



REPUBBLICA ITALIANA
LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
SECONDA SEZIONE CIVILE

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

MILENA FALASCHI	Presidente
GIUSEPPE GRASSO	Consigliere
CHIARA BESSO MARCHEIS	Consigliere
REMO CAPONI	Relatore
ANNACHIARA MASSAFRA	Consigliere

Oggetto:

SANZIONI AMMI- NISTRATIVE

Ad.14/05/2025 CC

ha pronunciato la seguente

ORDINANZA

sul ricorso iscritto al n. 22544/2019 R.G. proposto da:

██████████ ██████████ difeso dagli avvocati ██████████ ██████████,
██████████ e ██████████;

-ricorrente-

contro

CONSOB, difesa dagli avvocati ██████████ e ██████████
██████████;

-controricorrente-

avverso SENTENZA di CORTE D'APPELLO VENEZIA n. 101/2019 depositata il 15/01/2019.

Udita la relazione svolta nella camera di consiglio del 14/05/2025 dal Consigliere REMO CAPONI.

FATTI DI CAUSA

██████████ amministratore delegato di ██████████ dal 30/04/2011 al 26/04/2014 e successivamente direttore generale fino al 31/07/2015, è destinatario di una sanzione amministrativa



pecuniaria da parte della Consob. La vicenda sostanziale trae origine da irregolarità riscontrate in relazione all'aumento di capitale effettuato da [REDACTED] nel 2014, con riferimento al prospetto informativo necessario per l'offerta di strumenti finanziari al pubblico. La Consob ha avviato una procedura ispettiva presso [REDACTED] [REDACTED] tra il 12 gennaio 2015 e il 25 febbraio 2016, evidenziando carenze informative e comportamenti non conformi al d.lgs. n. 58/1998. In particolare, la Consob ha contestato la mancata adeguata informazione sul prospetto relativamente: alle modalità di determinazione del prezzo delle azioni offerte, alla concessione di finanziamenti ai clienti finalizzati all'acquisto di azioni della stessa banca («finanziamenti baciati»), alle criticità emerse sul ruolo di [REDACTED] e sul processo del credito, all'utilizzo del «Fondo acquisto azioni proprie» e agli accordi tra privati relativi alla compravendita delle azioni. Tali omissioni avrebbero impedito agli investitori di acquisire informazioni rilevanti per un fondato giudizio di investimento.

Con delibera n. 20035 del 21 giugno 2017 (poi rettificata dalla delibera n. 20059 del 6 luglio 2017 per mero errore materiale), Consob ha irrogato a [REDACTED] una sanzione pecuniaria di € 100.000,00 per violazioni dell'art. 94 co. 2 e co. 7 TUF. [REDACTED] ha proposto opposizione davanti alla Corte di appello di Venezia, domandando l'annullamento della sanzione, contestandone principalmente l'infondatezza, la violazione del diritto di difesa, la tardività della contestazione e il mancato rispetto del principio del favor rei per la riforma normativa introdotta dal d.lgs. n. 72/2015.

La Corte di appello di Venezia ha rigettato l'opposizione integralmente.

Ricorre in cassazione [REDACTED] con cinque motivi, illustrati da memoria. Resiste Consob con controricorso e memoria.



RAGIONI DELLA DECISIONE

1. - Con il primo motivo di impugnazione il ricorrente denuncia la violazione degli artt. 210 c.p.c. e 94 disp. att. c.p.c., lamentando il rigetto dell'istanza di esibizione documentale proposta in sede di udienza del 23/10/2018. L'istanza riguardava la corrispondenza intercorsa nel 2013-2014 tra Consob e Banca d'Italia (in particolare, lettere del 25 novembre 2013, del 20 maggio 2014 e dell'11 giugno 2014), oltre alla relazione dell'Ufficio Prospetti del 24 giugno 2018. L'esistenza di tali documenti, secondo il ricorrente, prova che Consob fosse a conoscenza delle violazioni ben prima dell'ispezione del 2015, con conseguente decadenza dal potere sanzionatorio ex art. 195 TUF. La Corte distrettuale ha rigettato la richiesta per il suo carattere esplorativo. Il ricorrente contesta tale valutazione, affermando che l'istanza era puntualmente motivata, basata su documenti identificati, e che il rifiuto ha leso il diritto di difesa e alla prova, anche alla luce dell'art. 24 e 111 Cost., specie trattandosi di giudizio di unico grado.

In via subordinata, si deduce la nullità della sentenza per motivazione apparente, incoerente e irragionevole, fondata sul solo rilievo dell'esploratività dell'istanza, senza confronto con la giurisprudenza che ammette l'ordine di esibizione per documenti specificamente individuati. La Corte avrebbe dovuto valutare anche d'ufficio l'acquisizione, in funzione del giusto processo e della parità delle armi, trattandosi di documentazione essenziale alla prova della decadenza di Consob.

Il primo motivo è da rigettare, sotto entrambi i profili nei quali esso si articola.

L'istanza di esibizione proposta da [REDACTED] in sede di opposizione alla sanzione amministrativa non soddisfa i requisiti di specificità richiesti dall'art. 210 c.p.c. e dalla giurisprudenza di legittimità. Infatti, come correttamente osservato dalla Corte di appello, la domanda si configurava come meramente esplorativa, essendo



formulata in funzione della possibile proposizione di un motivo aggiunto e fondata su una prospettazione ipotetica del contenuto dei documenti richiesti. Secondo il [REDACTED] orientamento della giurisprudenza di legittimità (cfr. Cass. n. 5091/2016), l'ordine di esibizione ai sensi dell'art. 210 c.p.c. non può essere concesso in assenza di una puntuale allegazione del contenuto del documento e della sua decisività. Né l'indicazione dei soggetti corrispondenti e delle date dei documenti integra, di per sé, l'allegazione assertiva del contenuto informativo utile al giudizio, quando, come nel caso di specie, la parte dichiara di non conoscerlo e ne subordina la rilevanza all'esito dell'esibizione. La motivazione della Corte di appello è coerente con tale assetto normativo e giurisprudenziale e risulta immune da vizi logici o giuridici. Né ricorre il vizio di motivazione apparente, atteso che la Corte ha chiaramente dato conto delle ragioni del rigetto dell'istanza, fondandosi su un principio noto e [REDACTED] applicato al caso concreto.

2. – Il secondo motivo di ricorso si articola in un profilo principale e due profili subordinati.

Il profilo principale denuncia mancanza assoluta di motivazione o, comunque, motivazione solo apparente della decisione impugnata in relazione alla natura sostanzialmente penale della sanzione irrogata e alla conseguente disapplicazione del principio del favor rei. Si lamenta che la Corte di appello abbia disatteso tale principio in relazione alla riforma della disciplina sanzionatoria operata dal d.lgs. n. 72/2015. La Corte ha ritenuto non applicabile retroattivamente la nuova disciplina, pur trattandosi, secondo il ricorrente, di sanzioni amministrative sostanzialmente penali, per le quali – ai sensi dell'art. 49 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea e dell'art. 7 CEDU – si imporrebbe la retroattività della norma più favorevole. La sentenza impugnata ha omissa ogni valutazione della natura sostanzialmente penale della sanzione e del conseguente obbligo per il giudice nazionale di



applicare la lex mitior. Inoltre, la Corte ha del tutto trascurato le argomentazioni difensive fondate sulla giurisprudenza della Corte EDU e della Corte di giustizia UE.

Nel primo profilo subordinato (par. 3.1), si denuncia l'errata applicazione dell'art. 191 TUF nella versione anteriore al d.lgs. n. 72/2015 e dell'art. 49 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. Il ricorrente richiama i criteri elaborati dalla Corte EDU (c.d. criteri Engel) per qualificare una sanzione come sostanzialmente penale e ne deduce che tale qualificazione si attaglia anche alle sanzioni ex art. 191 TUF, considerate la loro gravità, finalità afflittiva e funzione dissuasiva. Pertanto, la Corte di appello avrebbe dovuto riconoscerne la natura penale e applicare retroattivamente la norma più favorevole, secondo un obbligo direttamente vincolante derivante dal diritto dell'Unione.

Nel secondo profilo subordinato (par. 3.2), il ricorrente propone istanza di rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia dell'Unione europea, per domandare se l'art. 49 della Carta UE debba essere interpretato nel senso che impone al giudice nazionale l'applicazione della lex mitior anche alle sanzioni amministrative che, secondo i criteri elaborati dalla giurisprudenza europea, abbiano natura sostanzialmente penale. La questione è rilevante e non manifestamente infondata, in quanto il diritto dell'Unione garantisce l'applicazione della norma più favorevole in tutte le ipotesi in cui la sanzione persegua fini repressivi.

Il secondo motivo è rigettato in ciascuno dei profili in cui esso si articola.

Questa Corte ha più volte affermato che le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Consob per violazioni diverse da quelle previste all'art. 187-ter TUF (quindi, incluso l'art. 191 TUF, oggetto del presente ricorso) non hanno natura sostanzialmente penale e quindi non sono soggette al principio della retroattività della lex mitior. In questo contesto si è precisato



anche che la sentenza della Corte cost. n. 63 del 2019 – riguardante solo le sanzioni ex art. 187-bis TUF – non è estensibile ad altre fattispecie. Si è confermato, inoltre, che il giudizio di afflittività va condotto tenendo conto della natura e della platea dei destinatari delle sanzioni. In particolare, per gli amministratori bancari, data la posizione apicale e la capacità patrimoniale insita nella carica, la sanzione pecuniaria irrogata ex art. 191 TUF non oltrepassa la soglia della pena in senso sostanziale. Si è quindi esclusa l'applicabilità della disciplina successiva in tesi più favorevole, affermando che non sussistono neppure profili di incostituzionalità né presupposti per la rimessione alla Corte di giustizia UE menzionata nel terzo profilo del motivo (cfr. tra le meno remote, Cass. n. 9018/2025, cui si rinvia per una motivazione più articolata).

La Corte di appello ha correttamente applicato tali principi al caso di specie, richiamando l'art. 6 co. 2 del d.lgs. n. 72/2015, secondo cui le modifiche alla parte V del TUF si applicano alle violazioni commesse dopo l'adozione delle disposizioni attuative da parte di Consob e Banca d'Italia, e argomentando che per le violazioni anteriori (come quelle accertate in questo caso) continuano ad applicarsi le norme previgenti. Nel caso di specie, le violazioni risultavano commesse prima dell'adozione di tali disposizioni, sicché si applicava la disciplina anteriore.

3. – Il terzo motivo di ricorso si articola in un profilo principale e in un profilo subordinato.

Nel profilo principale (par. 4), il ricorrente denuncia la violazione e falsa applicazione del combinato disposto degli artt. 3 e 195 del d.lgs. n. 58/1998, dell'art. 24 della l. n. 262/2005 e dell'art. 4 del regolamento Consob sul procedimento sanzionatorio (delibera n. 18750/2013), ai sensi dell'art. 360 n. 3 c.p.c. Contesta la statuizione della Corte di appello secondo cui il termine di duecento giorni previsto dal regolamento Consob per la conclusione del



procedimento sanzionatorio non avrebbe natura perentoria. Il ricorrente sostiene invece che tale termine – fissato in attuazione di una disposizione primaria (art. 24 l. n. 262/2005) – deve ritenersi vincolante e che la sua violazione determina l'illegittimità del provvedimento conclusivo. Sottolinea che la Corte ha errato nell'escludere l'applicabilità della l. n. 241/1990. Richiama la giurisprudenza in tema di provvedimenti amministrativi autoritativi e osserva che il rispetto dei termini procedurali è condizione di legalità dell'azione amministrativa anche in materia sanzionatoria.

Nel profilo subordinato (par. 4.1), il ricorrente deduce la nullità della sentenza per motivazione apparente e contraddittoria, ai sensi dell'art. 360 n. 4 c.p.c. Lamenta che la Corte territoriale, pur avendo ritenuto inapplicabile la l. n. 241/1990, ha poi erroneamente escluso ogni efficacia vincolante al regolamento Consob, senza considerare che quest'ultimo trova fondamento in una legge primaria (art. 24 l. n. 262/2005). Inoltre, avrebbe ommesso di spiegare perché il mancato rispetto del termine fissato non incida sulla validità dell'atto, trascurando il rilievo che tale scadenza rappresenta una garanzia per il soggetto sottoposto a procedimento. La motivazione della sentenza, fondata su un rinvio generico a giurisprudenza non pertinente, sarebbe perciò inidonea a giustificare la decisione di rigetto del motivo di opposizione.

Il terzo motivo va rigettato in ciascuno dei due profili in cui esso si articola.

Secondo l'orientamento [REDACTED] della giurisprudenza di legittimità, il procedimento per l'irrogazione delle sanzioni Consob segue la disciplina speciale dettata dal combinato disposto dell'art. 195 TUF e della legge n. 689/1981 (cfr. Cass., Sez. Un., nn. 20929 e 20935 del 2009). In tale quadro, la normativa regolamentare adottata dalla Consob, ancorché adottata in attuazione di una previsione legislativa (art. 24 l. n. 262/2005), non può derogare ai principi generali della l. n. 689/1981. La funzione del termine di cui



all'art. 4 reg. Consob 18750/2013 è quella di assicurare la speditezza dell'azione amministrativa, ma in assenza di una sanzione espressamente prevista per la sua violazione, esso non può che qualificarsi come termine ordinatorio.

La decisione impugnata si è correttamente uniformata ai principi in materia, rilevando che l'inosservanza del termine interno non comporta né la decadenza dal potere sanzionatorio né l'illegittimità del provvedimento, tanto più in un contesto procedimentale in cui il termine iniziale è legato a una valutazione tecnico-discrezionale dell'autorità.

Anche il profilo subordinato è infondato. La Corte territoriale ha offerto una motivazione sufficiente, chiara e coerente con i principi applicabili. Ha dato conto della natura ordinatoria del termine con riferimento alla disciplina normativa e regolamentare di settore, escludendo che il superamento dei duecento giorni potesse costituire vizio invalidante. Il richiamo alla giurisprudenza è avvenuto con riferimento a precedenti pertinenti e coerenti, e la Corte ha spiegato che, trattandosi di procedimento sanzionatorio retto dalla l. n. 689/1981, non opera alcuna decadenza in assenza di una espressa previsione legislativa. Né risulta omessa la valutazione circa l'origine legislativa del regolamento Consob: la Corte ha implicitamente considerato irrilevante il fondamento primario del regolamento, ritenendo che la fonte secondaria non potesse innovare rispetto alla disciplina della l. n. 689/1981. Non sussistono pertanto né contraddizioni logiche né omissioni significative nel ragionamento della Corte, che appare conforme a diritto e immune dai vizi denunciati.

4. – Il quarto motivo di ricorso, sviluppato nei paragrafi 5 e 5.1, si articola in un profilo principale e in un profilo subordinato.

Nel profilo principale (par. 5), il ricorrente deduce la violazione e falsa applicazione dell'art. 94 TUF ai sensi dell'art. 360 n. 3 c.p.c., censurando la moltiplicazione delle ipotesi di violazione operate



dalla Consob mediante distinte delibere sanzionatorie. Sostiene che i vari atti di contestazione (in particolare le delibere nn. 20035, 20031, 20033 e 20034) si riferiscono a un'unica condotta materiale, ovvero alle omissioni informative collegate al medesimo documento di registrazione della [REDACTED] e dunque l'Autorità avrebbe dovuto configurare un unico illecito, con applicazione di una sola sanzione. Aggiunge che la pluralità dei provvedimenti costituisce una violazione del principio del concorso formale di norme e dell'unicità del fatto, come desumibili dagli artt. 8 e 14 l. 689/1981 e dagli artt. 81 e 85 c.p., e comporta una indebita duplicazione sanzionatoria. Richiama a supporto anche la funzione garantista delle norme che disciplinano il cumulo sanzionatorio.

Nel profilo subordinato (par. 5.1), il ricorrente deduce la nullità della sentenza per violazione dell'art. 132 co. 2 n. 4 c.p.c., per motivazione apparente o mancante. Sostiene che la Corte di appello non ha fornito adeguata motivazione in ordine alla natura autonoma delle diverse contestazioni. Pur avendo rilevato che ciascuna delibera concerne «differenti profili di condotta», il giudice avrebbe omesso di verificare se tali profili discendessero da un medesimo fatto generatore, o se invece potessero considerarsi illeciti distinti e autonomi. Lamenta che la motivazione sia meramente assertiva e che non tenga conto della concreta struttura delle condotte addebitate, né della sostanziale identità del contenuto informativo omesso. Pertanto, la sentenza sarebbe viziata per omesso esame di un fatto decisivo e per assenza di un'effettiva valutazione logico-giuridica sulla configurabilità dell'unitarietà della condotta.

Il quarto motivo è da rigettare in ciascuno dei due profili in cui esso si articola.

La sentenza impugnata ha correttamente accertato che la delibera n. 20035, oggetto di impugnazione, concerneva specificamente le omissioni e le irregolarità informative contenute



nel prospetto relativo all'aumento di capitale di [REDACTED] del giugno 2014, mentre le delibere n. 20034, n. 20033 e n. 20031 si riferivano a condotte diverse, compiute in momenti differenti e afferenti a strumenti finanziari e operazioni ulteriori rispetto all'Aucap 2014. In particolare, la delibera n. 20034 riguardava prospetti base per emissioni obbligazionarie successivi, la n. 20033 contestava violazioni in materia di trasparenza nei servizi di investimento, e la n. 20031 ulteriori omissioni su profili differenti. La Corte territoriale ha dunque ricostruito i presupposti fattuali delle varie contestazioni, individuandone con chiarezza l'autonomia temporale, oggettiva e funzionale. In presenza di condotte distinte, ancorché riconducibili a un medesimo contesto aziendale o gestionale, è esclusa l'unicità dell'illecito; pertanto, ciascuna può legittimamente formare oggetto di distinta sanzione, ai sensi dell'art. 94 TUF. Neppure è invocabile l'art. 8 l. n. 689/1981, che presuppone un'unica azione od omissione, circostanza esclusa dal giudice di merito con accertamento di fatto non sindacabile in sede di legittimità.

Anche il profilo subordinato è infondato. La Corte di appello ha indicato con sufficiente chiarezza le ragioni per cui le delibere sanzionatorie non si riferivano a un'unica condotta ma a differenti fatti. La motivazione, lungi dall'essere apparente, individua e contrappone il contenuto delle singole delibere, esplicitando che ognuna prendeva in considerazione distinti momenti operativi e differenti obblighi informativi, a fronte di atti formali separati (prospetti, emissioni, relazioni, delibere). In tale contesto, la motivazione soddisfa il requisito dell'art. 132 co. 2 n. 4 c.p.c., essendo intellegibile, congrua e non affetta da contraddizione logica. L'eventuale diversità di impostazione tra le contestazioni non costituisce vizio logico, trattandosi di attività discrezionale dell'Autorità amministrativa, sindacabile solo per manifesta irragionevolezza, non riscontrabile nel caso in esame.



5. - Con il quinto motivo di impugnazione (par. 6), il **ricorrente** denuncia la violazione dell'art. 360 n. 3 c.p.c. in relazione al combinato disposto degli artt. 94 TUF e 8 co. 1 della l. n. 689/1981, per l'omessa applicazione del cumulo giuridico tra le sanzioni irrogate. Sostiene che, pur a voler ritenere legittima la pluralità delle contestazioni, la Consob avrebbe dovuto applicare il cumulo giuridico previsto per il concorso formale tra più illeciti, riducendo così l'importo complessivo delle sanzioni. La Corte di appello, invece, non ha affrontato il tema, omettendo di verificare l'applicabilità dell'art. 8 l. n. 689/1981, nonostante la richiesta specifica formulata in sede di opposizione. Tale omissione integra, secondo il ricorrente, una falsa applicazione di legge, giacché la disciplina del cumulo giuridico opera anche per le sanzioni pecuniarie irrogate da autorità amministrative, a fronte di una pluralità di illeciti commessi con una sola azione od omissione o con più azioni od omissioni esecutive di un medesimo disegno. Ne chiede quindi la cassazione, con applicazione del cumulo giuridico.

Il quinto motivo è da rigettare.

La Corte di appello ha infatti ricostruito con puntualità il contenuto delle varie delibere sanzionatorie, rilevando che esse facevano riferimento a condotte tra loro distinte sotto il profilo oggettivo, temporale e funzionale. In particolare, la delibera impugnata sanzionava omissioni informative nel Prospetto relativo all'aumento di capitale 2014; le altre delibere, invece, riguardavano documenti differenti (prospetti base successivi, comportamenti di trasparenza nella prestazione dei servizi, altri profili di responsabilità) e fasi diverse della gestione societaria. Non è dunque ravvisabile né un'azione unica né un programma unitario ai sensi dell'art. 8 l. n. 689/1981. Del resto, come confermato dalla difesa della Consob, nel procedimento oggetto del presente giudizio è stata applicata un'unica sanzione pecuniaria per l'intero complesso delle omissioni accertate nel singolo Prospetto, senza



scomposizione artificiosa né cumulo di sanzioni all'interno della stessa delibera. L'art. 8 l. n. 689/1981 trova applicazione solo nei casi in cui vi siano più violazioni della stessa norma poste in essere con una condotta unitaria: tale presupposto è stato escluso in fatto e non può essere ricostruito in sede di legittimità.

6. - La Corte rigetta il ricorso. Le spese seguono la soccombenza e si liquidano in dispositivo.

Inoltre, ai sensi dell'art. 13 co. 1-quater d.p.r. 115/2002, si dà atto della sussistenza dei presupposti processuali per il versamento, ad opera della parte ricorrente, di un'ulteriore somma pari a quella prevista per il ricorso a titolo di contributo unificato a norma dell'art. 1-bis dello stesso art. 13, se dovuto.

P.Q.M.

La Corte rigetta il ricorso e condanna la parte ricorrente a rimborsare alla parte controricorrente le spese del presente giudizio, che liquida in € 8.600,00 oltre a € 200,00 per esborsi, alle spese generali, pari al 15% sui compensi, e agli accessori di legge.

Sussistono i presupposti processuali per il versamento, ad opera della parte ricorrente, di un'ulteriore somma pari a quella prevista per il ricorso a titolo di contributo unificato, se dovuto.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della Seconda sezione civile, il 14/05/2025.

La Presidente

MILENA FALASCHI

