Presidente

MILENA FALASCHI

