



**REPUBBLICA ITALIANA**  
**IN NOME DEL POPOLO ITALIANO**

La Corte d'Appello di Brescia, Sezione Prima civile, composta dai Sigg.:

<b>Dott. Donato Pianta</b>	<b>Presidente</b>
<b>Dott. Giuseppe Magnoli</b>	<b>Consigliere</b>
<b>Dott. Annamaria Laneri</b>	<b>Consigliere rel.</b>

ha pronunciato la seguente

**SENTENZA**

nella causa civile n. 307/2018 VG promossa con ricorso depositato l'11.11.2018 e trattenuta in decisione all'udienza collegiale del 23 ottobre 2019

da

**C** [REDACTED]

rappresentato e difeso dall'avv. Francesco Bochicchio, dall'avv. Lorenzo Del Giudice e dall'avv. Enrico Codignola ed elettivamente domiciliato presso lo studio di quest'ultimo in Brescia, via Romanino n. 16, come da procura in calce al ricorso

**RICORRENTE**

**c o n t r o**

**CONSOB, in persona del legale rappresentante pro tempore,**

Sent.

R.Gen. N.307/2018 VG

OGGETTO: sanzioni amministrative comminate dalla Consob



rappresentata e difesa dagli avv.ti [REDACTED]

[REDACTED] ed elettivamente domiciliata in Roma, via GB

Martini n. 3, per procura in calce alla memoria

**RESISTENTE**

In punto: ricorso in opposizione a sanzione amministrativa Consob

### CONCLUSIONI

**Di [REDACTED]**

In via istruttoria:

-disporre Consulenza tecnica di Ufficio di natura tecnico finanziaria sul seguente quesito:

1) vero che:

al Sig. [REDACTED] ha effettuato le operazioni contestate nel Provvedimento impugnato in titoli sulla base degli stessi criteri di cui alla sua operatività precedente;

b) tutte le operazioni, sia quelle comprese, sia quelle precedenti erano caratterizzate da valutazione rigorosa dei fondamentali delle operazioni senza limitarsi ai prezzi;

c) l'operatività è sempre stata era sporadica, contenuta e continuativa, comprese le operazioni contestate;

nonché che

d) tutti e tre gli elementi di cui sopra, vale a dire a), b) e c), sono del tutto incompatibili con comportamenti di utilizzo di notizie riservate (notizie evidentemente non possedute),



Nel merito

1) Accertata l'insussistenza ed infondatezza dei presupposti di fatto e di diritto su cui si fonda il Provvedimento sanzionatorio oggetto del presente ricorso, alla luce di quanto esposto in narrativa, dichiarare la nullità e/o inefficacia, ovvero la illegittimità ovvero annullare ovvero revocare la Delibera n. 20557 del 2 agosto 2018 della Ill.ma Consob, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, e tutti gli atti presupposti preordinati e consequenziali e connessi; 2) dichiarare in ogni caso la violazione di legge e la illegittimità della Delibera impugnata con ogni consequenziale pronuncia;

2) Con ogni vittoria di spese ed onorari.

In subordine, chiede che la Corte applichi i principi derivanti dalle sentenze n. 63/19 e 112/19 Corte Cost. rispettivamente alle misure della sanzione e all'estensione della confisca.

### **di CONSOB**

chiede che codesta ecc.ma Corte di Appello, disattesa ogni contraria domanda, eccezione, deduzione, voglia respingere il ricorso, siccome manifestamente infondato. Aderisce all'istanza di riduzione della confisca al solo profitto con pronuncia meramente dichiarativa in ordine agli effetti restitutori.

### **SVOLGIMENTO DEL PROCESSO**

Con delibera n. 20557 del 2 agosto 2018, notificata nei confronti di Pietro C██████████, Consob ha accertato la violazione dell'art. 187 bis comma 4, D.



Legisl. 58/98 e ha applicato al ricorrente le seguenti sanzioni: sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 187 sexies, D.Lgs n. 58/1998, pari a euro 250.000,00 e sanzione interdittiva accessoria per un periodo di mesi dodici ai sensi dell'art. 187 quater comma 1, D. Legisl. 58/98, e ha disposto la confisca sino alla concorrenza di euro 48.923,07.

La suddetta delibera si fonda sull'esito delle indagini condotte da Consob da cui sarebbe emerso che in occasione di una telefonata intercorsa il 25 luglio alle ore 10:49,07 della durata di 9 minuti, P [REDACTED] C [REDACTED] avrebbe ricevuto da F [REDACTED] B [REDACTED] l'informazione privilegiata concernente il Progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi da Italmobiliare ad HC.

Secondo la tesi della Consob, proprio a seguito di tale passaggio di informazione, il C [REDACTED] avrebbe effettuato l'acquisto, tra il 27 ed il 28 luglio 2015, di 11 "contract for difference" (CDF) su azioni Italcementi al prezzo medio ponderato di euro 6,365246 per un controvalore totale di euro 70.017,41 e il 29 luglio 2015 avrebbe venduto 11 CDF al prezzo medio ponderato di euro 9.837071 per un controvalore totale di euro 108.208,78, realizzando una plusvalenza di euro 38.190,077, e, sempre secondo l'assunto della Consob, su sua raccomandazione anche E [REDACTED] B [REDACTED] il 28 luglio 2015 avrebbe acquistato n. 5.000 azioni Italcementi al prezzo medio ponderato di euro 6.250.158 per un controvalore di euro 31.250,79 che il B [REDACTED] ha poi venduto il 29 luglio 2005 ad un controvalore totale di euro 48.000,40, realizzando una plusvalenza pari ad



euro 17.149,21.

Avverso la delibera ed il relativo atto di accertamento, il C [REDACTED] ha proposto tempestiva opposizione ai sensi dell'art. 187 septies, comma 4, d.lgs n. 88/1998, chiedendo anche la sospensione dell'esecutività dei predetti provvedimenti sanzionatori.

All'udienza camerale del 16 gennaio 2019, fissata per la discussione sull'istanza di sospensiva, si è costituita la Consob con memoria difensiva con cui ha chiesto il rigetto dell'istanza.

Con ordinanza in pari data la Corte ha accolto l'istanza di sospensione limitatamente alla sanzione pecuniaria ed interdittiva.

All'udienza del 20 marzo 2019, celebrata in forma pubblica, come risulta sia dal decreto di fissazione dell'udienza, che dal verbale di causa, il C [REDACTED] personalmente presente, ha rinunciato all'audizione.

La causa è stata quindi, all'esito della discussione orale, trattenuta in decisione.

Con ordinanza del 10 aprile 2019 la causa è stata rimessa in istruttoria con invito alla Consob a depositare nuovamente la documentazione prodotta telematicamente unitamente ad un indice preciso che ne permettesse una agevole consultazione.

Alla successiva udienza 23 ottobre 2019, sempre celebrata in forma pubblica, la causa è stata trattenuta in decisione.

### **MOTIVI DELLA DECISIONE**

Il procedimento sanzionatorio conclusosi con l'adozione della delibera



impugnata nel presente giudizio trae origine dagli elementi emersi a seguito di indagini condotte dalla Divisione Mercati della Consob (cfr. atto di accertamento del procedimento sanzionatorio n. 71637/2017, all A al fascicolo del C [REDACTED] nel presente grado) con riguardo ad alcune operazioni su azioni Italcementi 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 Heildeberg Cement (di seguito HC) del 45% del capitale sociale di Italcementi da Italmobiliare, e della conseguente promozione di una offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Italcementi ai sensi dell'art. 106, comma 1, TUF.

Nel comunicato erano indicate le principali condizioni dell'Accordo:

- il prezzo pattuito era di € 10,60 per azione;
- come parte del corrispettivo era prevista l'assegnazione a Italmobiliare di azioni ordinarie HC, tramite un aumento di capitale riservato, corrispondenti a una quota compresa fra circa il 4% e il 5,3% del capitale di HC dopo l'aumento di capitale;
- l'operazione di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi a HC, (di seguito Operazione) , il cui perfezionamento era atteso entro la fine del 2016, era subordinata all'approvazione da parte delle autorità antitrust competenti;
- a seguito del perfezionamento dell'Operazione, per effetto dell'acquisizione della partecipazione in Italcementi, HC avrebbe



promosso un'OPA obbligatoria totalitaria per cassa sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Italcementi ai sensi dell'art. 106 del D.Lgs. n. 58/1998 a un prezzo di € 10,60 per azione, corrispondente al prezzo che sarebbe stato pagato a Italmobiliare.

Il prezzo di € 10,60 per azione fissato per l'OPA totalitaria obbligatoria incorporava un premio del 60,85% rispetto al prezzo di riferimento delle azioni Italcementi registrato sul Mercato Telematico Azionario (MTA) il 28 luglio 2015 (€ 6,59) e del 71,35% rispetto alla media aritmetica dei prezzi di riferimento dei tre mesi precedenti, periodo compreso tra il 29 aprile e il 28 luglio 2015 (€ 6,19).

Il 29 luglio 2015 il prezzo delle azioni Italcementi ha raggiunto € 9,95 nell'asta di apertura, con una variazione positiva del 50,99% rispetto al prezzo di chiusura del giorno precedente (€ 6,59), dopodiché è oscillato tra € 9,55 e € 10,20 durante la negoziazione continua ed è risultato pari a € 9,85 nell'asta di chiusura.

Anche i volumi degli scambi hanno registrato un incremento significativo.

Infatti, il 29 luglio 2015 il numero di azioni Italcementi scambiate è stato pari a 32.418.719, circa 35 volte la media delle azioni scambiate nelle 22 sedute precedenti (periodo dal 29 giugno al 28 luglio 2015), pari a 922.851 azioni.

Quanto alle azioni Italmobiliare, il 29 luglio 2015 il prezzo ha raggiunto € 41,31 nell'asta di apertura, con una variazione positiva del 36,56% rispetto al prezzo di chiusura del giorno precedente (€ 30,25), dopodiché è oscillato



tra € 38,31 e € 41,31 durante la negoziazione continua ed è risultato pari a € 38,68 nell'asta di chiusura.

Anche i volumi degli scambi delle azioni Italmobiliare hanno registrato un incremento significativo il 29 luglio 2015. Infatti, il numero di azioni scambiate è stato pari a 198.301, circa 39 volte la media delle azioni scambiate nelle 22 sedute precedenti, pari a 5.130 azioni.

Tra il 27 ed il 28 luglio 2015, qualche ora prima della diffusione del comunicato, P. C. all'epoca dei fatti consulente finanziario presso Banca Generali S.p.a., ha complessivamente acquistato 11.000 *contract for difference* (CFD) su azioni Italcementi al prezzo medio ponderato di euro 6.365246 per un controvalore totale di euro 70.017,71.

Dagli accertamenti svolti dalla Divisione Mercati è risultato che il 28 luglio 2015 E. B. cliente di Banca Generali S.p.a. di cui P. C. all'epoca dei fatti era il Financial Planner di riferimento, ha acquistato 5.000 azioni Italcementi al prezzo medio ponderato di euro 6.250158, per un controvalore di euro 31.250,79.

Mercoledì 29 luglio 2015, il giorno successivo alla diffusione del comunicato, P. C. ha venduto i suddetti 11.000 CFD su azioni Italcementi al prezzo medio ponderato di euro 9.837071, per un controvalore totale di euro 108.207,78, realizzando una plusvalenza pari ad euro 38.190,07

Lo stesso giorno E. B. ha venduto le suddette 5.000 azioni Italcementi al prezzo medio ponderato di euro 9.680000, per un





controvalore di euro 48.400,00, realizzando una plusvalenza pari ad euro 17.149,21.

\*\*\*\*\*

Secondo la ricostruzione della Consob all'esito della complessa istruttoria eseguita, sarebbe emerso che:

- nel periodo precedente la diffusione del comunicato del 28 luglio 2015 l'informazione privilegiata circa il Progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi da Italmobiliare a HC con la conseguente promozione da parte di HC di un'OPA obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Italcementi (di seguito, Progetto di cessione) circolava all'interno delle amministrazioni centrali di Italcementi e Italmobiliare;
- F [REDACTED] B [REDACTED] all'epoca dei fatti Responsabile Affari Fiscali Italia di Italcementi, possedeva l'informazione privilegiata concernente il Progetto di cessione;
- F [REDACTED] B [REDACTED] ha comunicato detta informazione a F [REDACTED] C [REDACTED] con il quale aveva abituali contatti, e quindi al di fuori del normale esercizio di un lavoro, di una professione, di una funzione o di un ufficio;
- il 27 ed il 28 luglio 2015 F [REDACTED] C [REDACTED] ha effettuato l'acquisto sopra descritto utilizzando l'informazione privilegiata concernente il Progetto di cessione;
- F [REDACTED] C [REDACTED] in possesso dell'informazione privilegiata, il 28 luglio 2015 ha raccomandato l'acquisto di azioni Italcementi a E [REDACTED]



B [REDACTED]

- E [REDACTED] B [REDACTED] il 28 luglio 2015, sulla base della raccomandazione ricevuta, ha effettuato l'acquisto.

Pertanto Consob, con lettere del 24 novembre 2017, notificate tra il 24 novembre ed il 1° dicembre 2017, ha contestato, ai sensi dell'art. 187-septies, comma 1, d.lgs. 58/1998, la commissione dell'illecito previsto dall'art. 187-bis, comma 4, TUF (ossia dalla disposizione che contempla l'illecito del c.d. "insider secondario"):

- a F [REDACTED] B [REDACTED] per aver egli, in possesso dell'informazione privilegiata di cui sopra, di cui conosceva o poteva conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato, comunicato a P [REDACTED] C [REDACTED] al di fuori del normale esercizio di un lavoro, di una professione, di una funzione o di un ufficio, tale informazione;
- a P [REDACTED] C [REDACTED] per aver egli, in possesso di tale informazione, di cui conosceva o poteva conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato, acquistato 11.000 CFD su azioni Italcementi utilizzando tale informazione e raccomandato sulla base di essa l'acquisto di azioni Italcementi a E [REDACTED] B [REDACTED]

Quindi, ritenute conclusivamente accertate le violazioni contestate – con delibera n. 20557 del 2 agosto 2018, di cui è parte integrante l'Atto di accertamento allegato (cfr. doc. 1 della resistente)– Consob ha applicato:

- A) nei confronti di F [REDACTED] B [REDACTED] la sanzione amministrativa pecuniaria di Euro 150.000, con contestuale ingiunzione di pagamento, e la



sanzione amministrativa interdittiva accessoria obbligatoria, di cui all'art. 187-quater, comma 1, TUF, per dieci mesi

B) nei confronti di P [REDACTED] C [REDACTED] la sanzione amministrativa pecuniaria di Euro 250.000, con contestuale ingiunzione di pagamento, e la sanzione amministrativa interdittiva accessoria obbligatoria, di cui all'art. 187-quater, comma 1, TUF, per dodici mesi, oltre alla confisca di beni fino alla concorrenza del valore pari a Euro 48.930,07

\*\*\*\*\*

Consob ha dedotto l'abuso di informazioni privilegiate da parte di P [REDACTED] C [REDACTED] dai seguenti elementi (cfr. atto di accertamento, all. A del ricorrente):

**1) tempistica delle operazioni**, effettuate dal C [REDACTED] via Internet a ridosso della diffusione del comunicato di Italmobiliare, tra lunedì 27 e martedì 28 luglio 2015;

**2) modalità di costituzione della provvista per gli acquisti attraverso la vendita di alcuni CFD detenuti in portafoglio, che denotano la determinazione del C [REDACTED] nell'acquisto:** il 27 luglio 2015 il C [REDACTED] ha venduto 1 CFD sull'Indice Italy 40 alle ore 9:11 e 1.000 CFD su azioni ENI alle ore 9.14 e tra le ore 9:54 e le ore 12:54 ha acquistato complessivamente 8.000 CFD su azioni Italcementi; allo stesso modo il 28 luglio il [REDACTED] prima di acquistare 3.000 CFD su azioni Italcementi tra le ore 14:56 e le ore 15.33, ha venduto 1.000 CFD su azioni STMicroelectronics alle ore 14:55, acquistate peraltro solo due sedute di



negoziazione precedenti (24 luglio) e subendo una perdita di euro 651,66.

**3) difformità dell'investimento in CFD su azioni Italcementi rispetto agli altri investimenti in CFD effettuati da P. C. nel periodo compreso tra il 1° maggio e il 29 luglio 2015:** il controvalore delle azioni Italcementi era tre volte più elevato del controvalore più cospicuo delle altre posizioni assunte in CFD nel predetto periodo.

**4) inidoneità delle motivazioni addotte da P. C. a spiegazione della sua operatività:** le spiegazioni addotte nella nota del 18 marzo 2017 con cui il C. ha risposto al questionario inviato dalla Consob il 24 gennaio 2017, secondo cui gli acquisti effettuati erano stati dettati da *“motivazioni di natura grafica a seguito di articoli letti in precedenza di possibili fusioni o acquisizione di Italcementi da parte di Heidelberg già nel mese di aprile con prezzo obiettivo a 10,50 euro”* non spiegano la tempistica degli acquisti tra il 27 ed il 28 luglio, tre mesi dopo la lettura di tale articolo e poche ore prima dell'annuncio dell'Accordo tra Italmobiliare e HC, apparendo inoltre inverosimile che il C. per la professione di consulente e promotore finanziario e per l'esperienza maturata, non abbia cercato ed esaminato informazioni su azioni Italcementi successive al mese di aprile.

**5) La circolazione dell'informazione privilegiata all'interno delle amministrazioni centrali di Italcementi e Italmobiliare**

Dal contenuto di alcune e-mail scambiate tra Mario Fera (Assistente di Carlo Pesenti, AD di Italcementi e Italmobiliare) e Giuliano Palermo



(Responsabile dell'Ufficio Evaluation and Coordination of M&A and Development Projects di Italcementi), entrambi incaricati da Carlo Pesenti di condurre le negoziazioni in riferimento al Progetto di cessione per conto di Italmobiliare nel mese di luglio 2015, nonché dalle informazioni rese da Mario Fera durante l'audizione del 26 aprile 2017, integrate dalla nota trasmessa dallo stesso Fera il 28 aprile 2017 si evincerebbe, secondo la Consob inequivocabilmente, che informazioni relative al Progetto di cessione circolassero all'interno dell'amministrazione centrale di Italcementi nei giorni precedenti l'annuncio dell'Accordo del 28 luglio 2015, anche al di fuori della cerchia delle persone che legittimamente ne erano state informate e che per tale ragione erano state iscritte nel registro insider. In alcune tra le cinque mail del 14 luglio 2015 è esplicitata l'indicazione, quale soggetto interessato all'acquisto, della Heidelberg, nonostante l'impegno profuso dal Fera per mantenere riservati i contatti con essa; si indicano i nominativi dei soggetti potenzialmente coinvolti – secondo il F [redacted] – nel passaggio delle notizie, e cioè: [redacted] Responsabile della Divisione Human Resources, [redacted] già Consigliere di Amministrazione di Italcementi e quindi Presidente di Ciment Francais, società controllata, ed ancora S [redacted] C [redacted] ed Agostino N [redacted] e poi ancora la segretaria di M [redacted]; si rileva che la segretaria di [redacted] [redacted] aveva una relazione strettissima con la segretaria di [redacted] la quale a sua volta aveva una relazione strettissima con la segretaria di [redacted] la quale a sua



volta parlava con la segretaria di N [redacted] e la segretaria di M [redacted]. Ed ancora, si cita F [redacted] Vi [redacted] il quale (riferisce il F [redacted]) <<molte volte faceva telefonate random. “Ciao, come va?”, “Allora? Tutto a posto?” Oppure faceva sempre quelle domande a trabocchetto. “Io so, dai dimmelo pure”. Perché sperava che qualcuno ci cascasse>>. Le ultime dieci mail, del 23 luglio 2015, hanno ad oggetto <<*i commenti e le reazioni di alcuni dipendenti di Italcementi al contenuto di una e-mail inviata da Sergio Crippa, Responsabile della Divisione International Relations di Italcementi, iscritto nel registro insider il 27 aprile 2015, ai suoi sottoposti*

[redacted]  
[redacted] p. [redacted] e [redacted] non erano i destinatari diretti di tutte le 10 e-mail, ma esse sono state loro inoltrate da alcuni dei destinatari che inizialmente avevano ricevuto la comunicazione da parte di [redacted] nonché dal medesimo [redacted]>>. Vi si riporta uno scambio di e-mail tra [redacted] [redacted] [redacted] [redacted] e [redacted] [redacted], vi si afferma che <<“..a Milano c'è qualcosa che bolle in pentola”>>.

Del pari rilevanti sarebbero, secondo la Consob, le dichiarazioni rese dall'avv. N [redacted] Responsabile Affari Legali e Fiscali di Italcementi, il quale, sentito dalla PG nel novembre 2016 nel corso di un indagine penale, ha riferito che “voci sull'operazione circolavano con molta insistenza all'interno della società Italcementi già dalla mattina del 28 luglio 2015”, anche se tale affermazione è stata dallo stesso successivamente



ridimensionata in sede di audizione tenutasi presso la Consob in data 19 maggio 2017, dove ha dichiarato che *“quella mattina, forse anche in funzione del fatto che era stata convocata un CdA in Italmobiliare alcuni dipendenti manifestavano preoccupazione perché potesse succedere qualcosa alla Italcementi. ... che Italcementi andasse male ... era uno degli argomenti più discussi ... .. E evidentemente avevo detto a tutti che non potevo dare informazioni. Però non ho mai percepito che ci fosse una consapevolezza dei termini dell’operazione nei modi in cui era stata discussa tra il socio e la controparte diretta” ... per quello che io ho percepito dai miei collaboratori che mi chiedevano conferme in questo senso, nessuno aveva una chiara consapevolezza dell’operazione che era stata realizzata. Alcuni ipotizzavano anche dei cinesi”*

Dai predetti elementi Consob desume che: *<< la notizia del Progetto di cessione>>* circolasse *<<nelle amministrazioni centrali di Italcementi e Italmobiliare già>>* alla data del 14 luglio 2015.

**6) conoscenza dell’informazione privilegiata da parte di Fr [REDACTED]**

**B [REDACTED]**

Consob, dopo avere premesso che *<<Fr [REDACTED] Be [REDACTED] all’epoca dei fatti in esame, era Responsabile dell’Ufficio Italian Fiscal Affairs di Italcementi>>* ed il suo superiore era l’avv. A [REDACTED] N [REDACTED], all’epoca General Counsel e Responsabile della Divisione Legal and Fiscl Affairs di Italcementi, informato del Progetto di cessione il 15 giugno 2015 e iscritto nel registro insider, ha dato atto che il Be [REDACTED] *<<non ha preso parte alle*



*trattative che hanno condotto il 28 luglio 2015 alla conclusione dell'Accordo tra Italmobiliare e HC>> e riconosce che <<per tale ragione non è stato iscritto da Italmobiliare nel registro insider aperto il 27 aprile 2015 proprio in riferimento a tali trattative>>; rileva, tuttavia, che <<nel periodo precedente la diffusione del comunicato del 28 luglio 2015 l'informazione privilegiata ... circolava all'interno delle amministrazioni centrali di Italcementi e Italmobiliare>> e che <<in tale ambito F [REDACTED] B [REDACTED] è ragionevolmente venuto a conoscenza dell'informazione privilegiata antecedentemente all'annuncio del 28 luglio 2015>> evidenziando che tra l'altro l'ufficio diretto dal B [REDACTED] in Italcementi <<è quello che si è occupato della raccolta della documentazione per la due diligence di Heidelberg su Italcementi, su incarico di M [REDACTED]>>.*

#### **7) rapporti intercorrenti tra F [REDACTED] B [REDACTED] e P [REDACTED] C [REDACTED]**

Tra [REDACTED] per ammissione degli stessi, vi era un legame che non si limitava alla mera conoscenza ma comportava frequenti contatti e occasioni di incontro, come confermato dai numerosi contatti telefonici tra gli stessi interlocutori nel periodo compreso tra il 10 ed il 31 luglio 2015.

#### **8) acquisizione dell'informazione privilegiata in occasione del contatto telefonico intercorso tra F [REDACTED] C [REDACTED] e F [REDACTED] B [REDACTED] sabato 25 luglio 2015**

Secondo Consob la telefonata intercorsa tra i due sabato 25 luglio 2015 alle ore 10:49:07 della durata di circa 9 minuti che, a dire della resistente,





secondo un giudizio di probabilità, <<ha costituito senz'altro una modalità di comunicazione idonea a consentire a P [REDACTED] C [REDACTED] di ricevere da F [REDACTED] B [REDACTED] l'informazione privilegiata concernente il Progetto di cessione, considerato anche che l'Accordo tra Italmobiliare e HC è stato concluso pochi giorni dopo, alle ore 20:33 del 28 luglio 2015>>.

\*\*\*\*\*

Con ricorso notificato alla Consob il 28 novembre 2018 P [REDACTED] C [REDACTED] ha impugnato le sanzioni irrogategli chiedendo l'annullamento o, in subordine, la riduzione al minimo edittale.

L'opponente ha, innanzitutto, negato che il B [REDACTED] fosse a conoscenza dell'informazione privilegiata relativa alla cessione da parte di Italmobiliare ad HC del 45% del capitale sociale di Italcementi.

Ha poi rilevato:

- che, in ogni caso, anche se il B [REDACTED] fosse stato, per ipotesi, in possesso di tale informazione privilegiata, ciò è irrilevante in quanto non prova, come ritenuto da Consob, che in occasione della telefonata intervenuta tra il B [REDACTED] ed il C [REDACTED] il 25 luglio 2015 alle ore 10:49,07 della durata di circa 9 minuti in prossimità dell'acquisto, il primo abbia trasmesso tale informazione: Consob, per giustificare l'assunto della comunicazione dell'informazione, adduce che tra i due vi fosse un "*consolidato rapporto di amicizia*", ma non prova tale assunto;

-che al contrario dalla documentazione già prodotta nell'ambito del procedimento amministrativo davanti alla Consob, emergono elementi



gravi, precisi e concordanti in senso contrario: in particolare, dall'esame del contenuto dei messaggi "WhatsApp" scambiati tra il B [REDACTED] ed il C [REDACTED] (all. 1) e relativi al periodo 22 febbraio 2015-28 luglio 2015, peraltro non intensificatisi dopo il periodo dell'acquisto, come sarebbe stato naturale in presenza di una operazione illecita, si evince che i rapporti di frequentazione tra i due non erano né stretti né consolidati, bensì limitati ad un buon rapporto personale legato alla comune passione motociclistica, che non giustifica la complicità in una operazione illecita e smentisce che il colloquio telefonico del 25 luglio abbia avuto ad oggetto la trasmissione dell'informazione privilegiata;

- che Consob, partendo dalla presunzione del possesso della informazione privilegiata da parte del [REDACTED] ha fatto discendere la prova dell'utilizzo di detta informazione da circostanze, ritenute dall'Ufficio peculiari, secondo cui l'acquisto era avvenuto due giorni dopo il colloquio telefonico con il B [REDACTED] (tra il 27 ed il 28 luglio 2015), che la provvista per l'acquisto era stata creata contestualmente mediante la vendita di CFD su altri titoli, alcuni dei quali acquistati pochi giorni prima e altri con una perdita di euro 661, che il controvalore delle azioni acquistate era tre volte maggiore rispetto ad operazioni in precedenza compiute, elementi che, secondo la Consob, dimostrerebbero la determinazione del C [REDACTED] nell'effettuare le operazioni contestate che potrebbe trovare giustificazione solo su una *"ragionevole certezza di conseguire un profitto a breve sui CFD su azioni Italcementi"*.



-che, invece, le operazioni predette rientrano in una normale attività di “trading”, in cui l’operatore è disposto a perdere su uno strumento finanziario se è convinto di poter perdere sullo stesso di più se lo mantiene in portafoglio o di guadagnare di più acquistandone un altro, e l’importo dell’investimento è parametrato all’interesse per il tipo di strumento finanziario acquistato;

-che Consob ha del tutto trascurato la circostanza, invece, decisiva, che il C [REDACTED] aveva una disponibilità liquida di euro 522.000,00 e beneficiava di lauti compensi come consulente finanziario di Banca Generali, per cui aveva la provvista necessaria per effettuare le operazioni contestate senza necessità di liquidare operazioni già in essere e, inoltre, se effettivamente avesse avuto la certezza di realizzare un ottimo risultato, avendone disponibilità liquide, avrebbe investito una somma maggiore: la sua condotta è, pertanto, perfettamente compatibile con una normale attività di “trading”;

-che, peraltro, il C [REDACTED] aveva già effettuato attività di “trading” sul titolo Italcementi in data 22 luglio 2013 e 23 agosto 2013, nonché acquisti di importi rilevanti su altri strumenti finanziari (Campari acquistato per un corrispettivo di euro 85.950,00 il 24.05.2013 e Indice Italy 40 per un corrispettivo di euro 59.615,30 il 14.10.2014), così come anche altre volte aveva effettuato vendita in perdita di titoli che riteneva potessero scendere ulteriormente;

-che, inoltre, la vendita di CFD alla data degli acquisti (27 e 28 luglio



2015) non è servita a procacciare liquidità avendo il C [REDACTED] ampia disponibilità per “trading” a margine di euro 7,740,87, neppure interamente utilizzata;

-che, contrariamente a quanto ritenuto da Consob, l’acquisto del CFD Italcementi il 27 luglio 2015 e non prima, è dipeso esclusivamente dal fatto che solo a fine giornata del 24 luglio 2015 i due indicatori tecnici avevano dato un segnale di fase rialzista del titolo, che arrivava da una fase di ribasso, alla quale si è aggiunta la configurazione della figura tecnica di “testa spalla”;

-che l’acquisto dei CFD su azioni Italcementi è, inoltre, stato inserito con limite di prezzo e non a mercato, il che dimostra la volontà del C [REDACTED] di non acquistare a qualsiasi prezzo, comportamento coerente con quello di “trading”, ed esclude la determinazione assoluta a comprare gli strumenti ipotizzata da Consob;

- che P [REDACTED] C [REDACTED] nel 2015 era consulente finanziario con importante incarico manageriale per cui ben conosceva che cos’era *l’insider trading* e riceveva compensi mensili per euro 36.000,00;

- che quanto all’anomalia dell’acquisto del titolo Italcementi e alla difformità nel quantitativo acquistato rispetto alle operazioni passate, ipotizzate da Consob, sono smentite dal fatto che a marzo 2013 il C [REDACTED] aveva aperto il conto presso SAXO effettuando una sporadica attività di *trading* su vari titoli, tra cui anche due volte Italcementi, e a volte aveva acquistato altri titoli (Campari e Italy 40) per un importo rilevante;



- che se veramente il C [REDACTED] avesse appreso l'informazione privilegiata a seguito del contatto telefonico con il B [REDACTED] la mattina del sabato 25 luglio 2015, avrebbe subito proceduto all'acquisto in modo da poter comprare al primo prezzo di apertura del lunedì, senza aspettare il lunedì mattina, e non avrebbe effettuato gli acquisti frazionati in più momenti;

-che il C [REDACTED] ha acquistato CFD Italcementi per il valore di euro 7.001, inferiore alla disponibilità a margine sul conto di euro 7.740, il che conferma che l'acquisto fu effettuato esclusivamente per finalità di "trading".

L'opponente ha poi lamentato la contrarietà alla legge e la illegittimità del provvedimento Consob con riferimento alla seconda violazione contestata, rilevando che non essendo il [REDACTED] in possesso dell'informazione privilegiata, legittimamente ha raccomandato al B [REDACTED] l'acquisto delle azioni essendo il suo consulente.

In subordine, l'opponente ha dedotto la illogicità e l'eccesso di potere del provvedimento Consob in quanto privo di motivazione e lesivo del diritto di difesa, non tenendo minimamente conto delle difese svolte dal C [REDACTED] nella nota del 13 luglio 2018.

Ha censurato, infine, il ricorrente il provvedimento impugnato con riferimento alla applicazione della sanzione in misura superiore al minimo edittale in considerazione della non gravità del comportamento del C [REDACTED] e ha evidenziato l'erroneità del calcolo dell'importo confiscato.

\*\*\*\*\*



La Consob, nella “memoria di costituzione e difesa”, dopo aver riassunto sinteticamente il quadro generale in cui si colloca la vicenda per cui è causa, nei termini già illustrati nell’atto di accertamento, Consob ha dedotto che è pacifica la natura privilegiata della informazione e che nessuna censura può muoversi al percorso deduttivo seguito che è stato pienamente rispettoso dei principi in materia di prova dell’illecito sanzionabile in via amministrativa in quanto nella fattispecie, si è in presenza di una serie di fatti che, unitariamente considerati, hanno condotto a ritenere inequivocabilmente che F [REDACTED] B [REDACTED] fosse a conoscenza dell’informazione privilegiata concernente il progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi da Italmobiliare a HC, con la conseguente promozione da parte di HC di un’OPA obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Italcementi e che abbia comunicato tale informazione a P [REDACTED] C [REDACTED], che l’ha utilizzata per l’acquisto di azioni Italcementi e ne ha poi raccomandato l’acquisto al B [REDACTED]. Al riguardo Consob ha dedotto che i fatti su cui si è fondato il percorso deduttivo sono: la tempistica delle operazioni, effettuate a ridosso della diffusione del comunicato di Italmobiliare; le modalità di costituzione della provvista per gli acquisti effettuati dal C [REDACTED] che denoterebbero la determinazione all’acquisto; la difformità dell’investimento in CFD su azioni Italcementi rispetto agli altri investimenti effettuati dal C [REDACTED] periodo compreso tra il 1° maggio e il 29 luglio 2015; l’inidoneità delle motivazioni addotte dal C [REDACTED] a



spiegazione della sua operatività; la circolazione dell'informazione privilegiata all'interno delle amministrazioni centrali di Italcementi e Italmobiliare; le funzioni svolte dal B [REDACTED] all'interno di Italcementi; i rapporti intercorrenti fra B [REDACTED] e C [REDACTED]

Ha dedotto altresì che *“altro fatto oggettivo accertato dalla Consob è la circolazione dell'informazione privilegiata all'interno delle amministrazioni centrali di Italcementi e Italmobiliare”* nel periodo precedente la diffusione del comunicato del 28 luglio 2015. Al riguardo ha richiamato il contenuto delle e-mail tra i soggetti incaricati di condurre le negoziazioni in riferimento al progetto di cessione per conto di Italimmobiliare, in cui si fa riferimento anche alla Heidelberg come società interessata all'acquisto di Italcementi, da cui si ricava che le informazioni relative a tale progetto circolavano anche al di fuori della cerchia di persone legittimamente informate ed iscritte nel registro insider, nonché il contenuto delle dichiarazioni rese in fase di indagine da M [REDACTED] e da A [REDACTED] Nu [REDACTED] da cui *“emerge che addirittura tutto il personale dipendente (e non solo l'ambiente di vertice) avesse cognizione dell'imminenza di un grosso cambiamento nella società, paventando proprio una cessione di Italcementi”*. Ricorda, poi, le funzioni svolte da F [REDACTED] B [REDACTED] all'interno di Italcementi: egli era responsabile dell'Ufficio Italian Fiscal Affairs di Italcementi e il suo superiore era l'avv. A [REDACTED] N [REDACTED] all'epoca general counsel e responsabile della Divisione Legal and Fiscal Affairs di Italcementi, informato del Progetto di cessione



il 15 giugno 2015, come risulta dal registro insider. Ricorda, ancora che il B█████ si è occupato su incarico del N█████ della raccolta della documentazione per la due diligence di Heidelberg su Italcementi. Evidenzia i rapporti intercorsi tra F█████ B█████ e P█████ C█████ e i frequenti contatti telefonici tra di essi intercorsi tra il 10 ed il 25 luglio 2015 ed in particolare il contatto del 25 luglio 2015 della durata di circa 9 minuti, costituente “una modalità di comunicazione idonea” a consentire a F█████ B█████ di trasmettere a P█████ C█████ l’informazione privilegiata concernente il Progetto di cessione, considerato che l’Accordo tra Italmobiliare e HC è stato concluso tre giorni dopo.

Infine, la CONSOB deduce, in punto di diritto, che il metodo presuntivo da essa utilizzato è strumento non solo legittimo ma assolutamente necessitato nella vicenda che ci occupa, così come in tutte quelle in cui si tratti di far emergere, nell’interesse generale, fatti e circostanze non suscettibili di prova diretta e che i protagonisti hanno l’interesse a celare (ex multis, Corte Appello Milano, sent. 397 del 29.1.2019). Aggiunge che l’abuso di informazioni privilegiate commesso dal c.d. insider secondario (ossia da colui che, estraneo al processo di generazione dell’informazione, ne entra in possesso in ragione dei rapporti intrattenuti con persone che, invece, a tale processo hanno partecipato o che da costoro l’hanno, a loro volta, ricevuta o comunque ne sono in possesso) ben raramente può essere provato documentalmente o comunque attraverso “prove dirette”. Richiama, in proposito, la giurisprudenza della Corte di Cassazione che ha





riconosciuto la legittimità del ricorso, nella materia sanzionatoria amministrativa, al ragionamento presuntivo allorquando sussistano elementi tali *“da far apparire l’esistenza del fatto ignoto come una conseguenza del fatto noto, alla stregua di canoni di ragionevole probabilità e secondo regole di esperienza”* (Cass. 2363/2005). Invoca il principio giurisprudenziale secondo cui *“per la configurazione di una presunzione giuridicamente valida, non occorre certamente che l’esistenza del fatto ignoto rappresenti l’unica conseguenza possibile di quelli noti, secondo un legame di necessarietà assoluta ed esclusiva (sulla scorta della regola dell’inferenza necessaria), ma è sufficiente che dal fatto noto sia desumibile quello ignoto, alla stregua di un giudizio di probabilità basato sull’id quod plerumque accidit’ (in virtù della regola dell’inferenza probabilistica)”* (Cass. n. 8530/2017). Conclude sostenendo che *“i molteplici fatti noti passati in rassegna possiedono tutti i requisiti necessari per fondare un corretto ragionamento presuntivo”* e quindi *“la gravità, trattandosi di elementi intrinsecamente consistenti e resistenti a tutte le obiezioni ex adverso sollevate, dei quali i fatti ignoti (possesso e comunicazione dell’informazione privilegiata) costituiscono l’unica probabile conseguenza; la precisione, non essendo essi suscettibili di diversa e altrettanto o più verosimile interpretazione; la concordanza, tutti convergendo verso un’unica lettura della vicenda”*.

A confutazione degli argomenti difensivi adottati nel ricorso, rileva che dallo scambio di messaggi WhatsApp allegati dal ricorrente emerge



l'esistenza tra il B [REDACTED] ed il C [REDACTED] di un legame di amicizia o di un buon rapporto personale che non è riconducibile alla sola comune passione motociclistica; che messaggi di diverso contenuto potrebbero essere stati cancellati; che per le questioni importanti veniva utilizzata la comunicazione telefonica; che l'importanza attribuita dal C [REDACTED] al messaggio WhatsApp del 29 luglio 2015 è eccessiva, non avendo valore tale da potere fare ritenere provato che il C [REDACTED] fosse venuto a conoscenza solo quella mattina del fatto che il B [REDACTED] sarebbe stato licenziato; che la telefonata del 25 luglio 2015, poiché più vicina all'operatività del C [REDACTED], costituisce, secondo un giudizio di probabilità, l'occasione più idonea alla trasmissione dell'informazione; che la liquidità presente il 25 luglio 2015 sui conti correnti intestati al C [REDACTED] non poteva essere utilizzata per operare in strumenti finanziari sul dossier titoli acceso presso Saxo Bank nelle sedute del 27 e 28 luglio 2015, in quanto il bonifico avrebbe richiesto alcuni giorni prima che le somme potessero essere messe a sua disposizione per potere operare su Italcementi e per tale motivo aveva dovuto liquidare altre posizioni prima di operare l'acquisto, il che sarebbe indice sintomatico della sua consapevolezza circa l'imminenza dell'Operazione; che non è dirimente il pregresso acquisto di azioni Italcementi, poiché avvenuto circa due anni prima, né gli acquisti di importi rilevanti su altri strumenti finanziari effettuati nel 2013 e nel 2014, in quanto nell'ultimo trimestre gli importi si erano ridotti; che la vendita in perdita anche di titoli acquistati solo 2



sedute prima è stata necessitata dalla mancanza di sufficiente liquidità per l'acquisto di azioni Italcementi, non essendo verosimile che il ricorrente abbia cambiato idea tanto rapidamente su uno strumento finanziario che monitorava da tempo; che i 7.740,87 di margine disponibile per l'attività di trading non erano sufficienti per l'acquisto dei CFD su azioni Italcementi; che se avesse venduto anche i rimanenti altri 2.000 CFD su azioni STMicroelectronics avrebbe aumentato il rischio di essere segnalato per "operazioni sospette"; che le motivazioni addotte per l'acquisto in ricorso costituiscono *"un tentativo di ricostruzione ex post delle ragioni delle operazioni contestate, attraverso la predisposizione di argomentazioni integrative delle spiegazioni, scarse e insufficienti, che erano state esposte inizialmente durante l'indagine"*.

Deduce, infine, la infondatezza del motivo inerente alla entità della sanzione irrogata. Al riguardo, all'udienza del 23 ottobre 2015, in esito alla pronuncia, emessa nelle more del procedimento, della sentenza della Corte Costituzionale n. 63/2019, ha dedotto la non idoneità della stessa a determinare la riduzione automatica del trattamento sanzionatorio applicato al ricorrente ed ha chiesto, in via subordinata che la riduzione eventuale della sanzione avvenga non nella misura di un quinto delle sanzioni irrogate ma avendo riguardo alla gravità dell'illecito.

\*\*\*\*\*

Così ricostruito il fatto e riassunte le difese delle parti, va, innanzitutto, premesso che il giudizio di opposizione a sanzione amministrativa è un



ordinario giudizio di cognizione nel quale l'onere di provare i fatti costitutivi della pretesa sanzionatoria è posto a carico dell'Amministrazione, alla quale spetta pertanto di fornire la prova dei fatti costitutivi della condotta illecita.

Ciò posto, occorre preliminarmente dare atto che è un dato pacifico nel presente giudizio la qualificazione come informazione privilegiata, ex art.181 TUF, della notizia relativa al progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi da Immobiliare a HC con conseguente promozione di un'OPA obbligatoria totalitaria da parte di quest'ultima sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale, che si desume alla luce dei seguenti dati:

- <<a) *l'informazione aveva carattere preciso*>>, come dimostrato dal fatto che dall'incontro tenutosi presso la Consob il 17 luglio 2015, al quale avevano partecipato esponenti di Italmobiliare e HC, finalizzato ad <<*anticipare alla Consob che Italmobiliare e HC avrebbero di lì a poco annunciato al mercato il Progetto di cessione e, a tal fine, a chiedere alla Consob "l'avvio della necessaria collaborazione con gli uffici competenti"*>> si poteva evincere che <<*il Progetto di cessione si*>> sarebbe senz'altro riferito <<*ad un evento che si poteva ragionevolmente prevedere che si sarebbe verificato*>>, e che, inoltre, <<*alla stessa data del 17 luglio 2015, l'informazione*>> presentava caratteri tali <<*da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto dell'evento cui si riferiva sul prezzo delle azioni Italcementi*>>, tanto che, sebbene << il Progetto di



*cessione non fosse definito in tutti i suoi aspetti, era già possibile concludere che la promozione di un'OPA sulle azioni Italcementi avrebbe avuto un impatto positivo sul prezzo di mercato delle medesime azioni>>;*

*- <<b) l'informazione non era stata resa pubblica>>, dato che << Italmobiliare>> avrebbe poi <<diffuso il comunicato con il quale ha annunciato che era stato firmato l'Accordo con HC il 28 luglio 2015, alle ore 20:33>>, tenuto conto anche del fatto che <<gli unici rumours sul Progetto di cessione>> avevano <<iniziato a circolare quando i mercati finanziari erano già chiusi e meno di un'ora e mezza prima della diffusione del comunicato da parte di Italmobiliare>>;*

*- c) <<l'informazione concerneva direttamente uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, ossia Italcementi e Italmobiliare e le relative azioni, quotate sul MTA>>;*

*- d) <<l'informazione>>, <<in base a un giudizio ex ante>>, <<era idonea>>, <<una volta resa pubblica>>, <<a influire in modo sensibile sui prezzi delle azioni Italcementi e Italmobiliare, (c.d. price sensitivity)>>*

*La resistente ha, a tale riguardo, condivisibilmente affermato che <<un investitore ragionevole, in possesso dell'informazione relativa al Progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi da Italmobiliare a HC, con la conseguente promozione da parte di HC dell'OPA obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Italcementi, avrebbe potuto prevedere che sarebbe stato corrisposto, come invariabilmente accade in operazioni di tal genere, un premio rispetto alle*



*quotazioni di mercato ai soci di controllo, in questo caso a Italmobiliare, e che tale premio sarebbe stato esteso a tutti gli altri soci in conformità alle disposizioni di cui all'art. 106 del D.Lgs. n. 58/1998>>;*

Ne ha correttamente inferito che <<*il Progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi da Italmobiliare a HC, con la conseguente promozione di un'OPA obbligatoria totalitaria sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale di Italcementi*>> avrebbe costituito <<*informazione privilegiata al più tardi dal 17 luglio 2015, ossia da un momento anteriore alle condotte contestate al ricorrente*>>.

Ciò in coerenza con quanto disposto dall'art.1, n. 1, della Direttiva 2003//CE, che così definisce la nozione di "informazione privilegiata": "*un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi*". Così che un'informazione si ritiene di carattere preciso se: "a) *si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari*" (art. 181, comma 3, TUF e, ora, art. 7, par. 2,



Regolamento MAR). L'informazione che possiede le caratteristiche suesposte conferisce alla persona che la detiene un vantaggio rispetto a tutti gli altri intervenienti sul mercato che la ignorano. Tale vantaggio informativo altera il regolare funzionamento del mercato mobiliare perché il titolo viene scambiato ad un prezzo che non corrisponde al reale valore del titolo in quel momento e, quindi, ad un prezzo che il contraente ignaro non accetterebbe se fosse anch'egli a conoscenza dell'informazione detenuta dall'*insider*.

Poiché la notizia relativa al progetto di cessione del 45% del capitale sociale di Italcementi da Immobiliare a HC con conseguente promozione di un'OPA obbligatoria totalitaria da parte di quest'ultima sulle azioni costituenti la rimanente parte del capitale sociale, possiede tutti i predetti requisiti, la stessa deve senz'altro essere qualificata come informazione privilegiata.

\*\*\*\*\*

Si conviene con Consob per quanto concerne i richiami giurisprudenziali in tema di inferenza deduttiva e presunzioni semplici, ai sensi del combinato disposto di cui agli articoli 2727 e 2729 cc.

Come affermato recentemente dalla Suprema Corte, infatti, *“in tema di prova per presunzioni, 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. 9059/2018).*

Alla luce del principio che precede è, pertanto, legittimo il ricorso all’inferenza deduttiva per presunzioni semplici anche in presenza di una pluralità di eventi noti ciascuno dei quali, autonomamente considerato, appaia, alla stregua della regola di esperienza considerata, non significativa, ma la cui considerazione complessiva, e perciò non atomistica, possa condurre, sempre in forza di tale regola, all’affermazione dell’elevata probabilità dell’intervenuta verifica dell’evento del quale non si possiede dimostrazione storica diretta (per via documentale o testimoniale).

Il principio espresso in tale massima non può quindi condurre al ridimensionamento della regola del divieto della sequela di presunzioni (*praesumptio de praesumpto*), ribadito anche di recente dalla Suprema Corte (Cass. n. 1278/2019 e 17421/2019): deve pertanto escludersi che nel





procedimento per presunzioni semplici l'inferenza deduttiva possa trarre spunto da un evento il cui accertamento risulti affidato esso pure a prova logica anziché a prova storica. Il procedimento per la dimostrazione come vero di un fatto altrimenti <<ignorato>> deve infatti ex art.2727 cc muovere dalla considerazione di altro fatto che si caratterizzi per essere <<noto>>, tale essendo soltanto, per necessità logica, un evento pacifico ovvero confermato da prova storica.

Gli eventi indicati da Consob non possono, diversamente da quanto ritenuto da quest'ultima, essere valutati e considerati congiuntamente, quale pluralità di indizi il cui insieme condurrebbe al riconoscimento del possesso da parte di P [REDACTED] C [REDACTED] dell'informazione privilegiata, per averla acquisita dal B [REDACTED] a ciò ostando il carattere non sincronico ma diacronico di essi, i quali si pongono l'uno rispetto all'altro in sequenza cronologica e causale. Nella costruzione di Consob P [REDACTED] C [REDACTED] è venuto in possesso della informazione privilegiata per averla ricevuta dal B [REDACTED] il quale ne avrebbe preso conoscenza perché la notizia si era già diffusa nell'ambiente di lavoro dell'Italcementi di Bergamo ove egli prestava attività di Responsabile dell'Ufficio *Italian Fiscal Affairs* e a seguito delle richieste rivoltegli dall'avv. Nu [REDACTED] *General counsel* di Italcementi ed iscritto nel Registro Insider, in occasione dell'attività di *due diligence* di HC.

E' evidente, perciò, che in tale prospettiva ciascuno dei dati considerati costituisce l'antecedente storico necessario per il susseguente sviluppo



dell'inferenza deduttiva. E infatti: 1) dalla presenza di e.mail già del 14 luglio e poi del 23 luglio che parevano alludere ad un prossimo ingresso di Heidelberg nella compagine sociale si desumerebbe la diffusione della notizia dell'imminente cessione del pacchetto di maggioranza delle azioni Italcementi da Italmobiliare ad HC al di là della cerchia delle persone cui essa avrebbe dovuto essere riservata; 2) dalla circolazione, in tal modo dimostrata – con prova ottenuta mediante presunzioni semplici – si dovrebbe desumere l'intervenuta conoscenza della notizia stessa da parte del B██████ anch'essa ottenuta mediante presunzioni semplici, perché l'informazione "circolava" negli ambienti centrali di Italcementi e di Italmobiliare; 3) infine dalla conoscenza dell'informazione privilegiata in capo al B██████ dovrebbe inferirsi la trasmissione dell'informazione stessa al C██████ sempre in via di deduzione inferenziale per presunzioni semplici, in ragione dell'amicizia tra i due, della telefonata (di 9 minuti) la mattina del 25 luglio 2015, dei tempi dell'acquisto di azioni Italcementi effettuato dal C██████ e dell'anomalia di tali acquisti.

Si è dunque in presenza di un procedimento per sequela di presunzioni (*praesumptio de praesumpto*), inidoneo, come tale, a costituire valido fondamento per l'accertamento del fatto oggetto di contestazione, e cioè dell'acquisto da parte di P██████ C██████ di CFD su azioni Italcementi effettuato grazie all'acquisizione, in data 25/07/2015, da F██████ B██████ di quella che in allora veniva a costituire informazione privilegiata, rappresentata dalla notizia dell'imminente cessione da Italmobiliare ad HC



del 45% del capitale sociale di Italcementi, cui avrebbe fatto seguito per legge un'OPA nei confronti dei possessori delle restanti azioni Italcementi al medesimo prezzo d'acquisto, inglobante il premio, o sovrapprezzo, correlato all'acquisizione del pacchetto di maggioranza e quindi dell'egemonia sulla compagine sociale.

La conoscenza da parte del B [REDACTED] della informazione privilegiata è, quindi, antecedente storico necessario per il susseguente sviluppo dell'inferenza deduttiva e cioè quello inerente alla trasmissione della stessa al C [REDACTED] il quale l'avrebbe utilizzata per l'acquisto delle azioni Italcementi.

Rileva, inoltre, il Collegio che *"nella prova per presunzioni, ai sensi degli artt. 2727 e 2729 c.c., non occorre che tra il fatto noto e quello ignoto sussista un legame di assoluta ed esclusiva necessità causale, ma è sufficiente che dal fatto noto sia desumibile univocamente quello ignoto, alla stregua di un giudizio di probabilità basato sull'"id quod plerumque accidit", sicchè il giudice può trarre il suo libero convincimento dall'apprezzamento discrezionale degli elementi indiziari prescelti, purchè dotati dei requisiti legali della gravità, precisione e concordanza"* (Sez. 2, Sent. n. 3513 del 2019).

Nel caso in esame, anche scorporando i singoli processi deduttivi, non sempre gli stessi appaiono sorretti da un'idonea *"legge di copertura"*; non sempre, cioè, si passa dal fatto (apparentemente) noto a quello ignorato mediante richiamo ad una comprovata massima di esperienza ovvero ad un



confacente “*giudizio di probabilità basato sull’id quod plerumque accidit*”. Si consideri, per esempio, l’affermazione secondo cui il B [REDACTED] sebbene totalmente estraneo al carteggio (per posta elettronica) richiamato (in cui non viene neppure una volta citato), sebbene (pacificamente) non partecipa alla trattativa, e sebbene non inserito nel registro degli insider, avrebbe dovuto comunque esser risultato consapevole dell’imminente cessione del pacchetto di maggioranza delle azioni sol perché, in quanto dipendente con le mansioni sopra indicate, egli frequentava un ambiente di lavoro ove sarebbe circolata la voce di tale imminente cessione (cfr. pag. 32, atto di accertamento all. A del ricorrente).

Neanche M [REDACTED] F [REDACTED] nella audizione del 27 aprile 2017 indicata in atto di accertamento, fa alcun riferimento a F [REDACTED] B [REDACTED] il suo nominativo compare solo in quanto ricompreso nella documentazione, esibita dal Fe [REDACTED] ed acquisita al verbale, contenente la descrizione della struttura della “Division legal and Fiscal Affairs Departement coordinata da [REDACTED] [REDACTED]. I riporti di A [REDACTED] N [REDACTED] quale Responsabile Legal and Fiscal Affairs Departement erano: [REDACTED], Italian Legal Affairs; [REDACTED] [REDACTED] Italian Fiscal Affairs; [REDACTED] [REDACTED] International Contracts for M&A and Corporate Finance; [REDACTED] [REDACTED] Legal Compliance and Antitrust; [REDACTED] Group Fiscal Affairs”.

L’assunto poggia su una premessa – quella per cui la persona che si reca al lavoro sol per questo deve presumersi a conoscenza di tutte le voci che circolano in azienda – del tutto priva di intrinseca persuasività, specie se



riferita ad ambienti di lavoro ove operano centinaia di persone.

La medesima considerazione va fatta con riferimento alla considerazione, contenuta nella nota della Guardia Di Finanza di analisi dei tabulati telefonici e valorizzata in atto di accertamento per cui “ ... *all’epoca dell’operazione straordinaria B████████ ricopriva il ruolo di responsabile Affari Fiscali della società ITALCEMENTI S.p.A., a sua volta controllato dall’Ufficio Area Affari Legali, Fiscali e Societari della citata società, il cui Direttore era A████████ N████████* Tale aspetto è di estremo rilievo in quanto, come visto, dal 6 al 10 luglio 2015 gli uffici di N████████ avevano avuto accesso alla dataroom messa a disposizione da Heidelbergcement AG per la due diligence su quest’ultima precedente al perfezionamento dell’operazione straordinaria in parola” (atto di accertamento pg. 31).

A████████ N████████ iscritto al registro insider, era a capo di uffici comprendenti sia la divisione affari fiscali, di cui era responsabile il B████████ sia la divisione affari legali, sia la divisione corporate affairs department; l’assunto per cui i componenti di tutti gli uffici da questi diretti (il ricorrente riferisce di circa 250 persone) abbiano potuto avere accesso alla data room della due diligence è priva non solo di riscontro ma di persuasività.

Ciò tanto più considerando che lo stesso N████████ non essendo stato neanche prospettato in atto di accertamento che questi sia stato la fonte diretta della conoscenza della notizia privilegiata in capo a B████████ riguardo alle richieste formulate ai propri collaboratori ai fini della due



diligence (al B█████ in particolare, sono state richieste le dichiarazioni fiscali di Italcementi), ha dichiarato, sin dalle sommarie informazioni rese il 15 novembre 2016 innanzi alla Guardia di Finanza, di non avere *“mai riferito i motivi per cui necessitavo di acquisire la documentazione richiesta”* e che *“per chiedere tale documentazione ho inviato delle mail ai responsabili delle funzioni prima citate simulando una richiesta di finanziamenti che Italcementi doveva richiedere agli istituti di credito”*.

Pertanto, il ragionamento deduttivo per cui F█████ B█████ in quanto *“incaricato dal Sig. A█████ Nu█████ di raccogliere documentazione necessaria alla due diligence di HC, anche se lo stesso Sig. N█████ aveva giustificato tale raccolta di informazioni con differenti motivazioni”* (cfr. atto di accertamento pg. 86), abbia in tal modo appreso la notizia privilegiata rimane non sorretto da legge di copertura né è connotato da quel grado di probabilità che deve sussistere nel ragionamento presuntivo.

Poiché gli addebiti rivolti nei confronti di C█████ per come contestati da Consob nella delibera impugnata e nell'allegato atto di accertamento, si fondano sulla conoscenza dell'informazione privilegiata da parte del B█████ la relativa confutazione è già di per sé sufficiente a condurre all'accoglimento dell'opposizione proposta dal ricorrente.

\*\*\*\*\*

Analoga considerazione deve essere fatta per le ulteriori deduzioni presuntive.

Gli elementi adottati da Consob (tempistica delle operazioni, modalità di



costituzione della provvista, difformità delle operazioni, inidoneità delle motivazioni addotte dal [redacted] rapporti intercorrenti tra il C [redacted] e il B [redacted] (contatto telefonico del 25 luglio 2015), non sono, infatti, sufficienti ad integrare quelle presunzioni gravi, precise e concordanti che permettono di utilizzare il metodo presuntivo per ritenere raggiunta la prova del fatto ignoto (trasmissione dell'informazione privilegiata al C [redacted] ex art. 2729 c.c.: tale prova deve infatti essere rigorosa, secondo un percorso ricostruttivo che non permetta una lettura ambivalente degli elementi acquisiti e cioè non individui possibilità diverse e altrettanto plausibili.

Fermo restando che, come si è detto, il passaggio della informazione privilegiata dal B [redacted] al C [redacted] presuppone a monte un procedimento per sequela di presunzioni, che non può costituire valido fondamento per l'accertamento del fatto in contestazione, dal fatto certo del contatto non può, comunque, inferirsi, né in base ad una massima di esperienza né in base ad un giudizio di probabilità, che il B [redacted] ove in possesso della informazione privilegiata, l'abbia trasmessa al C [redacted]

In primo luogo, non può ritenersi sufficiente la contiguità temporale tra la (non dimostrata) acquisizione dell'informazione dal B [redacted] e l'operatività sui titoli Italcementi da parte del C [redacted] in assenza di ulteriori elementi di forte tenuta che, nel caso di specie, non si ravvisano. Secondo la Consob, infatti, il passaggio dell'informazione privilegiata dal B [redacted] (anche a volere ritenerne la conoscenza da parte di quest'ultimo



che, per i motivi fin qui esposti, deve escludersi) al C [REDACTED] dovrebbe desumersi dal fatto che quest'ultimo ha effettuato l'investimento il primo giorno di negoziazione sui mercati finanziari successivo al contatto telefonico intercorso con il B [REDACTED] il 25 luglio 2015 e poche ore prima della comunicazione dell'Accordo.

La sola prossimità temporale non appare tuttavia elemento da solo sufficiente per ritenere acquisita l'informazione privilegiata da parte del C [REDACTED], non affiancandosi ad esso altri elementi di significato univoco e di tenuta significativa.

Il C [REDACTED] infatti, ha fornito una plausibile spiegazione dei contatti telefonici intercorsi, anche prima del 25 luglio 2015, con il B [REDACTED]

I messaggi WhatsApp prodotti dal ricorrente confermano, infatti, che P [REDACTED] C [REDACTED] e F [REDACTED] B [REDACTED] avevano un rapporto personale e una frequentazione tale da non fare apparire anomala la circostanza di essersi sentiti telefonicamente la mattina del 25 luglio 2015, dato che molti altri erano gli argomenti di conversazione, anche di carattere personale, che potevano giustificare una conversazione telefonica di durata pari a circa 9 minuti il sabato mattina (cfr. messaggi WhatsApp prodotti dal ricorrente).

I due, infatti, si erano conosciuti il 22 febbraio 2015 condividendo entrambi la passione per le motociclette e per tale motivo avevano iniziato a frequentarsi e a sentirsi sistematicamente, tramite messaggi Whatsapp e contatti telefonici, per l'organizzazione di raduni motociclistici e gite con la moto e talvolta anche occasioni conviviali, tanto che si era creato tra i





due un buon rapporto personale ma non certo un'amicizia stretta né consolidata, dovendo ciò escludersi dal tenore e dal contenuto dei messaggi Whatsapp prodotti in atti (fino al 25 aprile 2015, per esempio, il B [REDACTED] non conosceva neppure il numero dell'utenza telefonica del C [REDACTED] e fino al 30 giugno il C [REDACTED] non sapeva dove lavorasse la moglie del B [REDACTED]), che potesse giustificare la complicità nell'abuso dell'informazione privilegiata, essendo entrambi i soggetti, per la loro professionalità, perfettamente in grado di rendersi conto della natura privilegiata dell'informazione e della illiceità del suo utilizzo. Inoltre, B [REDACTED] e C [REDACTED] erano soliti sentirsi soprattutto il sabato per accordarsi sulla gita da effettuare la domenica con la moto, come risulta dimostrato dalla lettura dei citati messaggi WhatsApp, e questo scambio di comunicazioni è proseguita con le stesse modalità anche dopo l'acquisto. A nulla rileva, poi, la circostanza, evidenziata da Consob (cfr. pag. 32 della memoria di costituzione), per cui i messaggi delle chat di WhatsApp possono essere selettivamente cancellati, in quanto, come riconosce la stessa Consob, non possono invece esserne aggiunti di nuovi se non in coda a quelli già inviati, e quelli presenti sulla chat, il cui contenuto è stato depositato in atti e che la stessa Consob riconosce non potere essere stati oggetti di contraffazione, appaiono idonei a dimostrare i rapporti tra il C [REDACTED] e il B [REDACTED] nei termini sopra evidenziati.

Ne discende che dal contatto telefonico avvenuto la mattina del 25 luglio 2015 non può inferirsi, né in base ad una massima di esperienza né in base



ad un giudizio di probabilità, che il B [redacted] ove in possesso della informazione privilegiata, l'abbia comunque trasmessa, con la specificità da cui tale informazione è connotata, al C [redacted] potendo trovare la contiguità temporale dell'operatività del ricorrente ragione in altre diverse circostanze rispetto a quella di avere ricevuto dal B [redacted] l'informazione privilegiata.

Del pari la difformità dell'investimento rispetto alla operatività precedente e la modalità della costituzione della provvista per l'acquisto non possono ritenersi anomale.

Il ricorrente aveva infatti aperto già nel 2013 un dossier titolo acceso sul conto presso Saxo Bank che sin dalla sua apertura ha sempre utilizzato per finalità speculative.

Come appare dimostrato dall'analisi del dossier titoli prodotto dal ricorrente, non era la prima volta che il C [redacted] effettuava acquisti così consistenti: la Consob ha, infatti, limitato il suo esame soltanto al ristretto periodo maggio/luglio 2015, in cui in effetti il C [redacted] non ha effettuato acquisti per importi rilevanti, ma se si guarda al periodo precedente, altrettanto rilevante perché dimostra che il ricorrente era disponibile a rischiare nel momento in cui riteneva che ciò fosse conveniente, emerge che il C [redacted] aveva in precedenza effettuato acquisti per importi rilevanti in strumenti finanziari, in un caso per un ammontare anche più elevato di quello su CDF su azioni Italcementi (il 24.5.2013 aveva acquistato Campari per un corrispettivo di euro 85.950 e in data 14.10.2014



l'Indice Italy 40 per l'importo di euro 59.615,13).

Sempre da una attenta lettura del dossier titoli predetto, si evince che il ricorrente era solito effettuare vendite di titoli acquistati solo pochi giorni prima (si pensi per esempio al titolo Campari, acquistato per un corrispettivo di euro 85.950 il 24.5.2013 e venduto il 27 e 28.05.2013) così come più volte aveva venduto in perdita, come, ad esempio, avvenuto per ben tre volte tra gennaio e marzo 2014 proprio per il titolo STMicroelectronics, sicchè la vendita in perdita di 1.000 CFD su azioni STMicroelectronics il 28 luglio 2015, il fatto che tali azioni fossero state acquistate solo due sedute di negoziazione prima e l'entità dell'acquisto non possono certo considerarsi elementi univoci.

Né sussiste, poi, la mancanza di pregressa operatività sul titolo Italcementi, come affermato da Consob prendendo anche in tal caso a riferimento, senza alcuna ragione, solo il ristretto periodo del trimestre maggio/luglio 2015, avendo il C [REDACTED] acquistato ben due volte il titolo Italcementi in precedenza (22 luglio e 23 agosto 2013), mostrando pertanto che l'attenzione e l'interesse per tale titolo non era per lui una novità e non può pertanto dirsi anomala.

Ne discende che anche a volere ritenere che, come ipotizzato da Consob, il C [REDACTED] abbia proceduto alla vendita in perdita di altri CFD presenti nel suo portafoglio per costituire la provvista per procedere all'acquisto di CFD su azioni Italcementi, già attenzionate anche in precedenza, tale operazione non può ritenersi anomala e pertanto anche questo elemento



non avrebbe l'univocità necessaria per fondare un ragionamento presuntivo.

Si è infatti in presenza non soltanto di una serie di deduzioni presuntive in sequenza, in violazione del divieto di praesumptio de praesumpto, ma anche di una pluralità di deduzioni fondate su dati incerti, così da non risultare confacenti rispetto al canone di cui all'art.2729 cc, che vuole rilevanti solo le presunzioni "gravi, precise e concordanti", ed in qualche caso addirittura costruite su "regole di copertura" totalmente inadeguate. In base alle quali non è in ogni caso possibile fondatamente arguire alcunché, anche a prescindere dalla considerazione del divieto delle presunzioni sequenziali.

Pertanto, pur nella prospettata contraddittorietà tra le motivazioni dell'acquisto addotte dal C [REDACTED] in sede di audizione davanti alla Consob e quelle fornite con le note del 13 luglio 2018 (e ribadite nel ricorso in opposizione), senza peraltro che da tale contrasto sia possibile inferire una conferma di responsabilità, ritiene la Corte che da nessuno degli elementi indicati nell'Atto di accertamento si possa, comunque, inferire che il possesso in capo al C [REDACTED] dell'informazione privilegiata costituisca l'unica plausibile spiegazione del suo operato.

Le considerazioni fin qui esposte valgono anche con riferimento alla raccomandazione all'acquisto effettuato da E [REDACTED] o B [REDACTED] da parte del C [REDACTED]

In conclusione non può ritenersi raggiunta la dimostrazione del possesso in



capo al C [REDACTED] dell'informazione riservata, quale conseguenza della relativa trasmissione da parte del B [REDACTED]

\*\*\*\*\*

L'accoglimento del primo motivo di opposizione assorbe, evidentemente, l'esame di quelli successivi, relativi alla raccomandazione all'acquisto al B [REDACTED] alla mancata valutazione delle difese addotte con la nota del 13 luglio 2018, e alla determinazione nel quantum della sanzione pecuniaria, di quella interdittiva ed infine della confisca.

Poiché il giudizio non può travalicare l'ambito della conferma o meno dell'ipotesi accusatoria compresa nella contestazione degli addebiti, e poiché a questa deve darsi, per le ragioni sopra esposte, risposta negativa, si deve concludere nel senso del pieno accoglimento dell'opposizione, con conseguente annullamento delle sanzioni pecuniaria ed interdittiva, nonché della disposta confisca, e con accertamento del diritto dell'opponente alla restituzione di quanto a lui prelevato per effetto di essa.

Consob va condannata alla rifusione delle spese del presente procedimento in favore dell'opponente nella misura che si liquida in dispositivo in applicazione dei criteri e dei parametri di liquidazione di cui al d.m. n. 55/2014 e succ. modd.

**P.Q.M.**

La Corte d'Appello di Brescia, definitivamente pronunciando, così decide: accoglie l'opposizione proposta da C [REDACTED] P [REDACTED] avverso la delibera Consob n. 20557 del 2 agosto 2018 ed il relativo atto di accertamento, che



ne costituisce parte integrante, atti con i quali a carico dell'opponente:

a) erano state irrogate:

- la sanzione amministrativa pecuniaria pari ad €.150.000,00, della quale era stato contestualmente ingiunto il pagamento, in relazione all'accertata violazione dell'art.187-bis, comma 4, del d.lgs 58/1998, per l'acquisto di 11.000 CFD su azioni Italcementi;

- la sanzione amministrativa interdittiva accessoria obbligatoria, di cui all'art.187-quater, comma 1, del d.lgs n.58/1998, pari a mesi dieci;

- la sanzione amministrativa pecuniaria pari ad €.100.000,00, della quale era stato contestualmente ingiunto il pagamento, in relazione all'accertata violazione dell'art.187-bis, comma 4, del d.lgs 58/1998, per avere raccomandato a B [REDACTED] l'acquisto di azioni Italcementi;

- la sanzione amministrativa interdittiva accessoria obbligatoria, di cui all'art.187-quater, comma 1, del d.lgs n.58/1998, pari a mesi due;

b) era stata disposta la confisca dei beni, ai sensi dell'art.187-sexies del d.lgs n.58/1998, fino alla concorrenza del valore del profitto dell'illecito contestato, pari ad €.48.932,07;

e per l'effetto dispone l'annullamento delle predette sanzioni nonché del provvedimento di confisca, dichiarando il diritto dell'opponente alla restituzione degli importi prelevati in virtù di essa;

condanna Consob alla rifusione in favore di C [REDACTED] P [REDACTED] delle spese di lite, che liquida in euro 4180,00 per la fase di studio, euro 2430,00 per la fase introduttiva, euro 6950,00 per la fase decisionale, oltre rimborso



forfettario e accessori di legge.

Così deciso in Brescia nella camera di consiglio del 20 novembre 2019

**IL CONSIGLIERE est.**

Annamaria Laneri

**IL PRESIDENTE**

Donato Pianta

