

### Insider trading

**Corte d'Appello di Brescia, Sez. I, 5 dicembre 2019, n. 1766 - Pres. D. Pianta - Rel. A. Laneri - C. c. Consob**

*Mercati finanziari - Abusi di mercato - Illecito amministrativo di insider trading - Insider trading "secondario" - Prova tramite presunzioni - Ammissibilità - Gravità, precisione e concordanza - Esclusione*

*(Cod. civ. artt. 2727, 2729; D.Lgs. n. 58/1998, art. 187 bis, comma 4)*

**Nei casi di *insider trading* c.d. secondario è ammesso il ricorso a presunzioni ai fini della dimostrazione dell'illecito ma la prova non può ritenersi raggiunta quando gli elementi fattuali posti a base del ragionamento presuntivo consentano differenti ricostruzioni dotate di pari grado di verosimiglianza.**

#### La Corte (*omissis*).

...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 significativo, 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 c.c. 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.C. dell'informazione privilegiata, per averla acquisita dal B. 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.C. è venuto in possesso della informazione privilegiata per averla ricevuta dal B. il quale ne avrebbe preso conoscenza perché la notizia si era già diffusa nell'ambiente di lavoro dell'I. di B. ove egli prestava attività di Responsabile dell'Ufficio Italian Fiscal Affairs e a seguito delle richieste rivoltegli dall'avv. N. General counsel di I. ed iscritto nel Registro *Insider*, in occasione dell'attività di due diligence di H.

È 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 I. da I. ad H. 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 I. e di I.; 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 I. effettuato dal C. 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 C. su azioni I. 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 I. ad H. del 45% del capitale sociale di I., cui avrebbe fatto seguito per legge un'OPA nei confronti dei possessori delle restanti azioni I. 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. 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. il quale l'avrebbe utilizzata per l'acquisto delle azioni I. (*omissis*).

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 (...) rapporti intercorrenti tra il C. e il B. 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.) 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. al C. 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. ove in possesso della informazione privilegiata, l'abbia trasmessa al C.

In primo luogo, non può ritenersi sufficiente la contiguità temporale tra la (non dimostrata) acquisizione dell'informazione dal B. e l'operatività sui titoli I. da parte del C. 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. (anche a volere ritenerne la conoscenza da parte di quest'ultimo che, per i motivi fin qui esposti, deve escludersi) al C. 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. 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. non affiancandosi ad esso altri elementi di significato univoco e di tenuta significativa.

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

I messaggi *WhatsApp* prodotti dal ricorrente confermano, infatti, che P.C. e F.B. 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 a 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. non conosceva neppure il numero dell'utenza telefonica del C. e fino al 30 giugno il C. non sapeva dove lavorasse la moglie del B.), 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. e C. 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. e il B. 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. ove in possesso della informazione privilegiata, l'abbia comunque trasmessa, con la specificità da cui tale informazione è connotata, al C. potendo trovare la contiguità temporale dell'operatività del ricorrente ragione in altre diverse circostanze rispetto a quella di avere ricevuto dal B. 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 S.B. 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. 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. 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. 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 I. (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 coll'ispettivo di Euro 85.950 il 24.05.2013 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 S., sicché la vendita in perdita di 1.000 C. su azioni S. 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 I., 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. acquistato ben due volte il titolo I. 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. abbia proceduto alla vendita in perdita di altri C. presenti nel suo portafoglio per costituire la provvista per procedere all'acquisto di C. su azioni I., 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 c.c., 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 (...) in sede di audizione davanti alla Consob e quelle fomite 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. dell'informazione privilegiata costituisca l'unica plausibile spiegazione del suo operato.

(*omissis*).

## La prova dell'*insider trading* "secondario"

di Edoardo Guffanti e Paolo Sanna (\*)

Una recente decisione della Corte d'Appello di Brescia fornisce utili chiarimenti in materia di valutazione della prova dell'illecito di *insider trading* c.d. "secondario" tramite presunzioni.

### Premessa

La decisione della Corte d'Appello di Brescia è pronunciata all'esito di un giudizio di opposizione promosso contro un provvedimento di erogazione di sanzioni pecuniarie e interdittive emesso dalla Consob (Delibera n. 20557 del 2 agosto 2018) per *insider trading* "secondario". Tale illecito era disciplinato, all'epoca dei fatti, dall'articolo 187 *bis*, comma 4, del D.Lgs. n. 58 del 1998 (di seguito "T.U.F.") (1).

Il fatto riguarda l'acquisto da parte di P.C. di 11 *contracts for difference* (CFD), aventi ad oggetto azioni di Italcementi S.p.a. nonché di azioni della stessa Italcementi. A tali acquisti era seguita, nelle giornate immediatamente successive, la cessione di tali titoli e

contratti, il che aveva permesso a P.C. di realizzare una plusvalenza. Inoltre, lo stesso P.C., in qualità di consulente finanziario, aveva raccomandato a terzi l'acquisto del medesimo titolo.

Nella valutazione dei fatti operata dalla Consob, tali acquisti sarebbero avvenuti a seguito dell'ottenimento da parte di P.C. dell'informazione privilegiata relativa al progetto di cessione del 45% del capitale di Italcementi S.p.a. da parte di Italmobiliare S.p.a., con il conseguente obbligo di promozione di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria. Il passaggio dell'informazione privilegiata sarebbe avvenuto, secondo tale ricostruzione, nell'ambito di una telefonata tra P.C. e P.B. - all'epoca dei fatti responsabile degli affari fiscali di

(\*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un *referee*.

(1) Attualmente il T.U.F. non contiene una definizione dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate ma rinvia, per la

descrizione della fattispecie, al Reg. UE n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato.

Italcementi -, intercorsa alcuni giorni prima degli acquisti contestati. In particolare, P.B., a conoscenza dell'informazione privilegiata in ragione del fatto che la stessa era circolata fra i soggetti impiegati presso gli uffici della sede centrale di Italcementi e Italmobiliare, avrebbe trasmesso l'informazione a P.C., con il quale intratteneva un rapporto di amicizia.

### La ricostruzione del fatto

La sanzione irrogata dalla Consob non si fonda, a livello probatorio, su una prova diretta del passaggio dell'informazione privilegiata, quale avrebbe potuto essere, ad esempio, quella basata sulla registrazione della telefonata fra i due *insider* o, in ipotesi, un messaggio di posta elettronica fra gli stessi. La ricostruzione si basa, invece, sul ragionamento presuntivo, che deduce l'avvenuto passaggio dell'informazione da P.B. (quale *insider* "primario") a P.C. (*insider* "secondario") da una serie di elementi indiretti e che, valutati nel loro complesso, sarebbero idonei a dimostrare l'abuso di informazioni privilegiate.

In tale quadro, viene dato particolare rilievo in ai seguenti elementi: (i) la tempistica delle operazioni, effettuate a ridosso del comunicato relativo all'operazione di vendita delle azioni di Italcementi; (ii) la modalità di reperimento dei fondi utilizzati per gli acquisti, tramite vendita di alcuni CFD già detenuti; (iii) la difformità delle operazioni di acquisto rispetto alla pregressa operatività di P.C. nel periodo e (iv) l'inidoneità delle motivazioni addotte da questo per spiegarle; (v) la circolazione dell'informazione privilegiata presso gli uffici amministrativi di Italcementi e Italmobiliare e, conseguentemente, la conoscenza della stessa da parte di P.B; (vi) i rapporti di amicizia fra P.C. e P.B. e (vii) la conversazione intrattenuta da questi ultimi in prossimità degli acquisti.

L'impugnazione promossa davanti alla Corte d'Appello nega, invece, il possesso dell'informazione privilegiata in capo a P.C. e afferma un utilizzo improprio del ragionamento presuntivo da parte della Consob. Quest'ultima avrebbe, infatti, erroneamente ricavato tale possesso da elementi di fatto a ciò non idonei.

La Corte d'Appello di Brescia, nell'abbracciare in larga parte il ragionamento del ricorrente circa l'improprio utilizzo del ragionamento presuntivo da parte

della Consob, ha annullato la sanzione irrogata. In particolare, la Corte non nega la legittimità dell'utilizzo di presunzioni al fine di provare l'illecito di *insider trading* secondario, ma esclude che nel caso in esame sia stata fornita idonea prova dell'illecito. Ciò in quanto, come meglio precisato in seguito, in assenza di prova diretta del possesso dell'informazione privilegiata sia in capo all'*insider* primario sia del passaggio dell'informazione dall'*insider* primario all'*insider* secondario, viene a delinearsi una catena di presunzioni, che va ritenuta, ad avviso della Corte d'Appello, illegittima in base alle tradizionali regole di valutazione della prova.

In secondo luogo, nemmeno gli ulteriori elementi presi in considerazione al fine di affermare la responsabilità per l'illecito sarebbero, secondo la Corte, sufficienti a fondare la responsabilità, in quanto non provvisti dei requisiti per essere qualificati come "gravi, precisi e concordanti" e quindi idonei a fondare la prova del fatto in base al ragionamento presuntivo ai sensi dell'articolo 2729 c.c.

Il provvedimento in commento, inserendosi nel filone giurisprudenziale di merito che ha precisato nel dettaglio i requisiti richiesti ai fini della prova per presunzioni dell'illecito di *insider trading*, si presenta quale precedente di sicuro interesse, contribuendo a chiarire ulteriormente i principi applicabili in materia.

### La prova del possesso e dell'utilizzo dell'informazione tramite presunzioni

È noto che ai fini della prova dell'illecito di *insider trading*, in particolare nella sua forma c.d. "secondaria", la giurisprudenza (così come la prassi applicativa attuata dagli uffici della Consob) ammettano un largo ricorso a presunzioni (2). Ciò avviene in ragione della peculiare conformazione dell'illecito, che richiede, ai fini del perfezionamento, la presenza dei due elementi del possesso e dell'utilizzo dell'informazione privilegiata per i fini puniti dalla legge. L'art. 187 bis, comma 4, T.U.F. vigente all'epoca dei fatti da cui origina il procedimento, prevedeva la punibilità con sanzione amministrativa pecuniaria (da euro ventimila a tre milioni) "chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse": a) acquista, vende

(2) Sulla prova per presunzioni in materia di *insider trading* v. F. Corsini, *La prova per presunzioni nel procedimento ex art. 187-septies t.u.f. di opposizione a sanzioni Consob irrogate per insider trading*, in *Giur. comm.*, 2020, 368 ss.; P. Martino, *Insider trading*

*secondario: tra possesso e comunicazione dell'informazione privilegiata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, 727, nonché S. Gilotta, *L'insider trading "secondario"*, in *Giur. comm.*, 2015, 531 ss.

o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; b) comunica le informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a) (3). Il possesso dell'informazione privilegiata (la conoscenza, quindi, di tale informazione in capo a un determinato soggetto) afferisce a uno stato individuale che, per lo meno nella maggior parte dei casi, rimane confinato all'interno della coscienza del medesimo individuo.

È, quindi, intuibile come difficilmente tale stato si presti ad essere sottoposto a una prova diretta (4), salvo che ricorrano circostanze - evidentemente eccezionali, stante la struttura dell'illecito (5) - che dimostrino, rivelandola all'esterno, tale conoscenza (si pensi, ad esempio, ad una audio o video registrazione, a email o scritti che testimonino l'avvenuto passaggio dell'informazione privilegiata).

Non sorprende, pertanto, che in materia di abuso di informazioni privilegiate sia venuto a formarsi nel corso del tempo un consolidato indirizzo giurisprudenziale volto a consentire all'Autorità di vigilanza di sopperire alla fisiologica carenza di prove dirette, che ammette, anche largamente, l'utilizzo di presunzioni ai fini della prova dell'illecito. Ciò, in considerazione, appunto, del fatto che "la prova presuntiva è spesso l'unica che consenta di accertare il possesso delle informazioni, dal momento che il trasferimento di queste si attua, di regola, con modalità che escludono attività di documentazione" (6).

La prova per presunzioni consente, infatti, di desumere l'esistenza di un determinato evento ignoto da elementi fattuali diversi (fatti noti) che, valutati nel loro complesso, consentano di ritenere esistente il fatto ignoto.

Naturalmente, l'utilizzo del ragionamento presuntivo è presidiato da regole volte a chiarire entro quali limiti lo stesso possa essere considerato valido a fini probatori.

Al riguardo, la regola di valutazione è fissata direttamente dalla legge nell'art. 2729 c.c., che prescrive al giudice di non ammettere che "presunzioni gravi, precise e concordanti". In questo senso, può ritenersi che tale gravità, precisione e concordanza, ricorra, secondo un diffuso orientamento, quando i fatti noti, per il tramite dei quali si intende provare il fatto ignorato, consentano di risalire, quale conseguenza, al fatto ignoto, secondo canoni di ragionevole probabilità e secondo regole di esperienza (7).

Ciò che viene dunque richiesto dalla normativa è l'adozione di un ragionamento articolato in due momenti fondamentali: occorre in primo luogo procedere alla selezione dei fatti rilevanti, che devono essere fatti "noti" e quindi suscettibili di prova in via diretta - documentalmente o altrimenti.

In secondo luogo, occorre una valutazione complessiva di tali elementi, che potranno ritenersi prova dell'esistenza del fatto ignoto solo quando ciò si presenti come conseguenza ragionevolmente probabile, secondo il principio dell'*id quod plerumque accidit* (8).

In quest'ottica, il grado di consequenzialità che il fatto noto deve rivestire assume carattere evidentemente determinante.

Diventa quindi centrale stabilire quando si possa ritenere che un fatto ignoto sia conseguenza di un fatto noto (*rectius*: di una pluralità di fatti noti).

Limitandosi, per quanto qui interessa, alla più recente giurisprudenza di merito in materia di *insider trading* (e fra questa anche la sentenza che qui si commenta), sembra essersi affermato al riguardo un criterio che può essere compendiato nel termine "univocità".

In base a detto criterio, i canoni di ragionevolezza e probabilità richiesti alla stregua dell'art. 2729 c.c. dovrebbero ritenersi osservati quando la ricostruzione dell'occorso, sulla base degli elementi indiziari raccolti, possa giungere "all'individuazione del fatto ignoto come risultante univoca all'esito di una approssimazione condivisibile sia per la gravità e la concordanza degli elementi noti sia per la sua ragionevolezza intrinseca", pur non dovendo rivestire un

(3) Sull'*insider trading* secondario v. oltre ai contributi citati alla nota precedente, anche S. Lombardo, *Acquisto di partecipazioni di controllo, fattispecie a formazione progressiva, informazione privilegiata e insider secondario*, in questa *Rivista*, 2014, 607 ss.

(4) Ovvero la prova idonea a "far conoscere immediatamente il fatto da provarsi": così C. Mandrioli, *Diritto processuale civile*, II, Torino, 2019, 173.

(5) Osserva, al riguardo, Cass. 3 agosto 2016, n. 16253, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), che "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'inculpato, potrebbero fornire precise informazioni al riguardo".

(6) Ancora Cass. 3 agosto 2016, n. 16253, in *Pluris*.

(7) Ad es. Cass. 4 febbraio 2005, n. 2363, in *Mass. Giur. it.*, 2005.

(8) Da ultimo, Cass. 3 febbraio 2020, n. 2356.

grado di consequenzialità dotato di “rigore matematico” o “essere espressa in termini di certezza” (9).

È quindi ammissibile un certo grado di approssimazione nella ricostruzione, ed è proprio dall'estensione più o meno ampia di tale area che dipende, evidentemente, il maggiore o minore grado di verosimiglianza e consequenzialità richiesto alla ricostruzione presuntiva.

A questo riguardo sembra possibile individuare due diversi approcci.

Secondo una prima prospettiva, per la configurazione di una ricostruzione indiziaria valida a fini probatori, non occorrerebbe che l'esistenza del fatto ignoto si presenti conseguenza dei fatti noti “secondo un legame di necessità assoluta ed esclusiva”. In tale ottica non sarebbe quindi necessario che il fatto ignoto debba presentarsi come unica conseguenza plausibile ricavabile dai fatti noti. Il che vale sicuramente a escludere la rilevanza a fini probatori di ricostruzioni puramente congetturali o ipotetiche, ma non impone di ritenere valida una ricostruzione solo nel caso in cui la stessa sia l'unica possibile in base agli elementi raccolti. Sarebbe invece sufficiente a questo fine che dal fatto noto sia desumibile quello ignoto, alla stregua di un giudizio di probabilità basato sull'*id quod plerumque accidit* e quindi che “il rapporto di dipendenza logica tra il fatto noto e quello ignoto sia accertato alla stregua di canoni di probabilità, con riferimento ad una connessione possibile e verosimile di accadimenti, la cui sequenza e ricorrenza possano verificarsi secondo regole di esperienza” (10). Tale impostazione ammette una certa discrezionalità nella valutazione dell'univocità del ragionamento presuntivo, posto che non fornisce una chiara regola di valutazione delle ipotesi in cui si sia presenza di ricostruzioni difensive dotate dello stesso grado di probabilità e plausibilità, di quella accusatoria (aprendo, così, la via a possibili interpretazioni che tendano a privilegiare la ricostruzione accusatoria non tanto perché maggiormente “univoca” ma perché volta al perseguimento di un interesse pubblico).

Il secondo approccio è più rigoroso del primo e richiede, invece, che tra i fatti noti e il fatto ignoto sussista una relazione tale da escludere letture alternative che abbiano rispetto ad esse pari dignità. In tale prospettiva, pur potendo permanere, come detto, un margine di opinabilità e approssimazione, per l'esistenza appunto, di possibili alternative, la valutazione delle circostanze

indiziarie secondo criteri di ragionevolezza e di esperienza, oltre che di logica consequenzialità, deve essere tale da escludere “la verosimiglianza e/o probabilità delle alternative prospettabili” (11). In altri termini, la ricostruzione indiziaria da privilegiare deve avere un grado di rigore ricostruttivo e un grado di verosimiglianza maggiore rispetto alle altre.

È quindi richiesto che non sussista la possibilità di fornire ricostruzioni altrettanto plausibili dell'occorso sulla base degli stessi elementi valorizzati ai fini della ricostruzione accusatoria, secondo un approccio di valutazione della prova prossimo ai livelli di rigore richiesti in materia penale (12); non devono, cioè, essere possibili altre letture con analoga verosimiglianza.

È, però, bene porre in luce che non è richiesto, nemmeno secondo tale ricostruzione, che il fatto ignoto sia l'unica conseguenza possibile dei fatti noti.

### La decisione della Corte d'Appello di Brescia

La Corte d'Appello annulla, come detto, la sanzione di cui alla delibera n. 20557 del 2 agosto 2018 proprio in ragione dell'insufficienza, a fini probatori, delle presunzioni utilizzate dall'Autorità di vigilanza.

Il ragionamento della Corte d'Appello può essere suddiviso attorno a due argomenti.

Il primo riguarda l'acquisizione dell'informazione privilegiata da parte dell'*insider* primario. Tale fatto, pur non attenendo alla struttura dell'illecito, si presenta infatti come antecedente logico e fattuale dell'illecito contestato al ricorrente, che - si ricorda - si realizza sulla base del possesso e dell'utilizzo dell'informazione privilegiata.

Posto tale legame, le modalità con cui l'informazione è stata appresa dall'*insider* primario e, più correttamente, le modalità con cui tale apprensione è provata, rilevano perciò anche al fine di vagliare la sufficienza dell'impianto probatorio nei confronti del ricorrente.

In quest'ottica, da un lato, un'insufficiente prova del possesso dell'informazione in capo all'*insider* primario non può che riverberarsi in capo ai requisiti di prova dell'illecito dell'*insider* secondario, indebolendo la ricostruzione presuntiva operata nei confronti di quest'ultimo. Dall'altro, ove tale possesso sia provato in via presuntiva, l'applicazione del divieto di doppia presunzione ricavabile dall'art. 2727 c.c. (13)

(9) App. Torino 13 aprile 2018, n. 1266.

(10) App. Genova 31 gennaio 2019, n. 150.

(11) App. Torino, sent., n. 1266/2018.

(12) App. Torino, sent., n. 1266/2018.

(13) A mente del quale le presunzioni “sono le conseguenze che la legge o il giudice trae da un fatto noto per risalire a un fatto ignorato”. Sul divieto di doppia presunzione v. *ex multis*, Cass. 9 aprile 2002, n. 5045, in *Arch. civ.*, 2003, 226.

impedirebbe di ritenere provato il possesso dell'informazione in capo all'*insider* secondario.

Il che è precisamente quanto accaduto nel caso di specie.

Nella propria ricostruzione, la Consob applica, infatti, il seguente ragionamento: P.B. (*insider* primario) in quanto responsabile all'epoca dei fatti della funzione fiscale di Italcementi, può essere ritenuto in possesso dell'informazione privilegiata, pur in assenza di una prova diretta (14), dato che l'informazione circolava in maniera generalizzata all'interno delle amministrazioni centrali di Italcementi e Italmobiliare. In secondo luogo, essendo il P.B. amico di P.C. (*insider* secondario) ed avendo telefonato a quest'ultimo in prossimità degli acquisti, in tale telefonata può ritenersi essere avvenuto il passaggio dell'informazione privilegiata.

Secondo la Corte d'Appello, quanto sopra esposto non è idoneo a costituire una prova del possesso dell'informazione privilegiata in capo al P.C., in quanto fondato su una catena presuntiva. Innanzitutto, il possesso dell'informazione privilegiata in capo a P.C. è ricavato da presunzioni, non esistendo una prova diretta ma essendo, invece, il fatto della conoscenza dedotto dal fatto (questo sì, noto) che la notizia circolasse fra il personale delle imprese interessate. Analogamente, come detto, non esistendo una prova del passaggio dell'informazione dall'*insider* primario al secondario, tale passaggio è dedotto presuntivamente dalla mera esistenza della telefonata fra i due, avvenuta in prossimità degli acquisti. La conseguenza è che il fatto da provare ai fini sanzionatori (il possesso dell'informazione in capo all'*insider* secondario), risulta fondato su una - inammissibile - catena presuntiva, posto che i passaggi presuntivi che collegano il fatto noto (circolazione dell'informazione privilegiata presso gli uffici di Italcementi e Italmobiliare) a quello ignoto (possesso dell'informazione) risultano essere più d'uno.

In secondo luogo, nonostante l'inammissibilità della predetta catena presuntiva ai fini della prova dell'illecito, nell'opinione della Corte sarebbe "già di per sé sufficiente a condurre all'accoglimento della opposizione proposta dal ricorrente", il provvedimento esprime comunque una valutazione degli altri elementi valorizzati dalla Consob quali indici presuntivi dell'illecito in capo al ricorrente.

Anche in tal caso la valutazione dell'articolato ragionamento presuntivo è negativa, e la Corte d'Appello

considera - alla luce del citato criterio di univocità, interpretato in maniera molto stringente - l'insieme degli elementi a carico del ricorrente come non idoneo a escludere una lettura ambivalente e anzi idoneo, al contrario, a permettere di individuare "possibilità diverse e altrettanto plausibili".

In quest'ottica, la Corte fornisce un'analitica motivazione del perché gli elementi indicati dalla Consob non possono ritenersi tali da deporre univocamente nel senso di far ritenere che il ricorrente fosse in possesso dell'informazione.

Innanzitutto, il mero contatto fra i due soggetti presunti *insider* è ritenuto non sufficiente di per sé ad inferire legittimamente il passaggio dell'informazione, nonostante lo stesso si collochi in prossimità temporale con i successivi acquisti.

Tali contatti, osserva la Corte, ben possono inscrivere in uno scenario alternativo, costituito dal consolidato rapporto di amicizia tra i due soggetti (come la Corte ritiene essere accaduto nel caso di specie). Questi avevano intrattenuto plurimi contatti sia prima che dopo le operazioni di acquisto, al fine di effettuare conversazioni del tutto normali nell'ambito di tale rapporto (ad esempio, l'organizzazione di raduni motociclistici o altre occasioni conviviali). Non sussisterebbe, quindi, in un tale quadro, né in base a massime di esperienza, né in base a un giudizio di probabilità, la possibilità di concludere in maniera univoca che il contatto abbia trovato la propria ragione nella trasmissione dell'informazione.

Né la asserita anomalia dell'operatività relativa ai titoli risulta, a giudizio della Corte, sufficientemente univoca. Ciò in quanto, ad una analisi effettuata su un periodo più ampio di quello preso in considerazione dalla Consob (limitato al periodo contiguo rispetto alle operazioni) la gran parte gli indici di anomalia evidenziati si rivelano insussistenti, dato che il ricorrente aveva già in passato (i) acquistato azioni Italcementi; (ii) venduto titoli acquistati solo pochi giorni prima, anche in perdita; (iii) effettuato investimenti rilevanti su singoli titoli.

Analogamente, in tale contesto, non è stata ritenuta dotata del requisito di univocità la modalità di costituzione della provvista (vendita di titoli in portafoglio con realizzazione di una perdita), posto che, il ricorrente aveva già effettuato operazioni analoghe in passato.

Ciò posto, pur ammettendo una contraddittorietà nelle motivazioni addotte dal presunto *insider* in

(14) Il provvedimento in commento precisa che il P.C. non era iscritto nel registro dei possessori di informazioni privilegiate con riguardo all'informazione di cui si tratta.

relazione agli acquisti, la Corte esclude che la ricostruzione dell'occorso - operata dall'Autorità di vigilanza - possa costituire una spiegazione dell'operato dell'agente maggiormente persuasiva di quella possibile sulla base della prospettazione del ricorrente.

### Le implicazioni della decisione

La decisione della Corte d'Appello di Brescia si inserisce chiaramente nel filone che interpreta in maniera restrittiva i requisiti di cui il ragionamento presuntivo deve essere dotato ai fini di prova. Infatti, secondo il collegio, la ricostruzione operata dalla Consob deve essere quella - fra le varie possibili - dotata di maggiore rigore e univocità. In presenza di ricostruzioni alternative di pari grado di plausibilità, la ricostruzione accusatoria dovrà essere scartata, e solo quella non colpevolizzante dovrà essere ritenuta quella valida.

La necessità della non ambivalenza/univocità della ricostruzione accusatoria permette, perciò, all'interessato di discolparsi ove sia in grado di fornire una spiegazione plausibile almeno (per coerenza e, appunto, univocità) quanto quella estesa dall'Autorità di vigilanza.

L'applicazione di tale principio porta a conseguenze pratiche di notevole rilievo per il soggetto che voglia contrastare (in una difesa nell'ambito del procedimento sanzionatorio o nel giudizio di impugnazione dell'atto sanzionatorio che conclude tale procedimento), gli elementi fattuali che vengono normalmente posti a base, quali indici presuntivi, della ricostruzione accusatoria in materia di *insider trading* (secondario) da parte della Consob.

Tali elementi possono essere considerati, come affermato in giurisprudenza (15), fundamentalmente i seguenti:

- a) l'esistenza e la natura delle relazioni tra il presunto *insider* e i soggetti a conoscenza dell'informazione;
- b) l'incongruenza delle operazioni contestate all'*insider* sia rispetto alla sua normale operatività sui mercati, sia alle modalità di investimento solitamente adottate dallo stesso;
- c) l'entità dell'investimento;
- d) l'entità del profitto realizzato.

Si pensi, quindi, in primo luogo, alla valorizzazione dei contatti, tipicamente telefonici, che vengono individuati in concomitanza dell'acquisto del titolo cui inerisce l'informazione, e nell'ambito dei quali viene normalmente ricondotto nella prospettiva di

vigilanza il passaggio dell'informazione stessa. Ebbene, in tutti i casi in cui tra i soggetti interessati si intrattenga un rapporto di amicizia, potrebbe risultare utile fornire prova che i contatti fra gli interessati sono bensì avvenuti, ma nell'ambito di contatti frequenti fra gli stessi, esistiti, com'è normale che sia nell'ambito di un rapporto di amicizia, sia prima che dopo il momento dell'acquisto dei titoli, in quanto ciò rappresenta la regola nell'ambito di un rapporto di tale natura. Potrebbe altresì fornirsi prova del contenuto di tali contatti (ad esempio, come avviene nel procedimento che ha originato il provvedimento in commento, allegando gli SMS scambiati nel periodo, al fine di dimostrare che le conversazioni intrattenute riguardavano argomenti diversi dallo scambio di informazioni su strumenti finanziari). In un tale quadro, parrebbe naturalmente difficile sostenere che l'unica spiegazione plausibile del contatto avvenuto in prossimità dell'acquisto di titoli successivamente oggetto di contestazione sia la necessità di trasmettere un'informazione privilegiata. Razionalità imporrebbe, invece, di considerare come maggiormente plausibile che la telefonata sia avvenuta per le ragioni ordinarie, e che solo casualmente si sia collocata in prossimità rispetto agli acquisti dei titoli.

Applicando in tale ipotesi il principio di univocità, come interpretato dalla Corte d'Appello di Brescia, non potrebbe evidentemente darsi valore al ragionamento presuntivo accusatorio.

Si pensi in secondo luogo al concetto di incongruenza rispetto alla pregressa operatività. In quali casi l'operatività sul titolo può dirsi univocamente "incongruente"? Per rispondere all'interrogativo, non pare doversi considerare un elemento di per sé indicativo la circostanza che il presunto *insider* non abbia in precedenza investito nel medesimo titolo. Potrebbe infatti risultare plausibile l'investimento in un titolo del tutto nuovo, ma che si inserisce nello stesso settore di operatività in cui il presunto *insider* è solito investire (telecomunicazioni, tecnologia, ecc.). Tale elemento dovrebbe, quindi, essere valutato non isolatamente, bensì nell'ambito del contesto complessivo. In tale ottica, un investimento in un titolo *nuovo* viene messo in relazione alle modalità con le quali l'agente ottiene la provvista finanziaria. Anche in questo caso, però, il fatto che il soggetto abbia disinvestito titoli in portafoglio per procedere agli acquisti sembra poter rivestire carattere definitivo ai fini probatori. Tale comportamento è, tuttavia, tradizionalmente ritenuto come

(15) App. Milano 19 gennaio 2017, n. 220.

indicativo di un'anomalia, soprattutto se non sorretto da solide motivazioni di analisi fondamentali sottostanti la scelta di disinvestire. Non potrebbe, però, essere ritenuto un indice presuntivo univoco ove tale modalità sia stata utilizzata in precedenza. Con riguardo all'entità del profitto e dell'investimento, la rilevanza a fini presuntivi può rilevare ove gli stessi, sotto il profilo dimensionale, si presentino eccezionali (rispetto all'operato del soggetto), così indicando che l'investimento sarebbe avvenuto in dimensioni a-normali, perché il soggetto, agendo sulla base della certezza di guadagno dovuta al possesso di informazioni privilegiate, avrebbe investito in misura maggiore rispetto alle proprie abitudini. In quest'ottica è proprio l'assenza di rischio finanziario (effettiva o percepita) ad indurre l'agente a realizzare un investimento maggiore rispetto a quanto il suo approccio al rischio lo avrebbe (normalmente) indotto a fare.

Tale valenza presuntiva potrebbe essere contrastata, ovviamente, in tutti quei casi in cui siano rinvenibili, nell'operatività pregressa del soggetto, operazioni di tipo analogo sotto il profilo dimensionale. Non solo. Indipendentemente dalle analisi "storiche" delle abitudini di *trading* dell'accusato, la tenuta a fini probatori di una ricostruzione che faccia leva sul *profitto* realizzato (piuttosto che sull'entità dell'investimento) potrebbe risultare compromessa in tutti quei casi in cui il profitto, si riveli di scarsa entità se comparato con il patrimonio dell'*insider*. In tali casi, infatti, lo stesso non potrebbe essere considerato, in base a canoni di ragionevolezza e consequenzialità, idoneo a costituire un "movente" tale da giustificare il correre del rischio in capo al soggetto. Non appare infatti credibile che un investitore - conscio delle pesanti sanzioni (16) in virtù, ad esempio, del proprio lavoro - si esponga ad un tale rischio a fronte di un profitto di entità modesta (17).

Peraltro, il riferimento al profitto *realizzato* pare prestarsi ad alcune osservazioni critiche. Ad esempio, potrebbe osservarsi che il dato (al più) rilevante

dovrebbe essere il profitto *realizzabile* dall'agente, e non quello realizzato. Quest'ultimo, infatti, dipende dall'andamento dello strumento finanziario, che è condizionato da numerosi fattori, spesso preponderanti rispetto all'informazione privilegiata. Del resto, se si volesse dare rilevanza al profitto *realizzato*, si dovrebbe considerare rilevante anche un profitto *negativo* (cioè una perdita). Il che deporrebbe (in via presuntiva) a favore dell'agente, sospettato di aver sfruttato l'informazione privilegiata. Orbene, pare potersi affermare che l'unico elemento che possa essere d'aiuto in una ricostruzione dei fatti presuntiva sia l'importo che l'agente avrebbe potuto ragionevolmente aspettarsi quale esito del proprio investimento (18).

### Conclusioni

Con la sentenza in commento si assiste a un consolidamento dei principi di valutazione della prova in materia di *insider trading* secondo una prospettiva di maggior rigore di quella tradizionale, ponendosi una particolare attenzione agli aspetti fattuali ricostruttivi della condotta.

Non può sottacersi, al riguardo, che una tale ricostruzione possa portare a un restringimento delle maglie del filtro di valutazione delle condotte rilevanti ai fini della configurazione dell'illecito, limitando la punibilità ai casi in cui le presunzioni che sorreggono la tesi accusatoria siano particolarmente robuste.

L'approccio è condivisibile, perlomeno nella misura in cui, pur preservando la possibilità di perseguimento degli illeciti di *insider trading*, garantisce allo stesso tempo la indefettibile esigenza di fondare l'irrogazione delle sanzioni sulla base di ricostruzioni probatorie dotate di un adeguato grado di precisione, gravità e concordanza. Ciò, soprattutto, in considerazione della particolare gravità delle sanzioni stesse e delle relative ripercussioni (non solo economiche, ma anche reputazionali) sui soggetti sanzionati.

(16) L'illecito di *insider trading* secondario è punito attualmente con una sanzione pecuniaria da euro ventimila a euro cinque milioni, oltre alle sanzioni accessorie.

(17) App. Milano 19 gennaio 2017, n. 220.

(18) Si noti, peraltro, che il Reg. UE n. 596/2014 include nella definizione di abuso di informazioni privilegiate (art. 8) anche la

condotta di chi si limiti ad annullare o modificare un ordine di acquisto o vendita concernente uno strumento finanziario sulla base di un'informazione privilegiata (senza, quindi, che in questo caso possa parlarsi di profitto in senso proprio).