



MN TAX & LEGAL

NEWSLETTER 19/2021 DEL 10 MAGGIO 2021:

- **ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: NOZIONI DI “PRODOTTO” E “PROFITTO” DELL’ILLECITO SECONDO LA CASSAZIONE;**
- **ABUSI DI MERCATO E DIRITTO AL SILENZIO NEL PROCEDIMENTO AMMINISTRATIVO: LA PRONUNCIA DELLA CORTE COSTITUZIONALE;**
- **PRONUNCIA DELLA CASSAZIONE IN MATERIA DI ESCLUSIONE DEL SOCIO E SOSPENSIONE DELLA RELATIVA DELIBERA.**



DIRITTO SOCIETARIO

ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: NOZIONI DI “PRODOTTO” E “PROFITTO” DELL’ILLECITO SECONDO LA CASSAZIONE

In materia di abuso di informazioni privilegiate, nel più generale ambito degli abusi di mercato, con la **sentenza numero 4524 del 19 febbraio 2021**, la II Sezione della Cassazione Civile ha delineato in modo chiaro le due differenti nozioni di “prodotto” e “profitto” dell’illecito societario, nel caso di acquisto o di vendita di strumenti finanziari emessi da società quotate sui mercati regolamentati.

La controversia in esame si concentra sull’illecito sfruttamento da parte del ricorrente – “*manager navigato*”, come da sentenza - di una informazione privilegiata (per come definita dall’articolo 7 della **Market Abuse Regulation** (MAR - Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 596 del 16 aprile 2014) entrata in suo possesso in ragione della propria posizione lavorativa all’interno della società quotata e, quindi, sfruttata con l’obiettivo di cessione sul mercato delle azioni societarie in un momento antecedente la comunicazione al pubblico della stessa informazione privilegiata, determinando una variazione del prezzo di tali strumenti – operazione di “*Comunicazioni al pubblico*” puntualmente disciplinata **dall’articolo 114 del Testo Unico della Finanza**, disponente l’obbligo per gli emittenti di trasmettere al pubblico le informazioni privilegiate che lo riguardano; in tempi brevi e con modalità tali da garantire un accesso rapido e una valutazione delle informazioni completa, corretta e tempestiva.

Nell’ipotesi di acquisto sul mercato, le azioni utilizzate per l’operazione illecita - per quanto affermato dai giudici della II Sezione - costituiscono il **profitto** dell’illecito stesso, non essendo possibile distinguere il valore iniziale e legittimo delle azioni stesse da quello finale, ovvero l’intera somma ricavata, frutto della negoziazione fraudolenta (costituente il **prodotto** della operazione): “*utilità economica (...) e risultato dell’operazione*” considerato nel momento in cui l’informazione diviene pubblica e calcolato sottraendo al valore degli strumenti acquistati il costo necessariamente sostenuto per l’operazione. In sintesi, il guadagno (o “plusvalenza”) che *l’insider* sanzionato dalla CONSOB e opponentesi alla sentenza della Corte d’Appello ha tratto dall’operazione in termini di “**risparmio di spesa**”.



MN TAX & LEGAL

Diversamente, nell'ipotesi di vendita degli strumenti oggetto della controversia, il **profitto** è identificabile per la Cassazione con la “perdita evitata” derivante dal successivo deprezzamento delle azioni societarie, conseguenza della diffusione dell'informazione privilegiata: calcolabile, per i giudici, sulla base della differenza tra la somma ottenuta dalla vendita sul mercato e il loro successivo minore valore.

Stanti tali presupposti, la confisca del prodotto inteso come la combinazione tra somma ottenuta dalla vendita azionaria e valore degli strumenti oggetto dell'alienazione ha per la Corte di Cassazione, nei confronti del soggetto *insider*, una connotazione “punitiva” con effetti enormemente peggiorativi rispetto la sua situazione patrimoniale e “*manifestamente sproporzionati*”, quindi, nella prospettiva delle finalità dell'ordinamento stesso.

ABUSI DI MERCATO E DIRITTO AL SILENZIO NEL PROCEDIMENTO AMMINISTRATIVO: LA PRONUNCIA DELLA CORTE COSTITUZIONALE DEL 30 APRILE 2021

Il diritto di difesa nel procedimento penale, declinato anche come diritto a non collaborare alla propria incolpazione – tutelato dall'articolo 24 della Costituzione e sotteso anche ai principi di diritto comunitario in materia di processo equo (art. 6 CEDU e art. 47 della Carta dei Diritti Fondamentali UE) – implica il diritto della persona fisica a rifiutarsi di fornire risposte all'autorità procedente, informazioni che possono far emergere la sua responsabilità non solo nell'ambito di un processo penale a suo carico ma anche nell'ambito di un procedimento di carattere amministrativo che può portare alla irrogazione nei suoi confronti di una sanzione amministrativa di carattere punitivo.

Tale principio è desumibile dalla recentissima sentenza della Corte Costituzionale (**la numero 84 del 30 aprile 2021**) con cui è stata dichiarata la illegittimità costituzionale *in parte qua* **dell'articolo 187 quinquiesdecies del TUF**, facendo seguito ad una precedente sentenza dei giudici della Corte di Giustizia UE (*DB v. CONSOB*, causa C-481/19 del 2 febbraio 2021).

La disposizione sottoposta al vaglio della Corte prevede, in sostanza, un dovere di collaborare con la CONSOB e con la Banca d'Italia durante l'esercizio delle loro funzioni di vigilanza sui mercati, stabilendo che tali autorità possano irrogare delle sanzioni amministrative pecuniarie, fuori dei casi previsti



MN TAX & LEGAL

dall'articolo 2638 c.c., nei confronti di chiunque non ottemperi nei termini alle richieste da loro formulate, non cooperi o ritardi l'esercizio delle suddette funzioni.

Nel caso di incostituzionalità in esame, la CONSOB nell'esercizio delle sue funzioni di vigilanza, aveva avviato un procedimento volto all'accertamento di una condotta di **abuso di informazioni privilegiate** nei confronti di un socio componente del Consiglio di Amministrazione di una società quotata che, sapendo di un imminente offerta pubblica di acquisto (OPA) intrapresa dalla società stessa, aveva effettuato l'acquisto di una certa quantità di azioni della società inducendo terzi – sempre sulla base delle informazioni privilegiate in suo possesso – a fare altrettanto.

Il soggetto è stato così sanzionato non solo per la riconosciuta commissione dell'illecito amministrativo abusivo ma anche per la violazione dell'art. 187 *quinquiesdecies* TUF, in quanto - convocato dalla CONSOB - aveva ripetutamente fatto rinviare l'audizione e, una volta presentatosi, aveva rifiutato di rispondere alle domande dell'Autorità preposta. Come emerge dallo stesso tenore letterale della sentenza della Corte, si ritiene sussistente **l'incostituzionalità della norma del TUF** solo nei limiti in cui essa ***prevede il dovere di leale collaborazione con l'Autorità fino al punto di affermare l'obbligo di rispondere anche fornendo dichiarazioni contra se.***

In conclusione, il riconosciuto diritto di tacere non giustifica qualunque forma di mancata collaborazione con gli organi competenti – come, ad esempio, il rifiuto di comparire o altri comportamenti dilatori da ritenersi, pertanto, legittimamente sanzionabili.

PRONUNCIA DELLA CASSAZIONE IN MATERIA DI ESCLUSIONE DEL SOCIO E SOSPENSIONE DELLA RELATIVA DELIBERA

Partendo dall'assunto per cui una ordinanza cautelare ha, come tutte le misure sospensive, una natura ontologicamente conservativa con un mero congelamento del provvedimento oggetto di ricorso, differentemente dalla caratteristica di stabilità che è propria di una pronuncia di merito definitiva; la Corte di Cassazione si è recentemente espressa (**ordinanza numero 10986 del 26 aprile 2021**) in materia di sospensione dell'efficacia di una delibera assembleare adottata da una S.r.l. che disponeva l'esclusione di un socio dalla compagine aziendale (ai sensi **dell'articolo 2287 comma 2 c.c.**).



MN TAX & LEGAL

Sospensione cautelare della delibera decisa con ordinanza nel luglio 2009 dal Tribunale di Venezia, reintegrando di fatto il socio nelle sue originarie funzioni assembleari e consentendogli di partecipare attivamente e con pieni poteri alle vicende societarie – misura cautelare che, come ricorda la Cassazione, conserva una funzione ancillare rispetto la sentenza di merito (si veda, a riguardo **l'articolo 669-octies c.p.c.** e il **comma 6 dell'articolo 23 d.lgs. n. 5/2003** sulla “*Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia*”) unica a poter determinare la rimozione totale del provvedimento gravato, comportando *ex tunc* l'eliminazione degli effetti *medio tempore* prodottisi.

Il tema cardine della controversia è, per la Cassazione, *definire la natura del provvedimento cautelare di sospensione, se “conservativa” o “anticipatoria” degli effetti futuri della sentenza* che annulla la delibera assembleare (ai fini dell'articolo 669-octies c.p.c.): la Corte si è espressa, quindi, propendendo per una **interpretazione della funzione di tipo “conservativo”**, sottolineando come il ripristino seppur provvisorio del rapporto societario – e quindi la sospensione della delibera assembleare – consenta di non incorrere in modificazioni di fatto o di diritto a danno del socio non rimediabili *ex post* (a maggior ragione in considerazione del fatto si sia in presenza di una società di persone).

Partendo da tale presupposto (ribadito anche in una precedente sentenza della Cassazione, la n. 24939 del 2019), la Corte di ultima istanza ne consegue che **l'eventuale estinzione del giudizio di merito non comporta una produzione in via definitiva dell'effetto costitutivo**, unicamente dipendente dal giudicato che – nel caso di accoglimento delle ragioni del socio estromesso – opera *ex tunc* ricostituendo lo *status* di socio retroattivamente.

Non è ammissibile per la Cassazione, quindi, lasciare con inerzia estinguere i termini del contestuale giudizio di merito con l'obiettivo di conservare una perpetua sospensione della delibera assembleare, di fatto rendendo un provvedimento cautelare come definitivo: il dubbio sulla validità o meno della stessa diverrebbe endemico, comportando il sollevarsi di un irreparabile pregiudizio al principio fondante della certezza dei rapporti giuridici nel nostro ordinamento.

Lo Studio rimane a disposizione per qualunque ulteriore necessità.

Cordiali Saluti.

MN TAX & LEGAL