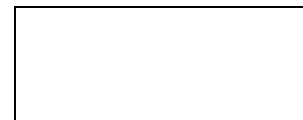


Civile Ord. Sez. 2 Num. 4833 Anno 2026

Presidente: FALASCHI MILENA

Relatore: MACCARRONE TIZIANA

Data pubblicazione: 03/03/2026



ORDINANZA

sul ricorso iscritto al n. 5485/2019 R.G. proposto da:

VESTINI LUCA, elettivamente domiciliato in ROMA VIA NAZIONALE, 204, presso lo studio dell'avvocato LUDOVICA D'OSTUNI che lo rappresenta e difende unitamente agli avvocati LUCA ZITIELLO, GENNARO D'ANDRIA, FRANCESCO MOCCI
-ricorrente-

contro

CONSOB, elettivamente domiciliato in ROMA VIA G.B. MARTINI, 3 C/O CONSOB, presso lo studio dell'avvocato PAOLO PALMISANO che lo rappresenta e difende unitamente all'avvocato ANTONELLA VALENTE

-controricorrente-

avverso SENTENZA di CORTE D'APPELLO NAPOLI n. 3367/2018 depositata il 06/07/2018.

Udita la relazione svolta nella camera di consiglio del 09/07/2025 dal Consigliere TIZIANA MACCARRONE.

FATTO E DIRITTO

Con ricorso ex art. 187 septies del d. lgs. n. 58/1998, depositato il 14 febbraio 2018, Luca Vestini aveva chiesto alla Corte d'Appello di Napoli l'annullamento e/o la modifica -quanto alla sanzione irrogata- della delibera n. 20263 del 10 gennaio 2018, con cui la Consob gli aveva comminato la sanzione amministrativa pecuniaria di € 130.000,00, ai sensi dell'art. 187 quinquies del TUF, in relazione alle violazioni dell'art. 187 bis, comma 4 del TUF, e la sanzione interdittiva accessoria di cui all'art.187 quater co 1 TUF, disponendo inoltre la confisca del profitto conseguito; l'illecito ritenuto accertato dalla CONSOB consisteva nell'aver l'opponente, in possesso dell'informazione concernente la promozione di un'Opa volontaria sulla totalità delle azioni Buongiorno della quale conosceva o poteva conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato, acquistato per conto proprio, utilizzando tale informazione, azioni Buongiorno -gli acquisti dell'opponente erano intervenuti in data 30.3.2012 e in data 11.4.2012, con una spesa di complessivi € 41.250,68, e le azioni così acquisite erano state integralmente rivendute in data 14.5.2012, appena dopo la diffusione al pubblico della notizia relativa alla promozione dell'offerta al pubblico su azioni ordinarie Buongiorno s.p.a., per un controvalore di € 54.016,79-.

Il procedimento concluso con la delibera sanzionatoria impugnata riguardava un gruppo di ventuno investitori, tra cui appunto l'attuale ricorrente, e faceva seguito ad una complessa attività d'indagine, avviata dalla Divisione Mercati (DME) – Ufficio Abusi di Mercato della Consob il 25 febbraio 2015, che aveva condotto, nella prospettazione della Commissione, all'accertamento

di numerose ipotesi di abuso di informazioni privilegiate riguardanti una pluralità di titoli negoziati su mercati regolamentati. Secondo la Consob dall'indagine era emerso che un nutrito gruppo di investitori, tra loro collegati per ragioni di parentela, amicizia o lavoro, aveva acquistato titoli azionari quotati sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana spa (MTA) e sull'Euronext Paris, in prossimità dell'annuncio al pubblico di fatti rilevanti quali la promozione di un'offerta pubblica di acquisto o di una offerta pubblica di scambio. L'attenzione della Commissione si era concentrata in particolare su alcuni titoli oggetto di negoziazione, e cioè le azioni Havas, le azioni Cobra, le azioni Poltrona Frau, le azioni Impregilo, le azioni Marcolin, le azioni Buongiorno e le azioni Benetton Group. L'attività d'indagine era stata finalizzata, da una parte, a ricostruire i processi che avevano condotto alle Opa su azioni Benetton Group, Buongiorno, Marcolin, Impregilo, Poltrona Frau e Cobra e all'Ops su azioni Havas e, dall'altro, a verificare l'operatività sulle medesime azioni nei periodi precedenti l'annuncio al pubblico delle suddette Opa ed Ops. Nella prospettazione della Commissione la DME aveva effettivamente accertato che: - investitori tra loro collegati avevano acquistato le suddette azioni in prossimità delle rispettive Opa od Ops; -alcuni degli investitori erano in possesso delle informazioni privilegiate riguardanti le Opa e l'Ops; -nel gruppo di investitori erano risultate centrali le posizioni di Germano Urgeghe, Damiano Tomassini, Marco Cecchini e Riccardo Sangiorgi, perché ogni componente del gruppo era risultato collegato ad almeno uno di loro ed essi avevano avuto un ruolo attivo nel reperire le informazioni privilegiate e comunicarle, anche cercando di trarre un profitto da tali comunicazioni. La Consob aveva quindi emesso la delibera n. 20263 del 10 gennaio 2018, con la quale aveva applicato sanzioni amministrative nei confronti del gruppo di investitori composto da ventuno soggetti, tra i quali l'opponente-ricorrente, in relazione alle accertate

violazioni dell'art. 187 bis, quarto comma, del TUF per abuso di informazioni privilegiate concernenti le azioni ordinarie emesse da Buongiorno spa (non si era proceduto a contestare gli illeciti in relazione alle azioni Benetton Group, oggetto di opa da parte di Edizione s.r.l. e negoziate in termini analoghi, per intervenuta prescrizione degli stessi).

Costituitosi il contraddittorio, la Corte d'Appello di Napoli aveva respinto l'opposizione. In particolare, la Corte di merito aveva così argomentato: -vanno disattese le richieste del ricorrente di annullamento del provvedimento impugnato per violazione dei principi del *favor rei* e della retroattività della legge penale più favorevole, fondate sulla asserita applicabilità alla fattispecie del disposto dell'art.6 d. lgs. n.72/2015; -è infondata l'eccepita prescrizione degli addebiti, per essere trascorsi più di cinque anni tra la data degli investimenti e la data di ricezione della contestazione degli addebiti, perché a fronte degli acquisti effettuati il 30 marzo e l'11 aprile 2012, la lettera di contestazione è stata inviata per raccomandata il 24.3.2017 e ricevuta il 30.3.2017, entro il quinquennio; -infondata è anche la dedotta violazione del termine massimo di durata del procedimento sanzionatorio di cui all'art.4 della delibera Consob n.18750/2013, rispetto al quale la notifica del provvedimento impugnato era intervenuta solo il 12.2.2018 a fronte della contestazione degli addebiti del 24.3.2017: i termini che l'amministrazione si pone per portare a compimento i procedimenti sanzionatori hanno funzione meramente organizzativa, a tutela del buon andamento e dell'efficienza dell'azione amministrativa, e non influiscono sul provvedimento adottato; -quanto alla doglianza relativa alla prospettata tardività della notifica della contestazione degli addebiti, che si assume avvenuta oltre i 180 giorni dall'accertamento della violazione, l'opponente prende a riferimento, come data dell'accertamento, il 4.7.2016, cioè la data

di trasmissione da parte sua a Consob dell'ultima documentazione richiesta; il rilievo è infondato, perché nella valutazione di congruità dei tempi si deve tenere conto anche delle attività istruttorie che apparivano, ex ante, ragionevoli e appropriate, pure in riferimento alle posizioni di eventuali coincolpati comprese nell'ambito di un'indagine unitaria; considerata, in concreto, l'unitarietà delle indagini coinvolgenti i ventuno incolpati, le cui posizioni erano strettamente connesse, il termine di 180 giorni non è stato violato: il quadro informativo completo si è avuto infatti solo con la ricezione dalla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, il 23.2.2017, degli atti delle indagini preliminari svolte in relazione all'operatività sulle azioni Buongiorno (interrogatori di Marco Cecchini, il 2.11.2016, e di Francesco Maldese, il 13.1.2017, e sit di Matteo Bosi, 5.12.2016), <<da cui è stato possibile ricostruire in maniera più circostanziata il rapporto e i legami tra gli investitori oggetto di indagine>>; -quanto alla fondatezza dell'addebito, l'istruttoria svolta ha permesso di rilevare che: il gruppo di ventuno investitori, comprendente l'opponente, aveva acquistato azioni Buongiorno, così come titoli di altre società, in prossimità delle rispettive opa; detti investitori avevano collegamenti con un gruppo ristretto di persone in possesso di informazioni privilegiate sulle opa; in particolare, l'opponente era amico di infanzia di Germano Urgeghe, che era in contatto per motivi professionali con Damiano Tomassini, ed era intimo amico del fratello di questi, Antonio Tomassini, a sua volta amico di Riccardo Sangiorgi che collaborava con lo studio legale Legance di Milano, advisor di Dacomo nella preparazione dell'opa sulle azioni Buongiorno (di cui aveva potuto conoscere le attività inerenti, pur non seguendole direttamente); dalle dichiarazioni di Matteo Bosi emerge che Riccardo Sangiorgi diede l'informazione a Germano Urgeghe e Damiano Tomassini, il quale alla fine del 2012 aveva segnalato al Bosi l'operazione sull'opa Buongiorno riferendogli che

la fonte di informazione era appunto Sangiorgi e chiedendo un compenso per l'informazione; anche Marco Cecchini, amico di Tomassini e Sangiorgi, aveva dichiarato di aver ricevuto l'informazione di investimento da Urgeghe e di averla passata a Maldese (secondo le dichiarazioni di questi); le email scambiate nel periodo giugno 2011/agosto 2012 tra Sangiorgi, Urgeghe e Damiano Tomassini confermano l'acquisizione e l'utilizzo di informazioni finanziarie finalizzate al trading su strumenti finanziari e il coordinamento tra i soggetti coinvolti; ulteriormente significativo è il dato che l'acquisto di azioni sia avvenuto in due tranches, la prima in misura limitata e la successiva più consistente all'esito dell'acquisizione di informazioni più precise, essendo riuscito Sangiorgi ad accedere ad una serie di documenti rilevanti il 10.4.2012; -si ritiene provato pertanto che l'opponente acquistò le azioni Buongiorno (che all'epoca godevano di scarso credito) utilizzando le informazioni trasmesse da Germano Urgeghe; non appare rilevante il fatto che l'opponente abbia effettuato, oltre all'investimento Buongiorno, l'investimento Benetton Group ma non quelli successivi, perché la circostanza che egli non fosse <<investitore professionale>> conferma che l'acquisto fu determinato dall'informazione ricevuta; -esclusa l'applicabilità dell'art.6 co 3 d. lgs. n.72/2015, la sanzione, irrogata in prossimità dei minimi, è corretta, così come la disposta confisca.

Propone ricorso per cassazione Luca Vestini articolandolo su cinque motivi.

La Consob ha resistito con controricorso.

Dopo la proposizione del ricorso per cassazione, nel febbraio 2019, sono intervenute: -la sentenza della Corte Costituzionale n.63/2019 che, in tema di sanzioni Consob aventi carattere penale quale è l'abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 187 bis del TUF, ha dichiarato incostituzionale la deroga alla retroattività *in mitius* prevista dall'art. 6, comma 2, del d.lgs n. 72 del 2015; -la

sentenza della Corte Costituzionale n. 112 del 10 maggio 2019, che ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'articolo 187 sexies T.U.F., nel testo originariamente introdotto dall'art. 9, comma 2, lettera a), della legge 18 aprile 2005 n. 62, nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo, e non del solo profitto, e, negli stessi termini in via consequenziale, ai sensi dell'art. 27 della legge 11 marzo 1953 n. 87, l'illegittimità costituzionale del medesimo articolo 187 sexies T.U.F. anche nella versione risultante dalle modifiche apportate dall'art. 4, comma 14, del decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107; -la sentenza della Corte Costituzionale n.149/2022, di declaratoria di parziale illegittimità costituzionale dell'art.649 c.p.p. quanto alla doppia punibilità, in sede amministrativa e penale, di illeciti in materia di diritto d'autore, anche alla luce dei principi enunciati dalle Corti europee in materia di *ne bis in idem*; -l'orientamento interpretativo espresso, tenendo conto pure dei rilievi della sentenza richiamata, dalla Corte di Cassazione con la sentenza n.29801/2024 sulla valenza del *ne bis in idem* in ambito europeo, secondo cui <<In base alla giurisprudenza unionale e della CEDU, è incompatibile col principio del "*ne bis in idem*" in ambito eurounitario e, in particolare, con l'art. 50 della Carta di Nizza, l'instaurazione di un procedimento amministrativo di tipo sanzionatorio, o la sua prosecuzione - anche in sede di opposizione giurisdizionale - per l'illecito di cui all'art. 187-bis TUF, ove, con riguardo agli stessi fatti storici, la posizione dell'incolpato abbia formato oggetto di proscioglimento, in sede penale, dal delitto ex art. 184 TUF, con decreto di archiviazione richiesto all'esito di un'istruttoria approfondita e connotata da un'accurata valutazione, nel merito, di un complesso di indizi sufficientemente completo, valevole a rendere tale decisione equiparabile a una pronuncia assolutoria>> (nello stesso senso, Cass. n.33657/2024); -la sentenza della Corte

di Giustizia, Prima Sezione del 25 gennaio 2024 (domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dalla Curtea de Apel Craiova — Romania), Causa C-58/22, Parchetul de pe lângă Curtea de Apel Craiova, che ha sottolineato la necessità di cautela sulla possibilità di ritenere assolto un soggetto ai fini dell'art.50 CDFUE sulla base di un provvedimento di archiviazione del PM, evidenziando che <<Il principio del *ne bis in idem* sancito all'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea deve essere interpretato nel senso che: una persona non può essere considerata come definitivamente assolta, ai sensi di tale articolo 50, in conseguenza di un'ordinanza di archiviazione adottata da un pubblico ministero in assenza di un esame della situazione giuridica di tale persona in qualità di responsabile, sul piano penale, dei fatti integrativi del reato addebitato>>.

Nella memoria illustrativa depositata in vista dell'adunanza camerale del 3.4.2025 la difesa del ricorrente aveva fatto riferimento ai principi emergenti dalle prime quattro pronunce richiamate -e alla sentenza della Corte Costituzionale n.68/2021 dalla quale riteneva di poter desumere una integrale estensione delle garanzie dettate per gli illeciti penali agli illeciti amministrativi di carattere punitivo-, integrando il ricorso con la richiesta di applicazione della prescrizione penale all'illecito oggetto di contestazione e con la richiesta di applicazione del principio del *ne bis in idem*, per essere intervenuto decreto di archiviazione -nel maggio 2019, pubblicato il 3.10.2019- a favore del ricorrente in sede penale per fatti che, pur se relativi alla negoziazione illegittima di altri titoli, sarebbero stati da ritenere connessi a quello fondante l'illecito *sub iudice*, e comunque per essere stato Damiano Tomassini -che avrebbe trasmesso l'informazione riservata per l'opa Buongiorno- assolto per insussistenza del fatto.

Come richiesto da Consob alla luce delle nuove argomentazioni svolte dal ricorrente, la Corte aveva concesso termine per il

deposito di memorie, che veniva fruito sia dalla controricorrente che dal PG.

La Consob ha svolto di difese chiedendo il rigetto delle questioni nuove proposte dalla controparte e richiamando, in relazione ai motivi di ricorso proposti originariamente, le difese già articolate.

Il PG ha svolto osservazioni ritenendo rilevante il decreto di archiviazione pronunciato nei confronti del ricorrente, ove siano presenti i presupposti oggettivi per la sua operatività, e richiamando comunque le considerazioni e conclusioni già svolte in occasione dell'adunanza del 3.4.2025, volte al rigetto dei primi tre motivi di ricorso e all'accoglimento del quarto e del quinto, relativi al profilo sanzionatorio l'uno e alla confisca l'altro. Quanto al profilo sanzionatorio il PG ha rilevato come l'intervento della Corte Costituzionale con la sentenza n.63/2019 sull'art. 6, commi 2 e 3, del d.lgs. n. 72 del 2015, comporti la cassazione con rinvio degli atti alla Corte di appello <<perché valuti se, in relazione all'illecito commesso da V.L., debba ritenersi in concreto più favorevole il regime sanzionatorio risultante dalla dichiarazione di incostituzionalità dell'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72 del 2015 e perché ridetermini (in questa seconda ipotesi) il trattamento sanzionatorio alla stregua della disciplina sopravvenuta, non venendo in rilievo la considerazione della Corte di appello secondo cui la sanzione applicata sarebbe congrua, in quanto prossima al minimo edittale, dovendosi in ogni caso ritenere illegittima la sanzione inflitta sulla base di una cornice sanzionatoria dichiarata illegittima dalla Corte Costituzionale>>; quanto alla confisca, una conseguenza analoga deriverebbe dalla sentenza della Corte Costituzionale n.112/2019, che ha dichiarato l'illegittimità costituzionale <<dell'art. 187-sexies del d.lgs. n. 58 del 1998, nella versione risultante dalle modifiche apportate dall'art. 4, comma 14, del decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, nella parte in cui

prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto>>.

RAGIONI DELLA DECISIONE

Appare opportuno affrontare per primi i rilievi evidenziati nell'interesse del ricorrente nella memoria illustrativa, per provocare il contraddittorio sui quali è stata ritenuta l'opportunità di concedere termini per permettere l'interlocuzione di Consob.

Si osserva in primo luogo che non si può porre nel caso di specie alcun problema di *ne bis in idem*: il procedimento penale a carico del ricorrente al quale si fa riferimento nella memoria difensiva ha riguardato un altro illecito, per il quale la divulgazione dell'informazione riservata, avente ad oggetto titoli Impregilo e non le azioni Buongiorno oggetto dell'incolpazione *sub iudice*, era stata affermata come effettuata direttamente dallo stesso, individuato quindi quale insider primario; a nulla rileva, per il profilo che interessa, che la condotta penalmente illecita contestata al ricorrente fosse o meno correlabile, come pure prospettato dall'accusa, con la necessità/volontà di ricambiare l'informazione di investimento in titoli Buongiorno ricevuta, poichè si tratta di ambiti di valutazione all'evidenza diversi.

La chiara differenza dei fatti oggetto dell'illecito cui era stata attribuita rilevanza penale, disattesa per la pronuncia del richiamato decreto di archiviazione, rispetto ai fatti oggetto dell'illecito amministrativo sanzionato con il provvedimento impugnato ex art.187 septies TUF avanti alla Corte d'Appello di Napoli, rende superfluo ogni ulteriore approfondimento in materia.

Nemmeno assume diretto rilievo, ai fini della verifica di sussistenza dell'illecito amministrativo ascritto al ricorrente, l'intervenuta assoluzione di Damiano Tomassini -coindagato con altri-, per il quale è stato escluso il ruolo di insider primario in relazione alle informazioni riservate riguardanti le azioni Buongiorno: l'eventuale rilevanza di detta assoluzione dovrà essere

esaminata in relazione alle critiche sollevate dal ricorrente per l'esistenza, affermata dalla Corte di merito, della condotta illecita contestatagli, anche in considerazione del fatto che la <<fonte originaria>> dell'informazione che si afferma illecitamente utilizzata fu un altro soggetto (Riccardo Sangiorgi).

Si deve pure disattendere, perché inammissibile, il rilievo del ricorrente, esposto per la prima volta con la memoria illustrativa sopra richiamata, in ordine alla pretesa applicabilità della disciplina della prescrizione penale all'illecito amministrativo di cui si discute: questa pretesa applicabilità, che non deriva affatto come conseguenza logico-giuridica dalla sentenza della Corte Cost. n.68/2021 (che riguarda la sanzione accessoria di revoca della patente di guida e non contiene affermazioni leggibili nel senso indicato, ma si pone semplicemente nel solco delle precedenti sentenze che esaminano specifiche conseguenze -nel caso concreto applicabilità della *lex mitior*- della assimilazione illecito amministrativo punitivo/illecito penale, operata a partire dalla sentenza Grande Stevens Corte EDU del 2014), rappresenta non una semplice riqualificazione giuridica del primo motivo di ricorso (che si esaminerà oltre) sulla intervenuta prescrizione -secondo le disposizioni di riferimento che sono quelle civili- dell'illecito amministrativo contestato ma l'introduzione di questioni nuove - appunto la pretesa applicabilità della disciplina della prescrizione dettata in materia di illeciti penali, invece che della disciplina della prescrizione civile, e l'esistenza in concreto dei presupposti per il maturare di essa; tutto ciò, inoltre, senza che vi sia l'esigenza di supplire a carenze garantiste del sistema sanzionatorio amministrativo se si considera che gli illeciti amministrativi non sono perseguibili illimitatamente ma sono soggetti anch'essi all'istituto della prescrizione, disciplinato dall'art. 28 della legge 689/1981 che richiama espressamente le disposizioni regolanti la prescrizione civile-: si tratta di questioni richiedenti la verifica,

prima di tutto in fatto, di circostanze che non si pongono negli stessi termini per la prescrizione civile -pur ritualmente eccepita- e che non sono state allegate e/o in qualche modo comunque introdotte tempestivamente nemmeno con la proposizione del presente ricorso, in evidente contrasto con il disposto dell'art.366 c.p.c.

Si debbono ora affrontare i motivi di ricorso per cassazione proposti.

1. Con il primo motivo di critica il ricorrente prospetta la violazione e falsa applicazione di norme di diritto ex art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c., in relazione all'art. 28 della l. 689/1981.

Secondo il ricorrente, la Corte d'Appello di Napoli avrebbe mal interpretato l'art. 28 della l. 24 novembre 1981, n. 689, secondo cui <<Il diritto a riscuotere le somme dovute per le violazioni indicate dalla presente legge si prescrive nel termine di cinque anni dal giorno in cui è stata commessa la violazione. L'interruzione della prescrizione è regolata dalle norme del codice civile>>. I fatti contestati dalla Consob sono infatti avvenuti il 30 marzo 2012 e l'11 aprile 2012 (date di acquisto delle azioni Buongiorno oggetto del procedimento sanzionatorio) e, almeno con riferimento alla prima tranche di acquisti, la Consob avrebbe lasciato scadere il termine quinquennale di prescrizione, portando sì alla notifica la lettera di contestazione il 24 marzo 2017 ma ottenendone la conoscenza da parte del destinatario solo il 30 marzo successivo, con la consegna dell'atto (cfr. pag. 6 della sentenza), quando il termine di cinque anni dal compimento della violazione era sicuramente già decorso non operando per i termini non processuali il principio per cui l'effetto interruttivo della prescrizione si verifica già al momento della consegna dell'atto da notificare all'Ufficiale Giudiziario.

Il motivo è infondato.

La Corte di merito non attribuisce effetto interruttivo alla data di spedizione del 24 marzo 2017 ma la richiama solo, sottolineando l'intervenuta ricezione della lettera di contestazione in data 30 marzo 2017. Ora, in tema di illeciti amministrativi non si distingue tra data di spedizione e data di ricezione dell'atto interruttivo ma vale solo la data di ricezione dell'atto interruttivo: il termine si calcola dalla data di commissione dell'illecito, con riferimento al criterio *ex nominatione dierum*, ex art.2963 co 2 c.c. che detta una regola generale -cfr. Cass. n.13406/2017-, e quindi se il riferimento iniziale è al 30 marzo 2012, il termine di prescrizione maturava alle ore 24 del 30 marzo 2017.

Poiché la lettera di contestazione è stata notificata il 30 marzo 2017, la prescrizione quinquennale è stata interrotta tempestivamente per entrambi gli acquisti di azioni contestati.

2. Con il secondo motivo di ricorso si lamenta la violazione e falsa applicazione di norme di diritto ex art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c., in relazione agli artt. 187 *septies* e 195 del TUF, secondo i quali le sanzioni amministrative debbono essere applicate dalla Consob con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti ai soggetti interessati da effettuarsi entro centottanta giorni dall'accertamento.

Nel caso di specie, secondo il ricorrente, tale termine -da considerare perentorio perché esso sarebbe stato stabilito a pena di decadenza dal legislatore- non sarebbe stato rispettato dalla Consob, che anzi dopo la conclusione della fase di accertamento avrebbe lasciato decorrere senza alcuna motivazione ulteriori ottanta giorni prima di notificare all'interessato il provvedimento sanzionatorio: la fase di accertamento si sarebbe infatti conclusa il 4 luglio 2016 mentre il provvedimento è stato notificato solo il 30 marzo 2017. Sarebbe ingiustificabile, sempre secondo il ricorrente, che dopo avere acquisito tutti gli elementi idonei a sostenere le accuse contro di lui, fondate solo sulla sua conoscenza con

Germano Urgeghe e sulla tempistica degli acquisti di azioni Buongiorno, Consob abbia avuto bisogno di quasi tre ulteriori mesi per redigere e notificare la delibera.

Anche questo motivo è infondato.

E' orientamento interpretativo di legittimità costante quello secondo cui il momento dell'accertamento, dal quale decorre il termine di decadenza per la contestazione degli illeciti da parte di Consob, non coincide necessariamente né con quello della mera constatazione dei fatti nella loro materialità né con quello in cui le relazioni o i rapporti finali degli incaricati degli accertamenti siano stati depositati o comunque messi a disposizione degli organi dell'autorità di supervisione competenti al relativo esame, dovendosi invece tener conto, a tal fine, del tempo strettamente necessario affinché, al termine delle verifiche preliminari, la constatazione dei fatti avrebbe potuto essere tradotta in accertamento, senza ingiustificati ritardi derivanti da disfunzioni burocratiche o artificiose protrazioni nello svolgimento dei compiti assegnati ai diversi organi (così, da ultimo, Cass. n.26766/2024 e Cass. 9022/2023); la ricostruzione e la valutazione delle circostanze di fatto inerenti ai tempi occorrenti per la contestazione e alla congruità del tempo utilizzato in relazione alla difficoltà del caso sono rimesse al giudice del merito, il quale, con apprezzamento incensurabile in sede di legittimità se correttamente motivato, deve limitarsi a rilevare se vi sia stata un'ingiustificata e protratta inerzia durante o dopo la raccolta dei dati di indagine, tenendo altresì conto della sussistenza di esigenze di economia che inducano a raccogliere ulteriori elementi a dimostrazione di altre violazioni rispetto a quelle accertate, mentre la valutazione della superfluità degli atti di indagine deve essere svolta con giudizio "ex ante", restando irrilevante la loro inutilità "ex post" (cfr. ancora Cass. n. 21171/2019; Cass. n. 26766/2024).

Il ricorrente insiste nel prendere a riferimento come data di accertamento quella in cui egli trasmise a Consob, dopo la riapertura delle indagini nel febbraio 2015, la documentazione richiestagli, e cioè il 6.7.2016, senza considerare la trasmissione, affermata superflua, degli atti -pur copiosi e complessi- delle indagini preliminari effettuata, al momento della loro chiusura, dal PM presso il Tribunale di Milano nel febbraio 2017, valorizzata invece dalla Corte di merito. È evidente la richiesta sostanziale del ricorrente di rimettere in discussione l'iter interpretativo-argomentativo seguito ed esplicitato dalla Corte nella valutazione degli elementi documentali in atti per la verifica della tempestività dell'attività di contestazione di Consob rispetto alla data da prendere a riferimento come data di accertamento, con sollecitazione ad operare una rivalutazione di merito non giustificata da incongruità e/o omissioni da parte del Corte d'Appello di Napoli: questa ha dato infatti adeguato conto della ritenuta rilevanza delle emergenze degli atti di indagine penale trasmessi ai fini della complessiva ricostruzione dei fatti, dei ruoli e delle responsabilità dei soggetti coinvolti, nello svolgimento di un'attività propriamente meritale non suscettibile di essere rimessa in discussione in questa sede -Cass., Sez. U., 27 dicembre 2019, n. 34476-.

3. Con il terzo motivo il ricorrente lamenta la violazione e falsa applicazione di norme di diritto ex art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c., in relazione agli artt. 2727 e 2729 c.c.

Nella sentenza impugnata, la Corte d'Appello di Napoli avrebbe ritenuto dimostrato l'illecito di abuso di informazioni privilegiate contestato dalla Consob al ricorrente senza il supporto di alcuna prova diretta e con un errato utilizzo del ragionamento presuntivo. Infatti, non esisterebbero, a corredo dell'accusa, elementi probatori particolarmente qualificati come confessioni, dichiarazioni di soggetti terzi, prove documentali o registrazioni di telefonate o

colloqui tra privati: la delibera sanzionatoria, così come la sentenza impugnata che la ha confermata, si reggerebbero solo su presunzioni semplici che, in base agli art. 2727 -2729 c.c., dovrebbero essere "gravi, precise e concordanti" e che, nel caso di specie, non lo sarebbero. Gli elementi (i "fatti noti") su cui il ragionamento presuntivo poggerebbe sarebbero infatti, sempre secondo il ricorrente, solo due: le tempistiche degli acquisti e la conoscenza personale di Germano Urgeghe.

Anche questo motivo è infondato.

È certamente ammissibile il ricorso al ragionamento presuntivo anche per l'accertamento dell'abuso di informazioni privilegiate, ed anzi l'estrema difficoltà del rinvenimento di prove dirette per il tipo di condotta richiamata rende la prova presuntiva, in linea generale, se non l'unico il modo usuale di accertare il possesso di tali informazioni. Questa Corte ha infatti da tempo affermato che: «In tema di abuso di informazioni privilegiate ex art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998, non esiste alcuna incompatibilità tra tale condotta ed il suo accertamento mediante presunzioni semplici, essendo, piuttosto, la prova presuntiva spesso l'unica che consenta di accertare il possesso delle dette informazioni, dal momento che il trasferimento di queste si attua, di regola, con modalità che escludono attività di documentazione, mentre la rappresentazione dell'«insider trading» attraverso prove orali è eventualità per lo più esclusa dalla naturale riservatezza delle comunicazioni e dalla mancata conoscenza, da parte della Consob, di quanti, vicini all'innocente, potrebbero fornire precise informazioni al riguardo» (così Cass. n. 8782/2020, alla quale sono conformi le pronunce successive: cfr. Cass. n. 12031/2022; Cass. n. 32829/2023). La valutazione della ricorrenza dei requisiti enucleabili dagli artt. 2727 e 2729 c.c., attraverso la valorizzazione degli elementi di fatto quale fonte di presunzione, è devoluta al Giudice di merito mentre compete alla Corte di Cassazione, nell'esercizio della funzione

nomofilattica, il controllo che i principi contenuti nell'art. 2729 c.c. siano applicati alla fattispecie concreta al fine della ascrivibilità di questa a quella astratta: ciò ai sensi dell'art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c., in modo da evitare che, violando i criteri giuridici in tema di formazione della prova critica, il giudice si limiti a confermare il valore indiziario a singoli elementi acquisiti in giudizio, senza accertarne l'effettiva rilevanza in una valutazione di sintesi (cfr. tra le varie, Cass. 5 maggio 2017 n. 10973; Cass. 2 marzo 2017 n. 5374; Cass. 6 giugno 2012 n. 9108; Cass. 18 settembre 2003 n. 13819, in materia tributaria, nel cui ambito la questione è stata affrontata di frequente per l'utilizzo del sistema delle presunzioni a favore dell'Amministrazione pubblica; cfr. Cass. 12 aprile 2018 n. 9059; Cass. n. 27410 del 2019, non massimata; Cass. 13 ottobre 2005 n. 19894). Più in particolare, sempre in tema di prova per presunzioni, «è stato affermato che il giudice, dovendo esercitare la sua discrezionalità nell'apprezzamento e nella ricostruzione dei fatti in modo da rendere chiaramente apprezzabile il criterio logico posto a base della selezione delle risultanze probatorie e del proprio convincimento, è tenuto a seguire un procedimento che si articola necessariamente in due momenti valutativi: in primo luogo, occorre una valutazione analitica degli elementi indiziari per scartare quelli intrinsecamente privi di rilevanza e conservare, invece, quelli che, presi singolarmente, presentino una positività parziale o almeno potenziale di efficacia probatoria; successivamente, è doverosa una valutazione complessiva di tutti gli elementi presuntivi isolati per accertare se essi siano concordanti e se la loro combinazione sia in grado di fornire una valida prova presuntiva, che magari non potrebbe dirsi raggiunta con certezza considerando atomisticamente uno o alcuni di essi» (Cass. 18 luglio 2024, n. 19856).

Nel caso in esame, la Corte di merito non ha ritenuto condivisibili le censure avanzate alla motivazione dell'ordinanza

sanzionatoria dal ricorrente, rilevando invece la fondatezza delle argomentazioni prospettate dalla Consob. In particolare, la Corte ha valorizzato i seguenti elementi indiziari: -l'amicizia stretta tra il ricorrente e Germano Urgeghe, tra questi e i fratelli Tomassini e tra Antonio Tomassini e Riccardo Sangiorgi; -il fatto che Riccardo Sangiorgi era collaboratore dello studio legale Legance di Milano, advisor di Dacomo nella preparazione dell'opa sulle azioni Buongiorno, ed aveva potuto avere conoscenza, nella qualità indicata, delle attività inerenti all'operazione; -il fatto che Riccardo Sangiorgi, conoscendo il carattere privilegiato dell'informazione, l'aveva comunicata a Germano Urgeghe, oltre che a Damiano Tomassini; la circostanza era risultata riscontrata dalle dichiarazioni di Matteo Bosi (quanto all'informazione ottenuta da Damiano Tomassini), di Marco Cecchini e Francesco Maldese (quanto alla conoscenza dell'informazione da parte di Germano Urgeghe); -gli intensi contatti telefonici intercorsi fra Urgeghe, Sangiorgi e Tomassini nel periodo 1.6.2011-31.8.2012, nel cui ambito intervenne la diffusione delle informazioni privilegiate sui titoli Buongiorno, oltre che su altri titoli; -l'aver operato i componenti del gruppo di investitori, in particolare Urgeghe, Antonio Tomassini e l'attuale ricorrente, sui titoli Buongiorno, con tempistiche e modalità analoghe.

Gli elementi indiziari descritti che, singolarmente, non sarebbero sufficientemente probanti acquistano nell'ambito di una loro valutazione complessiva significatività e una inequivoca idoneità a riscontrare positivamente, all'esito di un ragionamento presuntivo lineare, l'effettiva ascrivibilità al ricorrente dell'illecito amministrativo contestatogli.

Nel ragionamento per presunzioni della Corte di merito non sono infatti ravvisabili <<vizi di violazione o di falsa applicazione della norma di diritto di cui all'art. 2729 cod. civ., che si può prospettare quando il giudice di merito fonda la presunzione su un

fatto storico privo di gravità o di precisione o di concordanza ai fini della inferenza dal fatto noto della conseguenza ignota (Cass., Sez. Un., n. 1785 del 2018; Cass. n. 9054 del 2022; Cass. n. 18611 del 2021; Cass. n. 19485 del 2017; Cass. n. 17535 del 2008)>> (cfr. per tutte, per una valutazione articolata delle caratteristiche del ragionamento presuntivo, Cass. 18 luglio 2024, n. 19856, contenente ampi riferimenti alla giurisprudenza di legittimità).

Nel contesto delineato non appare rilevante l'intervenuta assoluzione in sede penale di Damiano Tomassini per il ruolo di insider primario attribuitogli, in concorso con Sangiorgi e Urgeghe, in relazione agli illeciti inerenti alla negoziazione dei titoli Buongiorno, non solo perché l'ambito dell'accertamento penale non è coincidente con quello dell'accertamento civile ma anche per la circostanza decisiva del permanere del ruolo primario di Germano Urgeghe, in rapporti sia con Riccardo Sangiorgi che con il ricorrente, e della condotta di tramite da egli tenuta per la negoziazione dei titoli di cui si discute nei confronti del ricorrente: il ragionamento presuntivo costruito dalla Corte di merito rimane comunque logico e consequenziale, infatti, anche se si toglie rilievo penale alla condotta di Damiano Tomassini.

Per le considerazioni svolte e a fronte della motivazione esistente, logica e articolata della Corte di merito, si deve concludere per il rigetto del motivo in esame.

4. Con il quarto motivo viene prospettata la violazione e falsa applicazione di norme di diritto ex art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c., in relazione agli artt. 7 della CEDU, 2 c.p., 187 *bis* del TUF e 6 del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72.

La Corte d'Appello di Napoli avrebbe respinto, secondo il ricorrente, le obiezioni formulate in ordine all'applicabilità del principio del *favor rei* in tema di successione di leggi nel tempo previsto dall'art. 7 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo (CEDU) e dall'art. 2, comma quarto, c.p. Le sanzioni previste dal

TUF in materia di abusi di mercato sarebbero infatti caratterizzate da un tale grado di afflittività da poter essere considerate sanzioni sostanzialmente penali o "quasi-penali". In particolare, il ricorrente ha lamentato che la Consob abbia applicato alla fattispecie l'art. 187 *bis* del TUF nella versione modificata dall'art. 39, comma 3, della l. 28 dicembre 2005, n. 262 (che aveva quintuplicato i limiti edittali), senza invece tener conto di quanto previsto dall'art. 6 del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, secondo cui tale maggiorazione non si sarebbe dovuta più applicare alle sanzioni amministrative previste dal TUF.

Il motivo di ricorso in esame è fondato.

Si deve infatti tenere conto della sentenza della Corte Costituzionale n.63/2019, successiva alla sentenza impugnata, in conseguenza della quale, essendo la sanzione prevista per l'abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 187 *bis* del TUF da considerare di natura essenzialmente penale, deve valere il trattamento più favorevole nel caso di successione di leggi nel tempo: la sanzione irrogata deve pertanto essere considerata in concreto tenendo conto del trattamento sanzionatorio più favorevole all'esito dell'entrata in vigore del d. lgs. n.72/2015, secondo una rivalutazione che è di carattere meritale e che non può essere svolta in sede di legittimità.

Come questa Corte ha già avuto modo di rilevare, infatti, in tema di sanzioni Consob aventi carattere penale (quale è appunto quella per l'abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 187 *bis* del TUF), l'applicazione retroattiva del trattamento sanzionatorio più favorevole introdotto dal d.lgs. n. 72 del 2015, conseguente alla sentenza della Corte cost. n. 63 del 2019 che ha dichiarato incostituzionale la deroga alla retroattività *in mitius* prevista dall'art. 6, comma 2, del citato d.lgs. -rilevabile d'ufficio anche in sede di legittimità-, giustifica la rimessione al giudice del merito per rimodulare la sanzione, anche qualora quella in concreto irrogata si

collochi, comunque, all'interno della cornice editale stabilita dalla nuova normativa, stante il diritto dell'autore dell'illecito a vedersi applicare una sanzione proporzionata al disvalore del fatto, secondo il mutato apprezzamento del legislatore -così Cass. n.12031/2022-.

Dovrà pertanto essere la Corte d'Appello di Napoli a verificare, in sede di rinvio, la congruità della sanzione irrogata al ricorrente alla luce dell'intervento della Corte Costituzionale richiamato.

5. Il quinto motivo di ricorso propone la violazione e falsa applicazione di norme di diritto ex art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c., in relazione all'art. 187 *sexies* del TUF perchè nei confronti del ricorrente è stata disposta da Consob (e confermata dalla Corte d'Appello di Napoli) la confisca dei beni fino alla concorrenza del profitto riportato e dei mezzi utilizzati per commetterlo, ai sensi dell'art. 187 *sexies* del TUF *pro tempore* vigente. Successivamente allo spirare dei termini per proporre opposizione, la norma da ultimo richiamata è stata modificata dall'art. 4, comma 14, del d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107. Nella versione attuale, non sarebbe più prevista la possibilità di confiscare i beni utilizzati per commettere l'illecito. Avendo la confisca di cui all'art. 187 *sexies* del TUF natura sostanzialmente penale, varrebbero i principi di successione di leggi nel tempo stabiliti dalla CEDU e dall'art. 2 c.p. e va applicata la norma più favorevole al reo.

Su questo motivo si deve dichiarare cessata la materia del contendere.

Sulla questione è intervenuta la Corte Costituzionale n.112/2019, che ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187 *sexies* TUF, sia nel testo originario, nella parte in cui prevedeva la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo, e non del solo profitto, sia nella versione risultante dalle modifiche apportate dall'art. 4, comma 14, del decreto legislativo 10 agosto 2018, n.

107, nella parte in cui prevedeva la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto.

A seguito della declaratoria di incostituzionalità della disposizione applicata, la Consob ha adottato la delibera n. 21176 del 5 dicembre 2019 con la quale ha annullato parzialmente la delibera n. 20263/2018, nella parte relativa alla confisca di beni dell'incolpato, <<limitatamente alla parte eccedente la somma di € 12.766,11 corrispondente al profitto dell'illecito medesimo>>.

Il ricorrente ha riconosciuto, nella memoria ex art.380 bis 1 c.p.c., l'intervento effettuato in autotutela da Consob, affermando che è <<venuto meno il proprio interesse ad agire in relazione al quinto motivo di ricorso. Con tale motivo>> il ricorrente <<chiedeva infatti che la sanzione della confisca venisse quanto meno ridotta al solo profitto dell'illecito, con conseguente revoca della confisca dei beni utilizzati per commetterlo. Avendo il ricorrente ottenuto in autotutela la soddisfazione della pretesa di cui al quinto motivo di ricorso, una decisione sul punto della Suprema Corte si rivelerebbe superflua>>.

In conclusione, si respingono i primi tre motivi di ricorso; deve essere accolto il quarto motivo di ricorso, con rimessione alla Corte d'Appello di Napoli perché valuti il profilo della sanzione in concreto irrogata al ricorrente con il provvedimento n.20263/2018 alla luce della sentenza della Corte Costituzionale n.63/2019, che ha dichiarato incostituzionale la deroga alla retroattività *in mitius* prevista dall'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 72 del 2015; in relazione al quinto motivo di ricorso deve essere dichiarata cessata la materia del contendere.

Il Giudice del rinvio provvederà anche alla liquidazione delle spese della fase di legittimità.

PQM

La Corte di Cassazione, II Sezione Civile,

respinge il primo, il secondo e il terzo motivo di ricorso, dichiara cessata la materia del contendere in relazione al quinto motivo di ricorso; accoglie il quarto motivo di ricorso, cassa e rinvia alla Corte d'Appello di Napoli perché, in diversa composizione, provveda anche sulle spese di legittimità.

Così deciso in Roma nella camera di consiglio del 9.7.2025

Il Presidente
MILENA FALASCHI