



**REPUBBLICA ITALIANA**  
**IN NOME DEL POPOLO ITALIANO**  
**LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE**  
**SEZIONE SECONDA CIVILE**

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati: **R.G.N. 31062/2019**

Milena FALASCHI - Presidente

**P.U. 12/09/2024**

Aldo CARRATO - Consigliere Rel.

Antonio SCARPA - Consigliere

Riccardo GUIDA - Consigliere

SANZIONI  
AMMINISTRATIVE  
CONSOB

Cristina AMATO - Consigliere

ha pronunciato la seguente

**SENTENZA**

sul ricorso (iscritto al N.R.G. 31062/2019) proposto da:

CONSOB, in persona del legale rappresentante *pro tempore*,  
rappresentata e difesa, in virtù di procura apposta in calce al  
ricorso, dagli Avv.ti [REDACTED]

elettivamente domiciliata presso i medesimi, in Roma, [REDACTED]

- *ricorrente* -

contro

[REDACTED] rappresentato e difeso, in virtù di procura  
speciale allegata alla memoria di costituzione di nuovo procuratore,  
dall'Avv. [REDACTED] e con indicazione di domicilio digitale  
all'indirizzo PEC: [REDACTED]

- *controricorrente* -

*avverso* la sentenza della Corte di appello di Firenze n.  
568/2019 (pubblicata l'11 marzo 2019);

*udita* la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del  
12 settembre 2024 dal Consigliere relatore Aldo Carrato;

*udito* il P.M., in persona del Sostituto P.G. Andrea Postiglione,  
il quale ha concluso per l'inammissibilità dei primi tre motivi del  
ricorso e l'accoglimento dei restanti;



udita l'Avv. [REDACTED] per la ricorrente.

## SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

1. [REDACTED] - già Vice Presidente Vicario del CDA della Banca [REDACTED] società cooperativa, successivamente posta in l.c.a. - proponeva opposizione avverso la delibera della CONSOB n. [REDACTED] del 12 luglio 2017, con la quale gli era stata irrogata, ai sensi dell'art. 190 del d. lgs. n. 58/1998, la sanzione amministrativa pecuniaria nella misura di euro 50.000,00 (scaturita dal cumulo di quella di euro 30.000,00 per la violazione dell'art. 94, commi 2 e 7, T.U.F., con l'aumento di euro 20.000,00 per la violazione del combinato disposto dell'art. 97, comma 1, e dell'art. 111, comma 1, lett. a), dello stesso T.U.F.).

Decidendo sulla formulata opposizione nella costituzione della CONSOB, la Corte di appello di Firenze, con sentenza n. 568/2019 (pubblicata l'11 marzo 2019), l'accoglieva, annullando la delibera impugnata e condannando l'opposta al pagamento delle spese giudiziali.

A sostegno dell'adottata decisione la Corte territoriale rilevava che il provvedimento opposto dovesse qualificarsi illegittimo in quanto emesso all'esito di un procedimento di contestazione iniziato tardivamente, ovvero nel mancato rispetto dei termini previsti dal d. lgs. n. 58/1998 (con particolare riferimento al suo art. 195, comma 1), tenuto conto anche dei normali tempi accordati per la valutazione degli elementi *ab origine* acquisiti e, quindi, in concreto, della effettiva possibilità di instaurare il suddetto procedimento quantomeno dal marzo 2014, quando la [REDACTED] aveva inviato un'apposita relazione a seguito di ispezione da parte della CONSOB, la quale, ove non l'avesse ritenuta coerente con i rilievi della Banca d'Italia, avrebbe dovuto attivarsi tempestivamente in osservanza del richiamato termine e non invece intraprendere il menzionato procedimento solo nell'ottobre 2016.

2. Contro la suddetta sentenza della Corte di appello toscana la CONSOB ha proposto ricorso per cassazione, affidato a sei motivi.



Ha resistito con controricorso l'intimato [REDACTED]

Il PG e i difensori di entrambe le parti hanno depositato memorie ai sensi dell'art. 378 c.p.c.

### MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Con il primo motivo la ricorrente denuncia – ai sensi dell'art. 360, comma 1, n. 4), c.p.c. – la nullità della sentenza impugnata per violazione dell'art. 132, comma 2, n. 4, c.p.c. e dell'art. 118, comma 1, disp. att. c.p.c., sostenendo l'apparenza e, comunque, l'erroneità della motivazione adottata con la sentenza impugnata nell'esame del materia di causa, con particolare riferimento al periodo di svolgimento dell'ispezione del 2013 della Banca d'Italia presso la [REDACTED] in relazione ad un'asserita, inesistente, "relazione" trasmessa da [REDACTED] ad essa Consob "nel marzo 2014", nonché in relazione ad un'asserita, inesistente, verifica ispettiva della stessa Consob presso la [REDACTED] che sarebbe "iniziata solo nel 2016".

2. Con il secondo motivo la ricorrente deduce – avuto riguardo all'art. 360, comma 1, n. 4, c.p.c. – la nullità della sentenza e/o del procedimento per violazione dell'art. 132, comma 2, n. 4, c.p.c., e dell'art. 115 c.p.c., con riferimento all'errore di percezione commesso dalla Corte di merito in relazione all'oggetto della contestazione e delle sanzioni irrogate da essa Consob.

3. Con il terzo motivo la ricorrente lamenta - in relazione all'art. 360, comma 1, n. 5, c.p.c. – l'omesso esame circa un fatto decisivo per il giudizio che è stato fatto oggetto di discussione, non avendo la Corte di appello valutato le circostanze di fatto – per l'appunto decisive – riguardanti la data di effettiva acquisizione, da parte di essa Consob, della nota di Banca d'Italia del 24.07.2012, dal cui esame erano emerse le carenze informative del prospetto per l'offerta di azioni pubblicato dalla [REDACTED] nel giugno 2013, oggetto di sanzione con la delibera impugnata.

4. Con il quarto motivo la ricorrente denuncia – ai sensi dell'art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c. – la nullità della sentenza impugnata per violazione e/o falsa applicazione dell'art. 195, comma 1, d. lgs. n. 58/1998, dell'art. 14, commi 2 e 6, della legge n. 689/1981, degli





artt. 94, commi 2 e 7, e 191, comma 2, del d. lgs. n. 58/1998, avendo la Corte toscana – disattendendo la giurisprudenza di legittimità sulla ragionevolezza del tempo necessario per l'accertamento ex art. 195, comma 1, d. lgs. n. 58/1998 – statuito che “si doveva sin dal momento della ricezione delle note di Banca d'Italia a seguito dell'ispezione del 2013 o al più tardi del febbraio/marzo 2014 un'indagine sulla trasparenza e veridicità dell'offerta al pubblico delle azioni di aumento del capitale emesse dall'istituto”, così ritenendo tardiva “la verifica ispettiva” “iniziata solo nel 2016”.

5. Con il quinto motivo la ricorrente deduce – con riferimento all'art. 360, comma 1, nn. 3 e 4, c.p.c. – la nullità della sentenza e/o del procedimento per violazione dell'art. 115 c.p.c. e dell'art. 132, comma 2, n. 4, c.p.c., nonché per violazione e/o falsa applicazione dell'art. 195, comma 1, d. lgs. n. 58/1998, 14, commi 2 e 6, della legge n. 689/1981, degli artt. 94, commi 2 e 7, e 191, comma 2, del d. lgs. n. 58/1998.

Al riguardo la CONSOB sostiene che l'affermazione per cui [REDACTED] aveva inviato alla Consob nel marzo 2014 una relazione che, laddove ritenuta non coerente con i rilievi della Banca d'Italia avrebbe dovuto, quantomeno da quella data, imporre l'instaurazione della procedura sanzionatoria poi avviata nell'ottobre 2016”, oltre a dimostrare la superficialità della valutazione del materiale probatorio di causa e l'assoluta inconsistenza del percorso logico-giuridico seguito, si pone in irrimediabile contrasto con la precedente statuizione relativa alla tardività dell'avvio della verifica ispettiva, comportando la nullità della sentenza.

Aggiunge la CONSOB che la stessa affermazione implica anche una falsa applicazione del citato art. 195, comma 1, d. lgs. n. 58/1998, in quanto – posto che il termine di 180 gg. per notificare la contestazione poteva decorrere solo dopo che l'autorità aveva acquisito tutti gli elementi su cui si fondava la contestazione – essa non aveva tenuto conto del fatto che l'illecito sanzionato non aveva per oggetto la “grave situazione” della [REDACTED] di dicembre 2013, bensì la colposa omissione, nella documentazione di offerta pubblicata da



da novembre 2012 a dicembre 2013 per l'offerta di obbligazioni, di informazioni contenute in documenti di Banca d'Italia (in particolare la nota del 24.07.2012) acquisiti da Consob solo a maggio 2016.

**6.** Con il sesto ed ultimo motivo la ricorrente lamenta – ai sensi dell'art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c. – la violazione e/o falsa applicazione dell'art. 195, comma 1, del d. lgs. n. 58/1998, dell'art. 14, commi 2 e 6, della legge n. 689/1981, in relazione agli artt. 94, commi 2 e 7, e 191, comma 2, e alla parte IV del citato d. lgs. n. 58/1998, per aver la pronuncia impugnata frainteso i compiti assegnati ad essa Consob dalla disciplina sugli emittenti e in materia di appello al pubblico risparmio prevista agli artt. 91 e ss. del TUF e, pertanto, non aver adeguatamente valutato la rilevanza, ai fini dell'accertamento dell'illecito di cui all'indicato art. 195, comma 1, d. lgs. n. 58/1998, delle diverse attività acquisitive della stessa ricorrente.

**7.** Rileva il collegio che il primo motivo è infondato e deve, perciò, essere respinto.

Invero, con esso si contesta l'assenza o l'apparente motivazione della sentenza impugnata, vizio, tuttavia, insussistente, avendo la Corte toscana svolto un sufficiente percorso argomentativo, sulla base del quale ha spiegato le ragioni per cui – sulla scorta della sequenza dell'attività procedimentale ed ispettiva e dell'acquisizione della relazione della Banca d'Italia nel marzo 2014 – la CONSOB si era venuta a trovare nella condizione di pervenire ad un accertamento definitivo, al quale avrebbe dovuto far seguito l'instaurazione della procedura sanzionatoria nel termine di cui all'art. 195 T.U.F., invece intervenuta solo nell'ottobre 2016 e, quindi, da considerarsi tardiva (dove l'illegittimità della conseguente delibera sanzionatoria emessa, oggetto di opposizione).

E' evidente, quindi, che la sentenza ha rispettato i requisiti previsti dall'art. 132, comma 2, n. 4), c.p.c., rimanendo ovviamente impregiudicati gli aspetti relativi alla valutazione sull'esattezza in punto di diritto degli accertamenti e delle conseguenti statuizioni





adottate con la sentenza impugnata (oltre che con riferimento alla possibile omissione di fatti decisivi), i quali costituiscono oggetto delle altre censure (e, specificamente, di quelle enucleate nel terzo, quarto, quinto e sesto motivo).

**8.** E' propriamente inammissibile il secondo motivo perché, per un verso, esso si risolve in una generica denuncia della violazione dell'art. 115 c.p.c. (censurandosi l'apprezzamento, prospettato come erroneo, delle risultanze probatorie e non che il giudice di merito abbia posto a base della decisione prove non dedotte dalle parti, ovvero disposte d'ufficio al di fuori dei limiti legali: cfr. Cass. n. 27000/2016, Cass. n. 1229/2019 e Cass. n. 6774/2022) e, per altro verso, si deduce un asserito vizio percettivo, perciò revocatorio, al di fuori dei casi previsti specificamente dall'art. 395, n. 4, c.p., siccome la doglianza si rivolge, in effetti, contro la sentenza impugnata per far valere la violazione dell'art. 195, comma 1, d. lgs. n. 58/1998 con riferimento ai fatti accertati dalla Corte di merito ai fini della sua applicazione, prospettata come illegittimamente avvenuta.

**9.** Sono, invece, fondati i restanti motivi, da esaminare unitariamente in quanto denunciati – sotto vari profili – le riportate violazioni di legge e omissioni di fatti decisivi attinenti globalmente alla questione sulla tempestività dell'attività di accertamento compiuta dalla Consob a carico dell' [REDACTED] e del correlato atto di contestazione a seguito del procedimento istruttorio eseguito dalla stessa Commissione, tempestività ritenuta insussistente con la sentenza oggetto del presente ricorso, con il conseguente annullamento della delibera sanzionatoria adottata.

**9.1.** L'art. 195, comma 1, T.U.F. (d. lgs. n. 58/1998) vigente *ratione temporis* (a seguito della modifica introdotta dall'art. 16, comma 6, lett. a), del d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 e, poi, successivamente sostituito dall'art. 5, comma 15, lett. a), del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72) recita: «*Le sanzioni amministrative previste nel presente titolo sono applicate dalla Banca d'Italia o dalla Consob, secondo le rispettive competenze, con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati, da effettuarsi entro centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro*



*trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero. I soggetti interessati possono, entro trenta giorni dalla contestazione, presentare deduzioni e chiedere un'audizione personale in sede di istruttoria, cui possono partecipare anche con l'assistenza di un avvocato».*

9.1.1. Premesso che questa Corte ha espressamente esteso ai procedimenti sanzionatori finanziari volti all'imrogazione delle sanzioni amministrative i principi sanciti dalla legge 24 novembre 1981, n. 689, soprattutto per quanto concerne la scadenza prevista per la conclusione di tale procedimento (cfr. Cass., Sez. Un., n. 5395/2007 e, tra le tante successive, Cass n. 9254/2018, Cass. n. 21171/2019 e Cass. n. 9022/2023), il Collegio intende dare continuità agli indirizzi interpretativi formati anche sull'art. 14, commi 1, 2 e 6, legge n. 689 del 1981, altresì alla luce dell'ulteriore disciplina sopra richiamata, per cui:

a) nel caso di contestazione non immediata, il momento dell'accertamento (che di per sé presuppone un'istruttoria), in relazione al quale va collocato il termine dei 180 giorni previsti per la contestazione dell'addebito, non coincide con il momento di acquisizione del fatto nella sua materialità da parte dell'autorità che ha ricevuto il rapporto, ma va individuato nella data in cui detta autorità ha completato l'attività intesa a verificare la sussistenza degli elementi oggettivi e soggettivi dell'infrazione (Cass. n. 21171/2019, cit.; Cass. n. 17673/2022);

b) la pura «constatazione» dei fatti nella loro materialità non coincide necessariamente con l'«accertamento»: nell'attività di regolazione e supervisione delle attività private vi sono ambiti, come appunto quello dell'intermediazione finanziaria, che richiedono valutazioni complesse, non effettuabili nell'immediatezza della percezione dei fatti suscettibili di trattamento sanzionatorio, dovendosi tener conto, oltre che della complessità della materia, delle particolarità del caso concreto, anche con riferimento al contenuto e alle date delle operazioni (Cass. n. 21171/2019, cit.; Cass. n. 9254/2018, cit.);





c) il momento dell'accertamento degli illeciti amministrativi in materia di intermediazione finanziaria non deve essere fatto coincidere, necessariamente e automaticamente, né con il giorno in cui l'attività accertativa (normalmente ispettiva, ma anche commissariale) è terminata, né con quello in cui sono state depositate relazioni o rapporti finali degli incaricati degli accertamenti, e neppure con la data in cui l'autorità di supervisione ha investito o riunito il suo organo volitivo per prendere in esame la situazione: non con il primo, perché la pura «constatazione» dei fatti non comporta di per sé il loro «accertamento», ove occorre una successiva attività istruttoria e valutativa; non necessariamente con il secondo o con il terzo, ove i relativi tempi si siano indebitamente protratti, perché sia la redazione delle relazioni o rapporti sia il loro esame da parte dell'autorità di supervisione debbono essere compiuti nel tempo strettamente indispensabile, senza ingiustificati ritardi derivanti da disfunzioni burocratiche o artificiose protrazioni nello svolgimento dei compiti assegnati ai diversi organi (cfr., per tutte, Cass. Sez. U, n. 5395/2007, cit.);

d) ne discende che anche per le violazioni delle norme in materia di intermediazione finanziaria, come per quelle in altri campi, occorre individuare, secondo le particolarità dei singoli casi, il momento - successivo alla conclusione delle verifiche di natura ispettiva o commissariale - in cui ragionevolmente la costatazione avrebbe potuto essere tradotta in accertamento: momento dal quale deve farsi decorrere il termine per la contestazione;

e) la valutazione dell'opportunità dell'esercizio dei poteri di indagine resta rimessa all'autorità competente: il giudice non può sostituirsi all'organo addetto al controllo nel valutare l'opportunità dell'esercizio dei poteri di indagine per riscontrare la sussistenza dell'illecito (Cass. n. 16642/2005 e Cass. n. 8326/2018);

f) ciò, tuttavia, non esclude che a tali valutazioni si debba procedere in un tempo ragionevole e che in sede di opposizione il giudice, ove l'interessato abbia fatto valere il ritardo come ragione di illegittimità del provvedimento sanzionatorio, sia abilitato a individuare il momento iniziale del termine per la contestazione non





nel giorno in cui la valutazione è stata compiuta, ma in quello in cui avrebbe potuto - e quindi dovuto - esserlo;

g) la ricostruzione e la valutazione delle circostanze di fatto inerenti ai tempi occorrenti per la contestazione e alla congruità del tempo utilizzato in relazione alla difficoltà del caso sono rimesse al giudice del merito, il quale deve limitarsi a rilevare se vi sia stata un'ingiustificata e protratta inerzia durante o dopo la raccolta dei dati di indagine, tenendo altresì conto: 1) della sussistenza di esigenze di economia che inducano a raccogliere ulteriori elementi a dimostrazione di altre violazioni rispetto a quelle accertate; 2) dell'interesse dell'Amministrazione a pervenire all'accertamento complessivo di tutti gli aspetti di vicende che possono essere anche molto complesse e svilupparsi in periodi temporali non brevi (e delle responsabilità di tutti coloro che in tali vicende possano essere a diverso titolo coinvolti) mediante un'attività istruttoria unitaria, tesa a cogliere la portata complessiva della violazione, pur quando essa si articoli in condotte diverse, riferibili a soggetti diversi, e non contigue nel tempo e nello spazio; interesse che va salvaguardato dal rischio che l'efficacia delle indagini dell'Autorità di vigilanza venga posta a repentaglio da una *discovery* prematura, che consegua alla parcellizzazione dei risultati dell'indagine in una pluralità di contestazioni relative alle singole posizioni, atomisticamente considerate, dei soggetti coinvolti; 3) che la valutazione della superfluità degli atti di indagine deve essere svolta con giudizio *ex ante*, ossia prendendo in considerazione l'utilità potenziale delle ulteriori iniziative istruttorie e non già i concreti esiti che tali iniziative abbiano effettivamente prodotto, restando irrilevante la loro inutilità *ex post* (Cass. n. 17673/2022, cit.; Cass. n. 21171/2019, cit.).

**9.2.** Tanto premesso, occorre tener conto che nella materia della regolazione di attività economiche, quali quella dell'intermediazione finanziaria, sussistono diversificate modalità di cognizione da parte delle autorità di supervisione di fatti suscettibili di valutazione sanzionatoria: in ordine alle specifiche connotazioni delle verifiche che conducono agli accertamenti di violazioni in materia di



intermediazione finanziaria, si pone l'esigenza di chiarire i passaggi procedurali che possano influire sulla tempistica degli accertamenti stessi.

9.2.1. Un primo profilo riguarda il rapporto tra l'esercizio di poteri di vigilanza di più autorità, e segnatamente di Banca d'Italia e Consob, (secondo il riparto di cui all'art. 5, commi 2-4, T.U.F.).

In proposito, anche in coerenza con disposizioni sovranazionali (v. art. 101 direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 e 49 direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004), gli artt. 4 e 5, commi 5, 5-bis e *ter* T.U.F. pongono i principi della collaborazione tra le autorità (che procedono allo «scambio di informazioni» e «non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio» - art. 4, comma 1, T.U.F.) e del coordinamento ai fini dell'esercizio della vigilanza.

Con specifico riguardo alla vigilanza, l'art. 5, comma 5, T.U.F. dispone che *«la Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciprocamente comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità riscontrate nell'esercizio dell'attività di vigilanza»* e, a tal fine, l'art. 5, comma 5-bis, prescrive la stipula di un protocollo d'intesa (stipulato in data 31.10.2007: 'Protocollo'), reso pubblico (comma 5-*ter*), avente ad oggetto altresì *«lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza»*.

Quanto alla vigilanza ispettiva in particolare, l'art. 10 T.U.F. dà attuazione a tali principi disponendo che le autorità si diano reciproca comunicazione delle ispezioni disposte, potendo l'autorità non ispezionante *«chiedere accertamenti su profili di propria competenza»* (comma 2).

In relazione a tali disposizioni, si deve affermare che, tranne che nei casi in cui le autorità dispongano ispezioni in collaborazione formando un unico gruppo ispettivo (art. 7.4 del Protocollo), il principio di contenimento degli oneri (art. 5, comma 5, T.U.F.) impone che non si sovrappongano verifiche mediante accesso diretto dell'una e dell'altra autorità, dovendo l'autorità non ispezionante





avvalersi dell'altra avanzando richieste in tempo utile (artt. 10, comma 2, T.U.F. e 7.2 del Protocollo).

In ordine alla trasmissione delle risultanze delle verifiche ispettive, i «profili significativi» vengono comunicati, nella logica dello scambio di informazioni, da un'autorità all'altra «tempestivamente» (art. 7.3.), mentre i dati che coinvolgono valutazioni, com'è ovvio in relazione all'esigenza di un inserimento di essi in una considerazione complessiva, vengono trasmessi, quali «esiti delle verifiche svolte» (art. 7.2. del protocollo) e più precisamente di «irregolarità rilevate» e «provvedimenti assunti» (art. 5, commi 5 e 5-bis, lett. b), T.U.F.), «quanto prima» ma, ovviamente, pur sempre dopo il formale rilievo delle irregolarità o l'assunzione di provvedimenti (tra questi, la proposta di amministrazione straordinaria di cui all'art. 56 T.U.F.).

Su tali basi normative, si deve concludere che dovrà presumersi, salvo prova del contrario, che - quanto alle irregolarità riscontrate nell'ambito di ispezioni svolte da altra autorità - l'autorità non ispezionante sia in grado di apprezzare le stesse, ai fini sanzionatori, solo dal momento in cui sia stata trasmessa notizia dall'autorità ispezionante del rilievo di irregolarità, ciò che di regola si ha una volta che siano trasmessi i rilievi ispettivi o i provvedimenti sanzionatori dell'autorità ispezionante che valgano anche ad altri fini.

9.2.2. Un secondo profilo specifico in ordine alle verifiche di violazione nel settore dell'intermediazione finanziaria concerne l'ipotesi in cui all'esercizio del potere di vigilanza ispettiva segua quello della vigilanza mediante gestione coattiva dell'intermediario in crisi.

In tali casi, incaricati dell'autorità di supervisione, di regola in seguito a verifica ispettiva (o anche più raramente in base a risultanze di vigilanza informativa) da cui emergano «gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero gravi violazione delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie» (art. 56 comma 1 lett. a) b) T.U.F.) o anche «previste gravi perdite del patrimonio» (lett. b), assumono la gestione della società in funzione sostitutiva degli organi di amministrazione e controllo interno. In tali ipotesi,



sotto la direzione della Banca d'Italia sentita la Consob e con applicazione, in quanto compatibili, delle norme sull'amministrazione straordinaria delle banche (art. 56, comma 3, T.U.F.), la procedura, in continuità con le verifiche ispettive, ha come obiettivo l'«accertamento della situazione aziendale» *ab intra* per il mezzo della stessa gestione (unica modalità di accertamento in presenza di inattendibilità delle valutazioni patrimoniali o addirittura di più ampi comparti della contabilità dell'impresa), ciò che è particolarmente importante sia per valutare appieno le irregolarità più serie (che la procedura mira anche a «rimuovere», dopo averle riscontrate), sia per quantificare adeguatamente le perdite previste (art. 72, comma 1-*bis* d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385, T.U.B.).

In base a tale quadro normativo, si deve dunque affermare – a complemento di quanto innanzi – che, qualora, anche di séguito a verifiche ispettive di un'autorità, sia instaurata la procedura di amministrazione straordinaria a carico di una società di intermediazione, si debba presumere, salvo prova del contrario, stante la funzione della procedura di «accertare la situazione aziendale» e le «irregolarità» riscontrate, che – quanto alle irregolarità riscontrate nell'ambito dell'amministrazione straordinaria stessa, sotto la direzione della Banca d'Italia – la Consob sia in grado di apprezzare le stesse, ai fini sanzionatori, solo dal momento in cui sia stata trasmessa notizia dalla Banca d'Italia del rilievo di irregolarità, ciò che di regola si ha con l'inoltro di uno dei rapporti trasmessi a «intervalli periodici» e «al termine delle loro funzioni» dai commissari straordinari e dal comitato di sorveglianza (art. 75 T.U.B.), ovvero dei provvedimenti sanzionatori assunti ad altri fini dalla stessa Banca d'Italia, che rilevino anche per l'analoga attività della Consob.

9.2.3. Diversa è l'attività di ispezione della Consob: nella materia della regolazione di attività economiche, quali quella dell'intermediazione finanziaria, sussistono diversificate modalità di cognizione da parte delle autorità di supervisione di fatti suscettibili di valutazione sanzionatoria: tra queste, la ricorrente – per quel che rileva nel caso di specie – ha enucleato l'acquisizione di flussi





informativi di natura periodica frequente e tendenzialmente documentale (vigilanza "informativa", artt. 94, 99 T.U.F.) e basata su flussi notiziali anche automatizzati, che riguarda l'attività di [redacted]/emittente; la vigilanza sulle attività di [redacted] intermediaria riguardante la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, che ha per obiettivi: la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; la tutela degli investitori; la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; la competitività del sistema finanziario (art. 5, comma 1, T.U.F.).

Rispetto a questa attività è stata – nel caso in questione – irrogata nei confronti dell' [redacted] la sanzione contenuta nella delibera n. [redacted] del 12.07.2017, al termine di una complessa attività istruttoria finalizzata ad acquisire informazioni riguardo circa: 1) il numero di clienti che detenevano obbligazioni subordinate emesse da Banca [redacted] Sc nei portafogli amministrati e/o gestiti, distinti sia sulla base della natura del cliente (professionale, *retail*), sia in ragione del profilo assegnatogli per le valutazioni di adeguatezza/appropriatezza, con indicazione del controvalore, nominale e di mercato, delle posizioni in essere; 2) il tasso di concentrazione medio in strumenti finanziari emessi da Banca [redacted] Sc, con separata evidenza di quello su obbligazioni subordinate, dei patrimoni dei predetti clienti di tipo *retail*, distinti per profilo assegnato dalla banca; 3) il numero dei predetti clienti *retail* in relazione ai quali dal 2007 erano intervenute riprofilature «in aumento» (con separata indicazione di quelle derivanti dalla scadenza periodica del questionario), antecedenti alle operazioni di acquisto o sottoscrizione di titoli subordinati con specificazione del numero dei clienti per i quali la riprofilatura sia intervenuta nei 5 giorni antecedenti all'esecuzione di operazioni della specie; 4) l'evoluzione, dall'anno 2007, della mappatura, ai fini delle valutazioni di adeguatezza/appropriatezza, delle obbligazioni subordinate emesse da Banca [redacted]

**9.3.** La sentenza impugnata – come già rimarcato - ha ritenuto che, sulla scorta della sequenza dell'attività procedimentale ed ispettiva e



dell'acquisizione della relazione della Banca d'Italia nel marzo 2014, la CONSOB si era venuta a trovare nella condizione di pervenire ad un accertamento definitivo, al quale avrebbe dovuto far seguito l'instaurazione della procedura sanzionatoria nel termine di cui all'art. 195 T.U.F., invece intervenuta solo nell'ottobre 2016 e, quindi, da considerarsi tardiva (donde l'illegittimità della conseguente delibera sanzionatoria emessa).

Senonché, la Corte di merito ha obliterato l'esame della circostanza decisiva già dedotta nel giudizio di opposizione relativa al fatto che la CONSOB aveva acquisito copia dei "rilievi ispettivi" riferiti alle verifiche condotte dalla Banca d'Italia nel periodo marzo-settembre 2013 e delle note di Banca d'Italia sulla "situazione aziendale" della █████ del 24 luglio 2012 e del 3 dicembre 2013 solo in data 12 maggio 2016, ovvero quando detti documenti (non senza tener conto anche dell'altra circostanza che la Consob aveva proceduto ad una propria attività ispettiva ulteriore nel dicembre 2015) erano stati effettivamente trasmessi dalla stessa Banca d'Italia alla CONSOB (per come attestato da una nota della prima prodotta ed acquisita agli atti di causa, così consolidandosi, in via definitiva, anche i risultati della suddetta sopravvenuta attività di controllo della medesima Consob) nell'ambito delle indagini avviate per verificare la correttezza dei comportamenti nella distribuzione degli strumenti finanziari emessi dalla Banca █████

Pertanto, solo all'esito dell'acquisizione completa ed effettiva di tali documenti, si sarebbe potuta ritenere definita nella sua integralità l'attività di indagine e di controllo da parte della CONSOB, alla quale avrebbe dovuto - come poi era avvenuto - far seguito la notificazione della contestazione nei confronti del controricorrente nel termine perentorio stabilito dal citato art. 195, comma 1, T.U.F.

A tal proposito va posto in risalto che le argomentazioni della Corte di merito, per cui la Consob si trovava già nelle condizioni di aver contezza delle irregolarità conseguenti alle attività ispettive, anche in virtù dell'acquisizione - nel marzo 2014 - di una relazione da parte della █████ sono contrarie ai principi affermati da questa Corte di legittimità in base ai quali non è consentito in sede di sindacato





giurisdizionale entrare nel merito dell'opportunità degli atti di indagine medesimi.

La Corte toscana ha, pertanto, interpretato l'art. 195, comma 1, T.U.F. svolgendo una valutazione *ex post* della congruità delle emergenze istruttorie giunte nella sfera conoscitiva dell'odierna ricorrente pervenendo alla conclusione (si ribadisce con prognosi *ex post*) che la stessa fosse già in condizione di emettere il provvedimento sanzionatorio in data significativamente antecedente a quanto avvenuto.

Così facendo, tuttavia, essa ha esorbitato rispetto a valutazioni ampiamente discrezionali di esclusiva pertinenza della Consob, e si è di fatto sostituita all'ente accertatore nella attività, di sufficienza degli elementi conoscitivi utili all'emissione della sanzione, che, nella specie, l'organo di vigilanza aveva ritenuto acquisiti solo all'esito della loro conoscenza effettiva e completa a seguito della trasmissione, ad opera della Banca d'Italia, dei documenti in precedenza richiamati (v., di recente, Cass. n. 34695/2023, nonché già Cass. n. 8362/2018 e Cass. n. 16642/2005).

La Corte d'appello di Firenze ha, pertanto, interpretato l'art. 195, comma 1, T.U.F., svolgendo una valutazione *ex post* della congruità delle emergenze istruttorie giunte nella sfera conoscitiva dell'odierna ricorrente pervenendo alla conclusione (si ribadisce con prognosi *ex post*) che la stessa fosse già in condizione di emettere il provvedimento sanzionatorio in data significativamente antecedente a quanto avvenuto; così facendo, tuttavia, la Corte d'appello di Firenze, ha esorbitato rispetto a valutazioni ampiamente discrezionali di esclusiva pertinenza della Consob, e si è in concreto surrogata all'ente accertatore nella valutazione di adeguatezza e completezza degli elementi conoscitivi utili all'emissione della sanzione.

In altri termini, all'organo giurisdizionale è, sì, demandato un controllo sulla tempestività dell'adozione del provvedimento sanzionatorio, ma tale controllo deve svolgersi sulla "superfluità *ex ante*" dell'indagine amministrativa e non sulla "congruità *ex post*" della stessa, e quindi nell'apprezzamento della sussistenza di



indagini dilatorie sotto il profilo istruttorio e non nel sindacato del necessario approfondimento istruttorio da parte dell'organo emittente.

La pura "constatazione" dei fatti non comporta di per sé il loro "accertamento" per gli effetti di cui all'art. 195 T.U.F. ove occorra una successiva attività istruttorio e valutativa ai fini dell'efficiente espletamento dell'attività amministrativa.

Devono, perciò, in questa sede essere ribaditi i seguenti principi di diritto ai quali dovrà conformarsi il giudice di merito (e che provvederà anche a prendere in considerazione i fatti dedotti e da considerarsi come decisivi nei sensi in precedenza evidenziati):

*- in tema di sanzioni amministrative previste per la violazione delle norme che disciplinano l'attività di intermediazione finanziaria, il momento dell'accertamento, dal quale decorre il termine di decadenza per la contestazione degli illeciti da parte della Consob, va individuato in quello in cui la constatazione si è tradotta, o si sarebbe potuta tradurre, in accertamento, dovendosi a tal fine tener conto, oltre che della complessità della materia, delle particolarità del caso concreto anche con riferimento al contenuto e alle date delle operazioni;*

*- in materia di sanzioni amministrative irrogate dalla Consob per violazioni del T.U.F., il giudice deve limitarsi a rilevare se vi sia stata un'ingiustificata e protratta inerzia durante o dopo la raccolta dei dati di indagine, tenuto anche conto che ragioni di economia possono indurre a raccogliere ulteriori elementi atti a dimostrare la sussistenza, accanto a violazioni già risultanti dagli atti raccolti, di altre violazioni amministrative, al fine di emettere un unico provvedimento sanzionatorio;*

*- la valutazione - in relazione alle suddette violazioni - della superfluità degli atti di indagine va effettuata con un giudizio ex ante (e in tal senso il giudice deve rilevare l'evidente superfluità, per essere manifestamente già accertati tempi, entità e altre modalità delle violazioni, senza omettere di considerare anche la possibile connessione con altre violazioni ancora da accertare), essendo*





*irrilevante che indagini potenzialmente fruttuose in via prognostica si rivelino, ex post, inutili.*

Quindi, in applicazione di questi principi, non appare sindacabile ai fini del rispetto del termine di cui all'art. 195, comma 1, T.U.F. la scelta della CONSOB di procedere ad un approfondimento istruttorio più vasto ed articolato al fine di esaminare un quadro oggettivamente complesso e foriero di squilibrio per l'intero sistema economico-finanziario, e ciò se non nei tracciati limiti della "superfluità ex ante".

Il giudizio di opposizione a sanzione amministrativa – difatti - verte sul rapporto sanzionatorio e si traduce in un controllo sul corretto esercizio del potere punitivo dell'amministrazione, teso a prevenire comportamenti inutili o dilatori da parte del soggetto preposto, ma che non può mai esorbitare in un controllo "sostitutivo" della necessità di disporre un supplemento istruttorio, anche alla luce del necessario esame di tutti gli eventuali rilievi difensivi formulati dal trasgressore e della finalità istituzionale di ricercare nuovi e diversi abusi (oltre che del fine corrispondente al corretto ed efficiente esercizio del potere amministrativo ex art. 97 Cost. di concentrare nel provvedimento sanzionatorio, come nel caso in esame, tutte le fattispecie desumibili dalla medesima indagine).

**10.** In definitiva, alla stregua delle complessive argomentazioni svolte, previo rigetto del primo e previa dichiarazione di inammissibilità del secondo, vanno accolti i restanti motivi, con conseguente correlata cassazione della sentenza impugnata ed il derivante rinvio della causa alla Corte di appello di Firenze, in diversa composizione, che, oltre ad uniformarsi ai principi di diritto enunciati, provvederà a regolare anche le spese del presente giudizio di legittimità.

### **P.Q.M.**

La Corte accoglie il terzo, quarto, quinto e sesto motivo del ricorso; rigetta il primo e dichiara inammissibile il secondo;



cassa la sentenza impugnata in relazione ai motivi accolti e rinviata,  
anche per le spese del presente giudizio, alla Corte di appello di  
Firenze, in diversa composizione.

Così deciso nella camera di consiglio della Seconda Sezione civile  
della Corte di cassazione, in data 12 settembre 2024.

Il Consigliere estensore

Aldo Carrato

La Presidente

Milena Falaschi

