



45829-18

REPUBBLICA ITALIANA
In nome del Popolo Italiano
LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
QUINTA SEZIONE PENALE

Composta da:

GRAZIA MICCOLI	- Presidente -	Sent. n. sez. 2075/2018
FRANCESCA MORELLI		UP - 16/07/2018
EDUARDO DE GREGORIO	- Relatore -	R.G.N. 39220/2017
ENRICO VITTORIO STANISLAO SCARLINI		
ANDREA FIDANZIA		

ha pronunciato la seguente

SENTENZA

sui ricorsi proposti da:

(omissis)

avverso la sentenza del 17/03/2017 della CORTE APPELLO di MILANO

visti gli atti, il provvedimento impugnato e il ricorso;

udita la relazione svolta dal Consigliere EDUARDO DE GREGORIO;

udito il Pubblico Ministero, in persona del Sostituto Procuratore MIGNOLO Olga

che ha concluso chiedendo il rigetto.

Il difensore della parte civile, Avvocato (omissis) , si riporta alla memoria
in atti e deposita conclusioni;

i difensori degli imputati, avv.ti (omissis) , (omissis) e (omissis) ,
hanno concluso chiedendo l'accoglimento dei ricorsi.

RITENUTO IN FATTO

1. Con la sentenza impugnata la Corte d'Appello di Milano ha confermato la pronuncia di primo grado, con la quale (omissis) , (omissis) e (omissis) **erano stati ritenuti responsabili** del delitto di cui agli artt. 110 cod. pen. e 185 Dlgs 58/1998, per avere, in concorso tra loro e tramite una pluralità di proposte di negoziazione (165 sedute e 330 aste), operato su azioni di (omissis) spa (società operante nel settore fotovoltaico), in un periodo immediatamente successivo alla quotazione della società sul mercato (omissis) (a seguito della comunicazione di un collocamento riservato agli investitori istituzionali – c.d. I.P.O – luglio 2008) ed in vista di un successivo aumento di capitale (proposto in data 29 settembre 2008), in modo idoneo a sostenere il prezzo delle azioni ma anche ad alterare sensibilmente la quotazione del titolo (data di commissione del reato tra il (omissis)).

La Corte territoriale ha ritenuto provata la responsabilità concorsuale degli imputati, essendo (omissis) amministratore delegato di (omissis) s.p.a. (società controllante di (omissis)), (omissis) suo fratello (socio di (omissis) e senza ruoli manageriali nella società) e (omissis) (dipendente della società e persona legata da rapporto affettivo al presidente di entrambe le società), a causa della dimostrata quantità di azioni acquistate, in relazione a quelle complessivamente scambiate, alla continuità degli ordini e all'aggressività delle proposte di negoziazione.

2. Avverso la sentenza hanno proposto ricorso gli imputati tramite i difensori, che hanno sollevato due questioni di natura processuale comuni a tutti e che saranno esaminate, per questo, in modo unitario.

2.1. Col primo motivo di ricorso è stata dedotta la violazione delle norme processuali di cui agli artt. 8 e 21 cod. proc. pen. e riproposta la questione dell'incompetenza territoriale del Tribunale di Milano in favore del Tribunale di Terni. La Corte d'Appello, come già il Tribunale, aveva, infatti, respinto l'eccezione di incompetenza territoriale, fondandosi sulla natura di reato di pericolo concreto del delitto. Hanno premesso i ricorrenti che i Giudici del merito avevano considerato che il reato si consumerebbe nel luogo in cui *"l'ordine di acquisto artificioso immesso nel sistema telematico è suscettibile di abbinarsi automaticamente con ordini di segno contrario, così da dar luogo alla conclusione di contratti idonei ad alterare i prezzi dei titoli quotati, secondo i meccanismi di funzionamento del Mercato Telematico Automatico, organizzato e gestito da Borsa Italiana, con sede in Milano"*.

2.2. Con le rispettive impugnazioni i due imputati (omissis) hanno sostenuto che il delitto si consumerebbe nel luogo in cui si è realizzata la condotta, precisando (omissis) che si tratterebbe di un *reato di pura condotta di pericolo*, che nel caso di specie, coincidendo con il luogo in cui erano impartiti gli ordini, doveva essere individuato in (omissis), ove aveva sede la banca, tramite la quale le operazioni erano state realizzate. Sul punto (omissis) ha citato la comunicazione Consob del Novembre 2005, che aveva qualificato come *condotta segnaletica*

di un possibile abuso di mercato la semplice immissione di un ordine di acquisto, pur senza il perfezionamento di un contratto di compravendita.

2.3. La ricorrente (omissis) ha segnalato la sentenza 4324/14 di questa Sezione, secondo la quale, in coerenza con la natura di reato di pericolo concreto della fattispecie, il momento di perfezionamento del delitto sarebbe quello in cui è stato effettuato l'ordine d'acquisto; ne ha ricavato la conclusione, analoga alle precedenti, che il Giudice competente per territorio sarebbe il Tribunale di Terni, ove si trovava la banca (omissis), che la ricorrente aveva usato per negoziare i titoli.

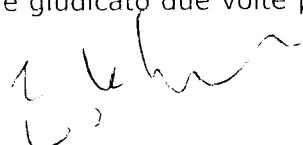
3. Con il motivo ottavo del ricorso (omissis) e secondo dei ricorsi (omissis) e (omissis), nonché nei motivi aggiunti del primo e della terza, è stata prospettata la violazione dell'art. 649 cod. proc. pen. in relazione all'art. 4 par. 1 del protocollo 7 della CEDU, come interpretato dalla sentenza *Grande Stevens* della Corte EDU e da numerose successive pronunzie di questa Corte.

I ricorrenti hanno premesso di aver sollevato nel giudizio di merito la questione della violazione del principio del divieto di *bis in idem* nei termini precisati, poiché gli imputati erano stati sanzionati per lo stesso fatto in via amministrativa ai sensi dell'art. 187 *ter* e *quater* Tuf, e precisamente con la sanzione di € 150mila (omissis) e con la sanzione di € 100mila ciascuno (omissis) e (omissis), nonché con le sanzioni interdittive accessorie di un anno il primo ed otto mesi ciascuno gli altri due.

In proposito è stato rappresentato che le condotte illecite oggetto dei due procedimenti erano identiche, riferendosi in entrambi i casi all'ipotizzata manipolazione del prezzo delle azioni quotate di Terni tra il 25 Luglio 2008 ed il 20 Marzo 2009 e che il procedimento penale era iniziato e proseguito in base alla segnalazione Consob relativa agli accertamenti effettuati sulle predette operazioni.

3.1. La Corte d'Appello di Milano aveva respinto la censura di violazione dell'art. 649 cod. proc. pen., sul rilievo che le sanzioni irrogate dalla Consob erano ancora *sub iudice*, pendendo ricorso in Cassazione avverso la sentenza della Corte d'Appello di Perugia di rigetto delle opposizioni avverso il provvedimento sanzionatorio amministrativo e, quindi, a causa delle non definitività del provvedimento e della sanzione.

3.2. (omissis) ha specificamente lamentato, altresì, la violazione dell'art. 649, comma 2, cod. proc. pen., poiché la Corte territoriale aveva rigettato la doglianza di violazione del divieto di *bis in idem* sulla scorta di pronunzie di questa Corte, secondo le quali per l'applicazione del principio occorrerebbe non solo l'identità di imputato e del fatto storico ma anche l'identità dell'Ufficio del Pubblico Ministero e del Giudice chiamato a decidere, mentre nel caso in esame i due procedimenti erano in capo a soggetti istituzionali diversi. Tale interpretazione sarebbe – secondo il ricorrente – contraria alla lettera della legge e pregiudizievole dei diritti del cittadino a non essere giudicato due volte per il medesimo fatto e,

3 

quindi, sottoposto a sanzioni non proporzionali, a causa di una visione formalistica della disposizione processuale di cui all'art. 649 cod. proc. pen.

3.3. In proposito i ricorrenti hanno citato la pronuncia di questa Corte del Dicembre 2016, che ha affermato il principio per il quale non sussiste la preclusione di cui all'art. 649 cod. proc. pen. quando il procedimento amministrativo e quello penale siano complementari, in quanto diretti al soddisfacimento di finalità sociali differenti e determinino l'irrogazione di una sanzione penale integrata, che sia prevedibile e, in concreto, proporzionata al disvalore del fatto (Sez. 2 9184/2016, Rv 269237).

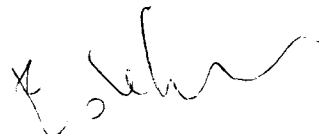
Nel caso in esame è stato osservato che la sanzione amministrativa di cui all'art. 187 *ter* Tuf e quella penale di cui all'art. 185 Tuf puniscono la medesima condotta illecita e tutelano il medesimo bene/interesse giuridico costituito dalla regolarità dell'andamento dei mercati e, dunque, in alcun modo possono essere considerate complementari.

3.4. La difesa di (omissis), anche nei motivi aggiunti, ha lamentato in particolare la violazione della Carta Europea dei diritti fondamentali, in combinato con l'art. 4 del protocollo n. 7 CEDU, il cui art. 50 sancisce che nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato giudicato nell'Unione Europea con una sentenza penale divenuta definitiva in modo conforme a legge. Ha citato una recentissima sentenza della Corte di giustizia Europea (Marzo 2018 n. 537/16), secondo la quale la norma è di ostacolo ad una normativa nazionale che consenta di celebrare un procedimento amministrativo, con l'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale nei confronti di persone accusate di condotte illecite, che integrino la manipolazione del mercato, per la quale sia stata già emessa sentenza penale definitiva di condanna, nei limiti in cui la condanna, tenuto conto del danno causato alla società dal reato commesso, sia idonea a reprimerlo in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva.

3.5. I difensori hanno depositato, con i motivi aggiunti, la pronuncia della Prima Sez. Civile di questa Corte, pubblicata ad Aprile, che ha rigettato i ricorsi degli odierni imputati avverso la decisione della Corte d'Appello di Perugia riguardante le sanzioni amministrative, ed hanno segnalato la definitività del provvedimento amministrativo.

4. Ha proposto ricorso la difesa di (omissis), che - col secondo motivo - ha lamentato violazione di legge e vizio di motivazione illogica quanto alla ritenuta sussistenza del reato. La sentenza avrebbe violato la regola, posta dall'art. 192, comma 2, cod. proc. pen., sulla valutazione indiziaria della prova, attribuendo valore di gravità ed univocità ad elementi, quali il legame dei tre ricorrenti con le società coinvolte, la loro residenza a Terni e l'essersi avvalsi della medesima banca, pur avendo i tre realizzato condotte che, considerate singolarmente, non avrebbero avuto rilievo penale, come affermato dalla stessa Corte.

4.1. Nel terzo motivo ci si è doluti della violazione dell'art. 185 Tuf e della illogicità della motivazione quanto ai ritenuti indici sintomatici della manipolazione, individuati nella quantità di

4 

azioni acquistate, in relazione a quelle complessivamente scambiate, nella continuità degli ordini e nell'aggressività delle proposte di negoziazione.

Ha sostenuto il ricorrente che tali indici sarebbero poco significativi in assenza di parametri di riferimento. Infatti, nell'atto di appello era stato evidenziato, in base ai risultati di una consulenza tecnica, che per le società quotate con una piccola capitalizzazione, come la (omissis) (omissis) s.p.a, il volume di scambi giornaliero ritenuto sintomatico dai Giudici, pari al 12,5%, non appariva rilevante ai fini dell'alterazione del prezzo del titolo. Al riguardo la Corte aveva fornito una motivazione apparente, osservando che soltanto altri tre o quattro operatori avrebbero potuto effettuare acquisti della stessa dimensione nel periodo di riferimento. Quanto alle modalità di immissione delle proposte di negoziazione, avvenute negli ultimi cinque minuti prima della chiusura pre-asta e per quantitativi superiori al 30% delle azioni, la motivazione non avrebbe considerato le caratteristiche del mercato Expandi, su cui il titolo era quotato e dei titoli (omissis) s.p.a, scarsamente liquidi. Ha sostenuto il ricorrente che l'immissione delle proposte in fase di chiusura corrisponde ad una prassi generale e che la quantità di azioni acquistate era stata giudicata significativa in assenza di criteri di riferimento, avendo sul punto fatto riferimento alla già citata consulenza tecnica di parte.

4.2. Nel quarto motivo sono stati dedotti violazione di legge e vizio di motivazione riguardo al ritenuto elemento psicologico del reato, poiché la pronuncia impugnata non avrebbe tenuto conto che (omissis) aveva agito in esecuzione di incarico conferitogli dal Consiglio di Amministrazione di (omissis), di cui era amministratore delegato.

4.3. Analoga censura ha formato oggetto del quinto motivo, riguardo all'art. 185 Tuf ed all'assenza di tipicità della fattispecie, per mancanza dell'elemento essenziale dell'idoneità della condotta ad alterare il prezzo dei titoli.

Infatti, premessa la natura di reato di pericolo concreto della fattispecie, per l'integrazione del quale era stata sottolineata la necessità di un giudizio valutativo *ex ante*, la Corte aveva contraddittoriamente dato rilievo al fatto che a partire dal mese di Marzo 2009, periodo in cui sarebbe cessata l'operatività anomala sul titolo, la quotazione avrebbe conosciuto un significativo decremento, così interpretando la vicenda alla luce di quanto successo *ex post*.

Per altro verso i Giudici del merito avrebbero irrazionalmente considerato come termine di paragone dell'andamento del titolo l'indice borsistico FTSE Mib, che riguarda le 40 società con maggiore capitalizzazione sul mercato, mentre il titolo (omissis) era negoziato sul mercato Expandi, sui cui erano quotate le società con piccola capitalizzazione.

4.4. Col sesto motivo è stata dedotta la violazione del principio dell'oltre ragionevole dubbio, in quanto la Corte non avrebbe enunciato i motivi per i quali aveva ritenuto inattendibili le prove contrarie proposte dalla difesa. Il ricorrente ha segnalato in proposito che la Corte non avrebbe considerato che il titolo (omissis) aveva avuto un andamento costante in un momento di grave crisi finanziaria a causa delle caratteristiche dell'attività sviluppata dalla società, né avrebbe valutato le peculiarità del mercato Expandi, la cui fisiologica illiquidità

avrebbe consentito di escludere l'idoneità degli ordini di acquisto a manipolare il prezzo del titolo.

5. Ha proposto ricorso la difesa di (omissis), che col terzo motivo ha lamentato vizio di motivazione illogica quanto alla ritenuta sussistenza del reato, in riferimento alla sensibile alterazione del mercato. In proposito si è fatto presente che nel mercato non vi sono limiti quantitativi alla negoziazione di azioni, né parametri di riferimento e, come esposto dal consulente della difesa, vi era una prassi per la quale la soglia del 12,5%, che gli imputati avevano raggiunto nel periodo di riferimento, non sarebbe significativa penalmente per titoli analoghi a quelli di (omissis).

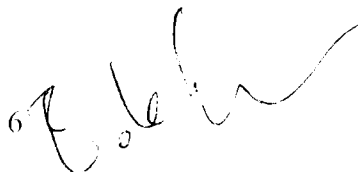
Inoltre, è stata segnalata la mancata ponderazione delle circostanze fattuali della fattispecie concreta, nella quale il titolo (omissis) non aveva seguito il disastroso andamento delle borse mondiali seguito al fallimento di l (omissis), a causa della peculiarità del settore imprenditoriale in cui operava la società, ovvero quello delle energie alternative, che all'epoca beneficiava di incentivi fiscali e di prognosi di notevole sviluppo economico.

Il ricorrente ha, altresì, ripercorso le argomentazioni sviluppate dal ricorso precedente quanto alle prassi di effettuare operazioni a ridosso della chiusura di seduta ed alla mancata ponderazione dei dati della illiquidità del mercato Expandi e dello stesso titolo (omissis).

5.1. Nel quarto motivo, collegato al precedente, è stata lamentata la motivazione illogica riguardo alla ritenuta artificiosità della condotta ex art. 185 Tuf. Infatti, la difesa nei due gradi del giudizio di merito aveva sostenuto che non erano ravvisabili elementi di artificiosità nelle condotte del ricorrente, ma la Corte territoriale avrebbe spostato il suo discorso giustificativo sull'idoneità delle condotte ad alterare il prezzo del titolo, mancando di descrivere comportamenti fraudolenti.

Ha osservato il ricorrente che nel caso in esame le operazioni in contestazione erano state effettive, lecite e conformi a prassi di mercato borsistico. In particolare la difesa ha citato un'antica sentenza di questa Corte (Sez. 5, n. 2063 del 02/10/2008, Crovetto e altro, Rv. 24235601), nella quale era stato affermato che gli *altri artifici* di cui alla norma incriminatrice potevano comprendere anche forme di attività lecite poste in essere artificiosamente, con riguardo ai modi di realizzazione. Ha sostenuto il ricorrente che gli acquisti effettuati dal giudicabile, in chiusura d'asta e ad un prezzo superiore a quello teorico, corrisponderebbero ad *interesse tipico* di qualsiasi acquirente, rappresentando una modalità standard per aumentare la probabilità di esecuzione degli ordini.

5.2. Il difetto di motivazione per insussistenza del concorso ai sensi dell'art. 110 cod. pen. è stato oggetto del quinto motivo di ricorso. L'assunto accusatorio, fatto proprio dai Giudici del merito, circa l'esistenza di un progetto comune da parte dei tre imputati, era rimasto privo di dimostrazione, né vi erano stati elementi giustificativi di un intento manipolativo da parte del giudicabile.



In assenza di prove concrete sul concorso degli imputati nel reato, la sentenza impugnata le avrebbe ricavate *ex post* dalla constatazione che, al termine delle operazioni illecite da parte di costoro, il livello del prezzo del titolo sarebbe fortemente calato. Ma la motivazione non avrebbe tenuto conto degli altri fattori ribassisti, ai quali aveva solo accennato, che pure erano stati evidenziati nel corso del processo, come la cessione graduale di titoli da parte di (omissis), secondo azionista significativo della società.

6. Ha presentato ricorso la difesa di (omissis), che col terzo motivo ha dedotto violazione di legge e vizio di motivazione riguardo alla sussistenza degli elementi oggettivo e soggettivo del delitto con riferimento all'assenza di prova, che non era emersa, circa la collaborazione coordinata degli imputati nel reato.

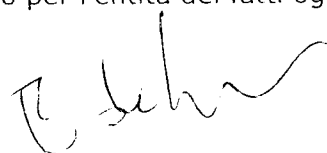
Ha sostenuto la difesa che la sentenza avrebbe usato gli argomenti contenuti nella delibera Consob di irrogazione della sanzione amministrativa relativi all'uso che i tre imputati avevano fatto della (omissis) di (omissis) per realizzare le operazioni, ignorando che ciascuno di essi aveva aperto un proprio conto personale; per altro verso era stato dato ingiustificato e prevalente rilievo ai rapporti personali tra gli imputati e la società.

6.1. Tramite il quarto motivo è stata dedotta l'erronea applicazione dell'art. 185 Tuf ed il vizio di motivazione, poiché la Corte aveva ritenuto che il mantenimento di prezzo ad 1,6 - 1,7 € sarebbe stato frutto delle manovre sul titolo da parte degli imputati; non aveva, però, tenuto in conto quanto dimostrato dalla difesa circa le previsioni di più analisti finanziari, secondo le quali il *target price* del titolo era fissato a prezzi significativamente superiori, desumendosene, quindi, l'insussistenza dell'elemento di fatto posto a fondamento dell'intera vicenda. Su questo aspetto la motivazione sarebbe incoerente con la giurisprudenza di questa Corte, che ritiene il reato in parola di pericolo concreto e richiede per la sua integrazione l'idoneità dell'azione a mettere in pericolo l'interesse protetto dalla norma, rappresentato dal corretto andamento del mercato, al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle transazioni rifletta il suo valore reale e non sia influenzato da fatti artificiosi.

6.2. Nel quinto motivo è stata lamentata l'illogicità della motivazione poiché era stato ritenuto che il valore di 1,6 - 1,7 euro fosse anomalo ma non era stato individuato, non essendo emerso nel giudizio, quale sarebbe stato il valore corretto del titolo.

6.3. Tramite il sesto motivo ci si è doluti per la mancata riqualificazione giuridica del fatto, in quanto il mercato Expandi, sul quale il titolo (omissis) era stato quotato, era stato chiuso nel Giugno 2009 ed il venir meno del presupposto di fatto su cui era imperniata la vicenda illecita avrebbe dovuto condurre alla qualificazione giuridica del fatto, per il principio del *favor rei*, ai sensi dell'art. 2637 cod. civ., come aggio di strumenti finanziari non quotati.

7. Infine, i ricorrenti (omissis) e (omissis) hanno formulato doglianze sul trattamento sanzionatorio, eccessivamente severo per l'entità dei fatti oggetto del giudizio.

7 

8. Ha depositato memoria in data 6 giugno 2018 la difesa della costituita **parte civile Consob**, che ha confutato le argomentazioni dei ricorrenti circa l'asserita inosservanza dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali, dell'art. 4 protocollo 7 della CEDU e dell'art 649 cod. proc. pen., nonché circa la dedotta incompetenza territoriale dei Giudici milanesi.

Sul primo punto in particolare ha richiamato i limiti applicativi dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali, indicati nell'art. 52 par.1 ed ha citato le tre sentenze del 20 Marzo 2018 della Corte di Giustizia, che ne hanno definito i limiti in relazione al principio del *ne bis in idem*.

In data 15 giugno 2018 la stessa difesa della Consob ha depositato memoria di replica ai motivi nuovi presentati dalla (omissis), confutando quanto sostenuto da quest'ultima in ragione del passaggio in giudicato della sentenza che aveva respinto il ricorso avente ad oggetto la sanzione amministrativa.

CONSIDERATO IN DIRITTO

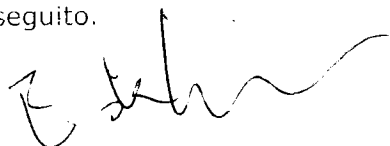
I ricorsi sono infondati.

1. Sembra opportuno ribadire in premessa che le condotte per le quali è stata confermata la responsabilità degli imputati è stata individuata in imputazione e nelle sentenze di merito nell'aver agito, in concorso tra loro, nelle rispettive qualità e tramite una pluralità di proposte di acquisto, operando su azioni di (omissis) spa - in un periodo immediatamente successivo alla quotazione della società sul mercato Expandi ed in vista di un successivo aumento di capitale - in modo idoneo a sostenere il prezzo delle azioni ma anche ad alterare sensibilmente la quotazione del titolo, a causa della dimostrata quantità di azioni acquistate, in relazione a quelle complessivamente scambiate, della continuità degli ordini e dell'aggressività delle proposte di negoziazione, avvenute sempre a ridosso della chiusura dei mercati, tanto che avevano provocato variazioni molto importanti del prezzo teorico di asta.

I giudici di merito hanno evidenziato che l'elemento di sospetto era stato determinato dallo scostamento dell'andamento del titolo durante i mesi successivi all'IPO dall'indice di mercato FTSE MIB (ed in generale anche dal valore azionario dei titoli di altri soggetti appartenenti al settore energetico), restando stabile tra 1,5 - 1,6 euro per azione, a fronte del crollo dell'indice predetto, a marzo 2009 più basso del 52% rispetto al luglio 2008. La maggior parte degli scambi era poi avvenuta in acquisto da un unico intermediario, che aveva inserito gli ordini per conto di (omissis) .

E' stato sottolineato che i quantitativi di ordini immessi, quasi sempre negli ultimi cinque minuti dell'asta e in circa venti casi proprio nell'ultimo istante, avevano prodotto contratti pari al 75% del totale nelle aste di apertura e per il 58,3% nelle aste di chiusura.

Sui ruoli rivestiti nelle condotte contestate dai singoli imputati si è già sinteticamente sopra detto, mentre si indicheranno ulteriori profili qui di seguito.



2. Deve essere per prima esaminata la questione della competenza territoriale del Tribunale di Milano, che è stata risolta dai Giudici del merito in modo conforme al consolidato orientamento espresso da questa Corte sullo specifico tema.

2.1. Invero, il delitto addebitato è quello di manipolazione del mercato o aggio di mercato manipolativo ex art. 185 Tuf, del quale è pacificamente ritenuta la natura di reato di mera condotta e di pericolo concreto, per la cui integrazione è sufficiente che siano posti in essere comportamenti diretti a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi di tale evento (Sez. 5, Sentenza n. 54300 del 14/09/2017, Rv. 272083; Sez. 5, Sentenza n. 4619 del 27/09/2013, Rv. 258708; conformi: n. 28932 del 2011 Rv. 253754; n. 40393 del 2012 Rv. 253361; n. 4619 del 2014 Rv. 258708; n. 45347 del 2015 Rv. 265397).

Ne consegue che la verifica "ex post" dell'avvenuta alterazione del prezzo dei titoli scambiati costituisce solo elemento sintomatico della effettiva idoneità della condotta stessa a produrre l'alterazione sensibile del loro prezzo.


2.2. L'individuazione della competenza territoriale del Giudice è – ovviamente – legata al momento di perfezionamento del reato e nel caso in esame si deve tener conto che il fatto è stato realizzato tramite operazioni di borsa, radicandosi, pertanto, la competenza per territorio nel luogo in cui le operazioni di compravendita degli strumenti finanziari si sono perfezionate e sono state rese note, che coincide con quello in cui ha sede la Borsa Italiana ovvero Milano (Sez. 5, Sentenza n. 51897 del 04/07/2013, Rv. 258034 Sez. 2, Sentenza n. 12989 del 28/11/2012, Rv. 255525; Sez. 5, Sentenza n. 49362 del 07/12/2012, Rv. 254063).

2.3. La ricorrente (omissis) , per sostenere la diversa tesi della competenza del Tribunale di Terni, ha citato un precedente di questa stessa Sezione, in cui è stato ritenuto che il momento di perfezionamento del delitto sarebbe quello in cui è effettuato l'ordine d'acquisto dei titoli (Sez. 5, Sentenza n. 4324 del 08/11/2012, Rv. 254324).

La motivazione di tale pronuncia, tuttavia, in modo non difforme da quanto opinato nelle decisioni citate in precedenza , ha osservato che il delitto si perfeziona nel momento in cui la condotta acquisisce connotato di concreta lesività, nel senso del pericolo di alterazione del normale andamento del corso dei titoli, in quanto l'offensività della condotta è prescritta dalla norma come concreta, e tale requisito si realizza quando la condotta si manifesta nel mercato, venendo nel contempo a conoscenza degli operatori.

La conclusione cui la pronuncia è giunta – ricordata dalla ricorrente – se da un lato sembra legata alle peculiarità della fattispecie concreta, dall'altro ha sottovalutato la circostanza che l'ordine di acquisto ricevuto dall'intermediario deve essere comunicato attraverso il sistema telematico gestito dalla borsa di Milano per poter giungere a destinazione e potersi incrociare con un'offerta di segno contrario e realizzare la transazione.

Solo nel ricorrere di un simile contesto fattuale può dirsi integrata l'idoneità della condotta a cagionare un pericolo concreto di alterazione del prezzo del titolo e, di conseguenza, del

9 

regolare andamento del mercato, sul quale per l'appunto le condotte di manipolazione devono potenzialmente incidere.

2.4. Per la ragione ora esposta il Collegio ritiene di aderire all'orientamento di gran lunga prevalente, secondo il quale il reato si consuma nel luogo in cui le operazioni di compravendita degli strumenti finanziari si sono perfezionate (si vedano anche Sez. 5, n. 28932 del 04/05/2011, Tanzi e altri, Rv. 253755; Sez. 5, n. 40393 del 20/06/2012, Pmt in proc. Gabetti e altri, Rv. 253361).

Correttamente, quindi, la sentenza impugnata, in armonia con i principi elaborati da questa Corte, ha iniziato la sua argomentazione sul tema della competenza dalla natura di reato di pericolo concreto ed ha osservato che esso si consuma nel tempo e nel luogo in cui assume effettività, quale conseguenza della condotta, la rilevante possibilità del verificarsi della sensibile variazione del prezzo, senza che sia necessario che l'evento – cioè l'alterazione – si verifichi.

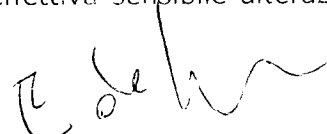
In coerenza con tale premessa è stato ritenuto che il luogo del commesso reato coincida con il luogo in cui avviene l'abbinamento delle proposte di negoziazione e di vendita, cioè nel luogo dove la transazione si concretizza; in questo momento contestualmente è fissato il prezzo della transazione che è comunicato agli operatori ed al pubblico, diventando un dato idoneo ad influenzare il prezzo di mercato.

Dunque la condotta delittuosa del manipolatore che opera sul mercato regolamentato diviene oggettivamente percepibile ed è in grado di esplicare la propria capacità decettiva solo quando si manifesta sul mercato stesso ed è in questo luogo virtuale che si consuma il reato e, quindi, nel luogo fisico in cui ha sede la società di gestione del mercato, Borsa Italiana, cioè Milano.

2.5. Giova, in proposito, ribadire – anche per quello che si dirà in seguito – che il reato di manipolazione del mercato ha quale obiettivo quello di tutelare l'integrità del mercato finanziario e conseguentemente gli investitori dal c.d. *market abuse*, ovvero quelle condotte manipolative in grado di alterare la regolare formazione del prezzo degli strumenti finanziari, così da garantire al mercato quella trasparenza ed efficienza indispensabile per il suo corretto funzionamento.

Infatti, la norma di cui all'articolo 185 del Testo Unico sulla Finanza punisce chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici, qualora siano concretamente idonee a provocare una "sensibile" alterazione del prezzo degli strumenti finanziari; l'alterazione presa in esame dalla norma penale è solo quella che risulta dal raffronto tra il corretto valore di mercato, cioè quello che si sarebbe determinato in un regime di normale contrattazione senza la presenza di condotte artificiose, ed i valori raggiunti dal titolo o, meglio, gli effetti potenzialmente modificativi del valore dello strumento finanziario prevedibili *ex ante* in conseguenza della condotta tenuta dall'operatore.

E – proprio in ragione di ciò – la condivisibile giurisprudenza di questa Corte ha sottolineato che la fattispecie di aggio-taggio manipolativo costituisce un reato di pericolo concreto, la cui consumazione non richiede la verifica dell'effettiva sensibile alterazione del prezzo degli



strumenti finanziari, ma esclusivamente la idoneità della condotta a produrre tale effetto, la cui definizione normativa costituisce un concetto elastico, commisurabile alla particolare condizione del caso ed alla natura dello strumento su cui l'operatore va ad incidere con la sua condotta (si vedano le già citate Sez. 5, n. 4619 del 27/09/2013, P.M. e P.O. in proc. Compton e altri, Rv. 258708; si vedano anche Sez. 5, n. 25450 del 03/04/2014, P.M. in proc. Ligresti e altri, Rv. 260751; Sez. 5, n. 28932 del 04/05/2011, Tanzi e altri, Rv. 253754).

In nessun caso è sufficiente l'analisi degli effetti prodotti, i quali, se da un lato sono idonei ad alleggerire (ma non ad eliminare) per l'accusa la prova dell'idoneità della condotta, dall'altro non sono necessariamente correlati al presumibile (*ex ante*) sviluppo della stessa. In altri termini, vi può essere sussistenza del reato anche se nessuna alterazione si sia prodotta nel mercato (si veda Sez. 2, n. 12989 del 28/11/2012, Consorte, Rv. 255525), qualora la condotta fosse *ex ante* idonea a produrla (ed essa non si sia verificata, ad esempio, per la presenza di un fattore concomitante ed imprevedibile, non conosciuto dall'agente, che ne ha neutralizzato la portata); analogamente, il reato può ipoteticamente ritenersi non integrato qualora la condotta dovesse ritenersi *ex ante* non idonea e vi siano state tuttavia alterazioni sensibili nel prezzo degli strumenti finanziari (in tali termini, in motivazione, si veda Sez. 5, n. 3971 del 16/07/2015, Donati, Rv. 265864).

3. Deve, ora esaminarsi la questione della dedotta violazione del divieto del *bis in idem* di cui all'art. 4 n. 7 protocollo della CEDU e della violazione dell'art. 50 Carta dei diritti Fondamentali dell'Unione Europea.

3.1. E' necessario premettere in fatto che – come dimostrato dalle produzioni difensive – la delibera Consob del Settembre 2012, che aveva irrogato le sanzioni amministrative oggetto di impugnativa in sede civile davanti alla Corte d'Appello di Perugia, a seguito della decisione sui ricorsi avverso tale pronuncia della Prima Sezione Civile di questa Corte (depositata il 6 Aprile 2018) è diventata irrevocabile.

Ne consegue che è decaduto l'argomento usato dalla Corte territoriale, che aveva respinto il motivo d'appello in ragione della mancanza di definitività del provvedimento amministrativo sanzionatorio.

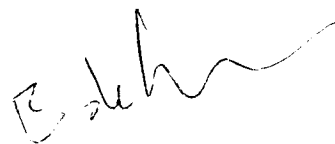
3.2. Per una corretta analisi della questione, pare opportuno – in via preliminare – richiamare il testo delle principali norme di riferimento:

- Art. 50 Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (CDFUE):

Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge.

- Art. 52 Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (CDFUE):

1. Eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta devono essere previste dalla legge e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà. Nel rispetto del principio di proporzionalità, possono essere apportate limitazioni solo laddove

11 

siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui.

2. I diritti riconosciuti dalla presente Carta che trovano fondamento nei trattati comunitari o nel trattato sull'Unione europea si esercitano alle condizioni e nei limiti definiti dai trattati stessi.

3. Laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa.

- Art. 4, n. 7, Protocollo aggiuntivo alla CEDU:

1. Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato.

2. Le disposizioni del paragrafo precedente non impediscono la riapertura del processo, conformemente alla legge e alla procedura penale dello Stato interessato, se fatti sopravvenuti o nuove rivelazioni o un vizio fondamentale nella procedura antecedente sono in grado di inficiare la sentenza intervenuta.

3. Non è autorizzata alcuna deroga al presente articolo ai sensi dell'articolo 15 della Convenzione.

Le norme sanzionatorie di carattere tipicamente penale e quelle di natura amministrativa di cui si discute sono contenute nel D.lvo 58/1998 (Tuf):

- Art. 185 (Manipolazione del mercato)

1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da due a dodici anni e con la multa da euro 40mila a euro cinque milioni.

2. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

2-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.

Le pene indicate sono state raddoppiate con legge 262/2005, art. 39 comma uno.

- Art. 187-ter (Manipolazione del mercato)

1. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro cinque milioni chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false

o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari. (omissis)

3.3. Data la funzione della presente decisione appare superfluo ripercorrere in maniera specifica l'evoluzione dell'ampia giurisprudenza della Corte EDU e della Corte di Giustizia nei suoi diversi arresti sul tema del divieto di *bis in idem* a seguito di fatti sanzionati tramite il sistema del cosiddetto doppio binario in via penale ed amministrativa.

In una ragionevole, e per questo limitata, sintesi che sia funzionale allo sviluppo del ragionamento decisorio, sembra opportuno indicarne gli sviluppi essenziali, tentando qualche approfondimento con riguardo alle pronunce più recenti.

3.3.1. Occorre, dunque, che il discorso muova dalla sentenza CEDU *Grande Stevens/Italia* del 4 Marzo 2014 che, proprio in materia di manipolazione del mercato, ha stabilito che uno stesso fatto non possa essere sanzionato due volte, dapprima nel procedimento amministrativo (ex art. 187 *ter* d.lgs. n. 58 del 1998), caratterizzato da una tale afflittività del peso della sanzione da essere senza dubbio ricompreso nella "materia penale" individuata secondo i criteri di *Engel* – che, a partire dal caso *Engel e altri c. Paesi Bassi* dell'8 giugno 1976, sono stati ritenuti parametri idonei a rivelare la sostanziale essenza penale di un determinato illecito, nonostante il *nomen iuris* adottato dal legislatore nazionale – e quindi, successivamente, in un procedimento penale sorto sugli stessi fatti, in base al reato di cui all'art. 185 d.lgs. n. 58 del 1998.

3.3.2. Con tale decisione, infatti, la Corte ha chiarito che la natura sostanzialmente penale di una sanzione formalmente amministrativa, divenuta irrevocabile, comporta in ogni caso il divieto di una doppia sanzione e dell'inizio di un secondo procedimento in ordine al medesimo fatto.

Sul punto va sottolineato che la nozione di "illecito amministrativo di natura sostanzialmente penale" è ormai considerata diritto vivente ed è recepita dalla Giurisprudenza delle Corti Europee e da quella di questa Corte di legittimità, che sovente si sono cimentate con la questione del doppio binario sanzionatorio e del conseguente problema della violazione del divieto di *bis in idem*, cioè della possibilità di sanzionare attraverso procedure parallele lo stesso fatto due volte con provvedimenti, uno di natura penale e l'altro solo formalmente amministrativo ma, per la sua portata afflittiva, di natura penale.

3.3.3. L'impostazione rigorosa adottata dalla decisione *Grande Stevens* aveva interpretato l'art. 4 del protocollo 7 nel senso del divieto dell'inizio di un secondo procedimento nel caso in cui fosse già stata pronunciata una sentenza definitiva, non escludendo, quindi, la contemporanea apertura e prosecuzione di procedimenti paralleli per lo stesso fatto ma richiedendo l'interruzione di uno dei due nel momento in cui l'altro si fosse concluso in via definitiva.

Questa impostazione è stata seguita in altre pronunzie CEDU, come *Nykaien/Finlandia* del 20 Maggio 2014, *Lucki/Svezia* del 27 Novembre 2014, *Kiivari/Finlandia* del 10 febbraio 2015. Quest'ultima – in materia tributaria – ha ribadito che per integrare la violazione del divieto in

questione non importa che le fattispecie legali, penale-amministrativa e penale, siano diverse ma occorre tener conto dell'identità del fatto storico. La sentenza *Butnaru/Romania* del 23 giugno 2015 ha invece ribadito che l'efficacia preclusiva dell'art. 4 protocollo 7 impedisce l'instaurazione stessa di un secondo procedimento per il medesimo fatto.

3.3.4. Con la sentenza *A e B/ Norvegia* della Grande Camera della Corte EDU del 15 novembre 2016 è stato ridimensionato il precedente orientamento in tema di *ne bis in idem*. Invero, è stato riaffermato il principio che gli Stati devono potere adottare risposte giuridiche complementari di fronte ad alcuni comportamenti socialmente inaccettabili, per mezzo di varie procedure che formino un insieme coerente, in maniera tale da trattare nei diversi aspetti il fatto in questione, purché le risposte combinate non rappresentino un onere eccessivo per il soggetto interessato e sanzionato.

I presupposti dell'identità del fatto storico e della natura sostanzialmente penale di entrambe le sanzioni sono stati ribaditi, ma è stato affidato al giudice nazionale il compito di stabilire se ci si trovi, o meno, in presenza di un *bis in idem*, valutando se i procedimenti in questione presentino, avendo riguardo alle peculiarità dei casi di specie, l'ulteriore requisito di un nesso materiale e temporale sufficientemente stretto, "*sufficiently close connection in substance and time*".

3.3.4.a. Per indagare la sussistenza di una tale connessione, la Corte ha individuato alcuni criteri che i Giudici nazionali dovranno prendere in considerazione.

Si tratta, sotto il profilo del nesso materiale: a) del perseguimento, da parte dei procedimenti sanzionatori, di scopi differenti e del loro tenere conto di profili diversi della medesima condotta antisociale; b) della "prevedibilità" del doppio giudizio; c) della conduzione dei procedimenti in modo da evitare, per quanto possibile, la duplicazione nella raccolta e nella valutazione della prova; d) della "proporzione complessiva" della pena; e) dell'appartenenza delle fattispecie in oggetto al "nucleo duro" del diritto penale e, dunque, caratterizzate da forme accentuate di stigma sociale; sotto il profilo temporale: f) della presenza di un collegamento di natura cronologica fra i procedimenti, che devono essere sufficientemente vicini nel senso di non protrarsi eccessivamente nel tempo, affinché la persona sottoposta alla giustizia non lo sia per un periodo irragionevolmente prolungato.

3.3.4.b. L'essenziale novità rispetto al precedente orientamento è individuabile nella considerazione che, secondo la pronuncia, i due procedimenti non solo possono iniziare ma anche concludersi, mutando in tal modo profondamente la natura del *ne bis in idem* convenzionale, che varia da principio eminentemente processuale del divieto del doppio processo, ancor prima che della doppia sanzione sostanzialmente penale, a garanzia di tipo sostanziale. Infatti, purché la risposta sanzionatoria, derivante dal cumulo delle due pene inflitte nei diversi procedimenti, sia complessivamente proporzionata alla gravità del fatto e prevedibile, nulla vieta ai legislatori nazionali di predisporre un doppio binario sanzionatorio ed alle Autorità preposte di percorrerlo fino alla decisione.

14 

3.3.4.c. Nella scala di valori espressi dai criteri suindicati quello della proporzionalità è considerato nella stessa pronuncia il principale, del resto in armonia con i principi generali del sistema penale in punto di trattamento sanzionatorio. Si è specificato che occorre stabilire se la sanzione imposta all'esito del procedimento conclusosi per primo sia stata tenuta presente nel procedimento conclusosi per ultimo, in modo da non far gravare sull'interessato un onere eccessivo; questo rischio è giudicato meno suscettibile di presentarsi se esiste un meccanismo compensatorio per assicurare che l'importo globale di tutte le pene sia proporzionato.

3.3.4.d. Nel caso al suo esame – che riguardava una frode fiscale per la quale i ricorrenti erano stati sanzionati con maggiorazioni di imposta dal fisco, accettate e pagate, e poi condannati penalmente – la Corte europea ha ritenuto importante, per giudicare la mancanza di pregiudizio sproporzionato, che la sanzione penale avesse tenuto conto della maggiorazione d'imposta, che secondo la Corte Suprema norvegese rivestiva natura penale, giudizio che, secondo la Corte EDU, non vi era motivo di riconsiderare.

3.3.4.e. L'estrema sintesi dei principi affermati nella decisione in parola – si ripete riportati nella misura in cui appaiono utili allo sviluppo del discorso che ora si intende condurre – ha necessità di un ultimo riferimento inerente l'ordine in cui si tengono e giungono a conclusione i procedimenti, che, alla luce del principio di proporzionalità complementare tra le sanzioni, non può costituire un elemento decisivo per pronunciarsi sulla questione di stabilire se l'articolo 4 del Protocollo 7 permetta procedimenti misti, cioè imperniati sul doppio binario, essendo invece determinati i criteri innanzi enunciati; alla luce di questi occorre verificare se vi sia tra le procedure un nesso materiale e temporale sufficientemente stretto e che in definitiva formino un insieme sanzionatorio integrato, non sproporzionato alla gravità del fatto illecito.

3.3.5. Anche la Corte di Giustizia dell'UE è intervenuta più volte e recentissimamente sul tema della violazione del divieto di *bis in idem* e doppio binario sanzionatorio.

Con la decisione *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson* del 26.2.2013, C-617/10, la Corte ha ribadito che gli Stati membri sono liberi di definire tipologia e *quantum* di sanzioni per tutelare gli interessi finanziari dell'Unione. In linea di principio, dunque, essi sono legittimati a ricorrere contestualmente a misure amministrative e penali, purché la formale qualificazione delle prime non celi in realtà un'indebita duplicazione punitiva, in spregio al divieto di doppio giudizio.

In quest'ultimo caso, infatti, i criteri di Engel – a) della qualificazione giuridica della violazione nell'ordinamento nazionale; b) della natura effettiva della violazione; c) del grado di severità della sanzione – soccorrerebbero l'interprete nel ritenere applicabile l'art. 50 della Carta e, quindi, nel ritenere violato il divieto del doppio giudizio. In particolare, la valutazione sulla compatibilità del cumulo di sanzioni con il *ne bis in idem* spetta in via prioritaria al giudice nazionale e può anche poggiare sugli standard di tutela interni, purché ciò non infici il livello di protezione assicurato dalla Carta ed il primato del diritto dell'Unione Europea.

3.3.6. Nel mese di Marzo di quest'anno la Corte UE ha emesso tre sentenze in materia, i cui percorsi argomentativi sono in sostanza analoghi, pur se il caso Di Puma Zecca ha riguardato la diversa ipotesi dell'impossibilità di instaurare nei confronti di persone fisiche

assolte in sede penale un nuovo procedimento diretto all'inflizione di una sanzione di natura amministrativa ma sostanzialmente penale, quale quella prevista dall'art. 187 *bis* Tuf.

3.3.6.a. Tra queste è qui esplicitamente presa in considerazione la sentenza *Garlsson Real Estate*, citata dai ricorrenti e nella memoria Consob, resa in risposta ad una domanda pregiudiziale posta dalla Cassazione Civile sulla legittimità della sanzione amministrativa irrogata per il medesimo fatto per il quale l'interessato era già stato condannato in sede penale, alla luce del principio di cui all'art. 50 CDFUE.

3.3.6.b. La pronunzia ha riguardato un caso di manipolazione del mercato, nel quale si discuteva dell'inflizione da parte della CONSOB di una sanzione pecuniaria di natura amministrativa/penale, ai sensi dell'art. 187-*ter* Tuf, mentre i soggetti sanzionati erano già stati destinatari di una sentenza definitiva del Giudice penale in relazione al reato di cui all'art. 185 Tuf, scaturita da un patteggiamento.

La seconda questione pregiudiziale posta alla Corte era stata: *"se il giudice nazionale possa applicare direttamente i principi unionali in relazione al principio del "ne bis in idem", in base all'art. 50 [della Carta], interpretato alla luce dell'art. 4 prot. n. 7 CEDU, della relativa giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo e della normativa nazionale"*.

3.3.6.c. In merito, la Grande Sezione ha identificato l'obiettivo perseguito dalla normativa istitutiva del doppio binario sanzionatorio nella tutela dei mercati finanziari dell'Unione e della fiducia del pubblico negli strumenti finanziari e lo ha ritenuto adeguato a fondare la limitazione dell'art. 50 CDFUE, nonché sufficientemente proporzionato a tale scopo.

3.3.6.d. Quanto al rispetto del principio di proporzionalità è stato ribadito che il cumulo di procedimenti e di sanzioni previsto da una normativa nazionale non deve superare i limiti di quanto idoneo e necessario al conseguimento degli scopi legittimi perseguiti dalla normativa di cui trattasi, fermo restando che, qualora sia possibile una scelta fra più misure appropriate, si deve ricorrere alla meno restrittiva. La Corte ha, altresì, affermato che in assenza di armonizzazione del diritto dell'Unione in materia, gli Stati possono discrezionalmente stabilire se prevedere un unico procedimento di natura penale o amministrativa ovvero un doppio binario sanzionatorio. La scelta dello Stato membro interessato di prevedere la possibilità di un cumulo di procedimenti non è in sé significativa della lesione del criterio di proporzionalità, salvo altrimenti privare detto Stato della stessa libertà di scelta in proposito.

3.3.6.e. Peraltro, il cumulo delle sanzioni deve essere accompagnato da norme che garantiscano che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte corrisponda alla gravità del reato, derivando tale obbligo dall'articolo 52 par. 1 della Carta e dal principio di proporzionalità delle pene sancito dall'articolo 49, par. 3. Tali norme devono contemplare per le autorità procedenti, in caso di irrogazione di una seconda sanzione, il dovere di verificare che la severità del trattamento sanzionatorio complessivo non ecceda la gravità del reato.

3.3.6.f. In ordine agli altri requisiti, la Corte ha osservato che non sussistono problemi di prevedibilità della limitazione, essendo "pacifico che la possibilità di cumulare

procedimenti e sanzioni penali così come procedimenti e sanzioni amministrative di natura penale è prevista dalla legge [...] ed essa consente un siffatto cumulo di procedimenti e di sanzioni unicamente a condizioni fissate in modo tassativo”.

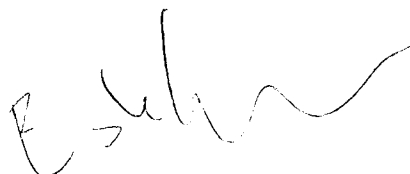
3.3.6.g. La Corte di Lussemburgo, tuttavia, ha precisato che nel caso in cui al termine del processo penale sia stata inflitta una condanna idonea a sanzionare l'infrazione in modo efficace, proporzionato e dissuasivo, la prosecuzione del procedimento formalmente amministrativo ma sostanzialmente penale di cui all'art. 187-ter Tuf eccede quanto strettamente necessario per conseguire l'obiettivo che la normativa in materia di manipolazione di mercato si prefigge. Nella fattispecie concreta la Corte ha rilevato che i fatti di manipolazione del mercato previsti dall' art. 185 Tuf devono essere caratterizzati da *una certa gravità* e sono puniti congiuntamente con la pena della reclusione e della multa, *il cui spazio edittale corrisponde a quello previsto per la sanzione amministrativa pecuniaria di cui all'art. 187 ter Tuf.*

3.3.6.h. La presenza della pena della reclusione ha indotto i Giudici di Lussemburgo a ritenere che il meccanismo di riequilibrio sanzionatorio dell'art. 187-terdecies Tuf, che prevede che, quando per lo stesso fatto sono state applicate una multa e una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale, l'esazione della multa è limitata alla parte eccedente l'importo della sanzione amministrativa, *“non garantisce che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione, dal momento che l'articolo 187-terdecies sembra avere ad oggetto solamente il cumulo di pene pecuniarie, e non il cumulo di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale e di una pena della reclusione”.*

Naturalmente al giudice nazionale spetta il compito di verificare la corrispondenza del principio affermato al caso concreto, alla luce di tutte le circostanze del fatto al suo esame.

3.3.6.i. Ai quesiti posti la Corte ha risposto osservando che *“l'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea dev'essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale, che consente di celebrare un procedimento riguardante una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale nei confronti di una persona per condotte illecite che integrano una manipolazione del mercato, per le quali è già stata pronunciata una condanna penale definitiva a suo carico, nei limiti in cui tale condanna, tenuto conto del danno causato alla società dal reato commesso, sia idonea a reprimere tale reato in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva”.*

Con riguardo al secondo dei quesiti, concernente la diretta applicabilità del diritto in questione, la Corte ha chiarito che *“il principio del ne bis in idem garantito dall'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea conferisce ai soggetti dell'ordinamento un diritto direttamente applicabile nell'ambito di una controversia come quella oggetto del procedimento principale”.*



3.3.7. La Corte Costituzionale italiana con sentenza 43 del 24 gennaio 2018 è tornata a pronunciarsi sulla compatibilità con i principi costituzionali del doppio binario sanzionatorio, amministrativo e penale.

La questione di legittimità costituzionale era stata sollevata dal Tribunale di Monza ed aveva riguardato l'art. 649 del codice di procedura penale, *«nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio nei confronti dell'imputato al quale, con riguardo agli stessi fatti, sia già stata irrogata in via definitiva, nell'ambito di un procedimento amministrativo, una sanzione di carattere sostanzialmente penale ai sensi della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e dei relativi Protocolli»*.

3.3.7.a. La Corte Costituzionale, dopo aver ricostruito i più recenti approdi delle Corti europee, ha richiamato il principio, ormai consolidato, del nesso strumentale e temporale sufficientemente stretto, affermato dalla pronuncia della Grande Camera CEDU *A e B c. Norvegia*, che, ove riscontrato sussistente tra i due procedimenti amministrativo e penale, rende il doppio binario conforme alla Convenzione EDU e segnatamente all'art. 4 Prot. 7.

3.3.7.b. La Consulta ha rilevato che, a seguito della sentenza *A e B c. Norvegia*, i presupposti intorno ai quali è stata costruita dal rimettente la questione di legittimità costituzionale sono venuti meno.

La svolta giurisprudenziale elaborata nella predetta pronuncia è stata ritenuta dalla Corte costituzionale potenzialmente produttiva di effetti con riguardo al rapporto tra procedimento tributario e procedimento penale. In precedenza, l'autonomia dell'uno rispetto all'altro escludeva in radice che essi potessero sottrarsi al divieto di *bis in idem*. Oggi vi è la possibilità che in concreto gli stessi siano ritenuti sufficientemente connessi, in modo da far escludere l'applicazione del divieto di *bis in idem*.

3.3.7.c. In considerazione di ciò, la Corte Costituzionale ha concluso in questi termini: *“il mutamento del significato della normativa interposta, sopravvenuto all'ordinanza di rimessione per effetto di una pronuncia della grande camera della Corte di Strasburgo, che esprime il diritto vivente europeo, comporta la restituzione degli atti al giudice a quo, ai fini di una nuova valutazione sulla rilevanza della questione di legittimità costituzionale. Se, infatti, il giudice a quo ritenesse che il giudizio penale è legato temporalmente e materialmente al procedimento tributario al punto da non costituire un bis in idem convenzionale, non vi sarebbe necessità ai fini del giudizio principale di introdurre nell'ordinamento, incidendo sull'art 649 cod. proc. pen., alcuna regola che imponga di non procedere nuovamente per il medesimo fatto”*.

3.3.8. Il panorama delle pronunzie sul tema – che per le ragioni già espresse è riportato in maniera necessariamente sintetica – può essere completato dal riferimento ad una sentenza di questa Corte, che – di recente – ha fatto uso del concetto di connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta.

Invero, la Terza Sezione – con sentenza n. 6993 del 22.9.2017 (Servello, Rv. 272588) – ha affermato il principio che non sussiste la violazione del *“ne bis in idem”* convenzionale nel caso

della irrogazione definitiva di una sanzione formalmente amministrativa, della quale venga riconosciuta la natura sostanzialmente penale, ai sensi dell'art. 4 Protocollo n. 7 CEDU, come interpretato dalla Corte europea dei diritti dell'uomo nelle cause *Grande Stevens e altri contro Italia* del 4 marzo 2014, e *Nykanen contro Finlandia* del 20 maggio 2014, per il medesimo fatto per il quale vi sia stata condanna a sanzione penale, quando tra il procedimento amministrativo e quello penale sussista una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta, tale che le due sanzioni siano parte di un unico sistema, secondo il criterio dettato dalla suddetta Corte nella decisione *A. e B. contro Norvegia* del 15 novembre 2016.

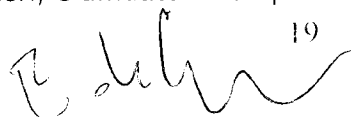
Le pronunzie della Quarta Sezione (Sentenza n. 12267 del 13/02/2018, Rv. 272533) e della Seconda Sezione (Sentenza n. 9184 del 15/12/2016, Rv. 269237), che si sono riferite specificamente alla norma processuale ex art. 649 cod. proc. pen., hanno declinato il divieto di preclusione all'esercizio dell'azione penale, quale conseguenza della già avvenuta irrogazione, per lo stesso fatto, di una sanzione amministrativa ma formalmente "penale", ai sensi dell'art. 4 n. 7 protocollo CEDU – come interpretato dalla sentenza della Corte europea dei diritti dell'uomo nella causa *A e B c/ Norvegia* del 15 novembre 2016 – secondo il diverso concetto di complementarietà delle sanzioni, in quanto dirette al soddisfacimento di finalità sociali differenti, e determinanti l'inflizione di una sanzione penale "integrata", che sia prevedibile e, in concreto, complessivamente proporzionata al disvalore del fatto.

4. Premesso il quadro giurisprudenziale di riferimento, se ne può tentare una sintesi utile alla presente decisione.

Le sentenze ora prese in esame e le altre rese sul tema, a partire dalla pronunzia *A e B contro Norvegia*, con l'obiettivo di trovare un giusto temperamento di interessi tra le esigenze repressive dello Stato nazionale verso fatti illeciti di notevole disvalore sociale e le garanzie individuali, e probabilmente allo scopo di mitigare gli effetti dell'applicazione del divieto di *bis in idem* processuale, come sancito dalla sentenza *Grande Stevens*, ritenuto troppo rigido e che aveva provocato difficoltà applicative negli Stati membri, sono pervenute all'elaborazione del principio dello *stretto nesso materiale e temporale* già ampiamente illustrato anche attraverso il riferimento e l'analisi dei sub - criteri materiali e temporali, come sopra indicati.

4.1. Tra questi il sub - criterio prevalente per verificare la presenza della stretta connessione è pacificamente individuato da tutte le pronunzie in quello della "proporzionalità" tra il cumulo di sanzioni irrogate (di cui quella amministrativa pecuniaria è ormai considerata di natura penale) e la gravità dell'illecito.

In definitiva – nel ricorrere degli altri indici rivelatori dello stretto nesso materiale e temporale – è considerata legittima la parallela instaurazione, prosecuzione e decisione sanzionatoria tramite il doppio binario di procedure, purché esse formino un insieme integrato di procedimenti e di relative sanzioni, caratterizzato dalla prevedibilità; ed al Giudice nazionale, in base ai suindicati sub criteri, è affidato il compito di accertarne la ricorrenza nel caso concreto.



19

Di certo, tutto ciò comporta, in mancanza di un chiaro riferimento normativo, l'esercizio di compiti interpretativi molto complessi ed articolati, che non posso prescindere da una attenta valutazione dei singoli casi concreti con i quali il giudice si deve confrontare.

4.2. Alla luce della normativa vigente all'epoca dei fatti per cui è processo e nel quadro ricostruttivo cui sopra si è fatto riferimento, deve ribadirsi – anche in risposta ad osservazione della parte civile Consob – che l'elemento dell'ordine in cui si tengono e giungono a conclusione i procedimenti, in considerazione del principio di proporzionalità complementare tra le sanzioni e dell'impatto complessivamente non troppo oneroso che esse devono avere sul soggetto interessato, non può essere decisivo per pronunciarsi sulla questione.

5. Applicando il sistema di principi innanzi delineato al caso in esame, deve osservarsi che, tra i sub-criteri più volte citati, l'unico specificamente contestato negli atti di impugnazione è quello relativo alla "proporzionalità" del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato agli imputati, a seguito della intervenuta definitività delle sanzioni amministrative pecuniarie inflitte dalla Consob, dopo la sentenza della Prima Sezione civile, che ha dichiarato inammissibili i ricorsi proposti avverso la pronuncia che le aveva confermate.


5.1. Sul punto occorre ricordare che la decisione *Garlsson*, che si è occupata di un caso analogo al presente, ha puntualizzato che il sistema sanzionatorio integrato, derivante dall'applicazione della reclusione e della multa ex art. 185 Tuf insieme alla sanzione pecuniaria ex art. 187 *ter* Tuf, non sarebbe riequilibrato dalla norma ex art. 187 *terdecies*, intitolata "esecuzione delle pene pecuniarie e delle sanzioni pecuniarie nel processo penale".

Tale norma, infatti, stabilisce che, quando per uno stesso fatto è stata applicata una sanzione amministrativa pecuniaria, l'esazione della pena pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa.

Scopo della disposizione è – all'evidenza – quello di evitare una duplicazione delle sanzioni pecuniarie derivante dalla conclusione con esito sfavorevole per l'interessato dei due procedimenti paralleli, garantendo che l'esazione della pena patrimoniale da illecito penale sia effettuata solo nella misura in cui essa sia di entità superiore alla sanzione in denaro irrogata dall'autorità amministrativa, nel rispetto del principio di proporzionalità ex art. 52 CDFUE.

5.2. Tale meccanismo compensativo del sistema sanzionatorio integrato, tuttavia, non è stato giudicato idoneo a *garantire che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione* (par. 60 sentenza *Garlsson*), in quanto ha ad oggetto solo il cumulo delle pene pecuniarie, restando fuori dalla funzione di riequilibrio la pena della reclusione.

5.3. Si può quindi ribadire che, nell'interpretazione resa dalla Corte di Lussemburgo, il cumulo di sanzioni di natura penale può essere ammesso a condizione che nell'ordinamento dello Stato membro esistano norme che garantiscano che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte non risulti eccessiva rispetto alla gravità del fatto concretamente verificatosi.

20 

Se è vero tuttavia che l'art. 187 *terdecies* Tuf non può essere assunto – nella sua attuale formulazione – quale parametro normativo a tali fini, dal momento che non permette al giudice di modulare la risposta sanzionatoria tenendo conto del cumulo della sanzione pecuniaria e detentiva, è altresì vero che l'art. 133 cod. pen. impone in via generale al giudice di commisurare la pena alla "gravità" del fatto commesso; tale norma vincola infatti il decidente nell'esercizio del potere discrezionale attribuitogli dall'ordinamento in relazione alla determinazione della pena da infliggere, in linea con il principio di legalità della pena, prima ancora che con le recentissime statuizioni della Corte di Giustizia dell'unione Europea. Spetta dunque al giudice nazionale il compito di verificare la proporzionalità delle sanzioni complessivamente irrogate con riguardo a tutte le circostanze della fattispecie concreta oggetto del giudizio.

5.4. Va quindi conclusivamente affermato che non sussiste la violazione del principio di *ne bis in idem* nel caso in cui le sanzioni penale ed amministrativa complessivamente irrogate rispettino il principio di "proporzionalità", alla luce della recente giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (causa C-524/15, *Menci*; causa C-537/16, *Garlsson Real Estate e a.*) e della Corte europea dei diritti dell'uomo (sent. 15 novembre 2016, *A e B c. Norvegia*, ric. n. 24130/11 e 29758/11).

6. Delineati, dunque, i confini oltre i quali il sistema sanzionatorio del doppio binario si pone – secondo l'interpretazione fornita dalla giurisprudenza europea – in contrasto con il divieto del doppio giudizio, si rende necessario, pur in assenza di un espresso motivo di ricorso su tale questione, accertare se il "giudizio di proporzionalità" delle sanzioni irrogate nell'ambito dei separati procedimenti costituisca una valutazione di esclusiva competenza del giudice di merito ovvero possa essere effettuata anche in sede di legittimità.

Occorre, cioè, stabilire se tale valutazione possa farsi rientrare nella previsione normativa di cui all'art. 620, lett. l), cod. proc. pen. che, in tema di tipologie di esiti del giudizio di legittimità, disciplina le ipotesi di annullamento senza rinvio della decisione impugnata.

Sul punto, risulta doveroso, quindi, analizzare sinteticamente la disposizione in parola.

6.1. La previgente formulazione normativa (rispetto alle modifiche introdotte dalla legge 23 giugno 2017, n. 103) prevedeva in sostanza due ipotesi: la superfluità del rinvio e la possibilità di diretta adozione in sede di legittimità dei provvedimenti necessari in conseguenza dell'annullamento della sentenza impugnata, che si configuravano come fattispecie residuali rispetto a quelle indicate nelle precedenti lettere dell'art. 620.

Nel vigore della precedente previsione normativa la giurisprudenza di questa Corte aveva precisato che l'annullamento senza rinvio potesse essere disposto soltanto ove non fossero necessari nuovi accertamenti in fatto su circostanze controverse e valutazioni discrezionali sulle anzidette circostanze.



6.2. La modifica introdotta dalla legge n. 103/2017 (con l'art. 1, comma 67) ha integralmente sostituito la disposizione di cui alla lett. l) dell'art. 620 cod. proc. pen., sulla cui effettiva portata applicativa si sono di recente pronunciate le Sezioni Unite di questa Corte.

Si è, quindi, precisato che «la Corte di cassazione pronuncia sentenza di annullamento senza rinvio se ritiene superfluo il rinvio e se, anche all'esito di valutazioni discrezionali, può decidere la causa alla stregua degli elementi di fatto già accertati o sulla base delle statuizioni adottate dal giudice di merito, non risultando necessari ulteriori accertamenti» (Sez. U, n. 3464 del 30/11/2017, Matrone, Rv. 271831).

In sostanza, in virtù della nuova formulazione normativa, i poteri decisorii del giudice di legittimità in sede di annullamento senza rinvio risultano notevolmente ampliati, risultando essi preclusi unicamente dalla necessità di (ulteriori) accertamenti in fatto, nonché dall'obiettiva impossibilità di assumere le determinazioni necessarie senza ricorrere ad accertamenti e valutazioni discrezionali sul punto oggetto dell'annullamento della sentenza impugnata.

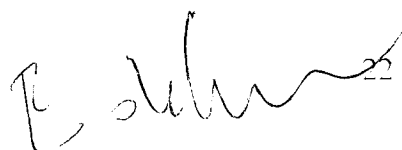
6.3. Ciò premesso, deve necessariamente concludersi, quindi, nel senso che, purché ricorrano le predette condizioni, non vi sono ragioni per escludere dal sindacato di questa Corte il giudizio di "proporzionalità" delle sanzioni (penale e amministrativa) irrogate nell'ambito di due separati procedimenti.

Del resto, in seguito alla pronuncia delle Sezioni Unite, è stato più volte ribadito il principio per il quale la Corte di Cassazione ha la possibilità di provvedere ai sensi del nuovo testo dell'art. 620 lett. l) cod. proc. pen. quando non siano necessari accertamenti in fatto ed anche nell'ipotesi in cui occorra una qualche valutazione discrezionale (Sez. 5, Sentenza n. 18797 del 25/01/2018, Rv. 272857; Sez. 6 Sentenza n. 12391 del 18/01/2018, Rv. 272458).

6.4. Conclusivamente sul punto va quindi affermato che, in tema di abusi di mercato, come disciplinati dal Tuf, la Corte di Cassazione può valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio in applicazione dell'art. 620, comma 1, lett. l), cod. proc. pen., qualora non sia necessario procedere ad ulteriori accertamenti di fatto e facendo riferimento ai criteri di cui all'art. 133 cod. pen.

7. Fatte le suesposte precisazioni, il Collegio ritiene che nel caso in esame si possa procedere al "giudizio di proporzionalità" in questa sede, non essendo necessari ulteriori accertamenti in fatto ed essendo, quindi, superfluo rimettere la questione al giudice di merito.

Sulla base della ricognizione dei dati a disposizione, con specifico riguardo a quelli inerenti le condotte attribuite agli imputati (la cui gravità - di cui si parlerà anche più avanti - risulta ben delineata nelle sentenze dei giudici di merito: si vedano in particolare pagg. 15 - 20 della sentenza di appello e la analitica ricostruzione dei fatti accertati dal giudice di primo grado, ben sintetizzata nella sentenza qui in esame alle pagg. 1 - 4), ed al trattamento sanzionatorio, il Collegio ritiene che sia stato rispettato il criterio di proporzionalità del peso derivante dal cumulo delle sanzioni inflitte agli interessati rispetto alla gravità dei fatti addebitati, nonché



della limitazione della sua severità allo strettamente necessario, in modo da non risultare eccessivamente oneroso per i soggetti sanzionati.

7.1. Occorre, dunque, evidenziare che il trattamento sanzionatorio riservato agli imputati in sede penale è stato il seguente: due anni di reclusione ed euro 50mila di multa per (omissis) ; un anno e 10 mesi di reclusione ed euro 35mila di multa per (omissis) (omissis); un anno e sei mesi di reclusione ed euro 30mila di multa per (omissis) . Questi ultimi due imputati hanno ottenuto il riconoscimento delle attenuanti generiche, applicate per il primo non nella massima estensione.

Agli imputati sono state, inoltre, irrogate le pene accessorie di cui all'art. 186 Tuf, in relazione agli artt. 28, 32 *bis* e 32 *ter* cod. pen., dell'interdizione dai pubblici uffici e dagli uffici direttivi delle persone giuridiche, nonché dell'incapacità a contrattare con la Pubblica Amministrazione, per la durata di un anno, oltre alla pubblicazione della sentenza sul quotidiano (omissis) .

Stando al testo delle sentenze di merito, invece, non appare applicata la confisca, ex art. 187 Tuf, del prodotto o del profitto del reato, che peraltro, in alcun modo emergono come accertati nel giudizio, né dei beni usati per commetterlo, confisca disponibile anche per equivalente, che nel caso concreto avrebbe dovuto riguardare le risorse finanziarie usate per l'acquisto manipolativo delle azioni.

Sul tema del trattamento sanzionatorio in concreto applicato e di quello applicabile in base alle norme in vigore all'epoca dei fatti è necessario rappresentare che le pene edittali originariamente previste dall'art. 185 Tuf, sono state raddoppiate con legge 262/2005, all'art. 39 comma 1, essendo, pertanto, stabilite nella misura edittale da due a dodici anni di reclusione e da 40mila a dieci milioni di euro di multa e di questa cornice sanzionatoria si è tenuto conto nelle sentenze di merito, in ragione dell'epoca del commesso reato.

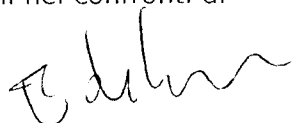
7.2. Le sanzioni amministrative inflitte da Consob sono state determinate nei seguenti termini: € 150mila per (omissis) e € 100mila ciascuno per (omissis) e (omissis) (omissis).

Sono state pure irrogate le sanzioni interdittive accessorie, ex art. 187 *quater* Tuf, dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate, di un anno per il primo ed otto mesi ciascuno per gli altri.

Va qui ricordato che il quadro sanzionatorio di riferimento è delimitato dagli artt. 187 *ter* e 187 *quater* in un limite minimo di euro 20mila e un limite massimo di euro 5 milioni mentre l'interdizione può spaziare da un minimo di due mesi ad un massimo di tre anni.

Non risulta, invece che la Consob abbia disposto la confisca ex art. 187 *sexies* Tuf del prodotto o del profitto del reato, né dei beni usati per commetterlo, che nel caso concreto avrebbe dovuto riguardare le risorse finanziarie usate per l'acquisto manipolativo delle azioni.

7.3. Deve, quindi, constatarsi che le sanzioni penali inflitte agli imputati si sono attestate nel minimo edittale per quanto riguarda la pena detentiva della reclusione, applicata nella misura di due anni nei confronti di (omissis) , definito dai Giudici del merito come

 23

colui che aveva avuto il peso preponderante nella realizzazione degli illeciti ed un ruolo propulsivo nella vicenda; ai coimputati è stata inflitta la stessa pena base detentiva che, peraltro, è stata mitigata tramite il riconoscimento delle circostanze attenuanti generiche, fino alle pene per ciascuno suindicate.

La multa è stata commisurata in termini di poco superiore al minimo edittale, essendo ridotta al di sotto di esso, a seguito del riconoscimento delle attenuanti generiche per (omissis) e (omissis) .

Le pene accessorie interdittive ex art. 186 Tuf pure sono state applicate nel minimo indicato dalle disposizioni codicistiche ivi richiamate.

Le sanzioni amministrative/penali pecuniarie applicate dalla Consob, pur essendo superiori al minimo, appaiono molto lontane dalla fascia sanzionatoria più elevata prevista dall'art. 187 *ter* ed altrettanto è a dirsi quanto alle sanzioni amministrative accessorie ex art. 187 *quater*.

7.4. Deve, infine, ribadirsi che, a causa del meccanismo di compensazione previsto in fase di esecuzione dall'art. 187 *terdecies* Tuf tra le sanzioni pecuniarie derivanti dal doppio binario sanzionatorio applicato ai ricorrenti, le multe inflitte in sede penale agli imputati, dovrebbero essere esatte solo nella misura eccedente la sanzione amministrativa già riscossa; tuttavia, nella specie, essendo state fissate le multe a carico degli imputati in misura inferiore alle sanzioni ex art. 187 *ter*, ne consegue che esse, a seguito dell'incameramento da parte dell'Autorità amministrativa dell'importo delle sanzioni irrogate da Consob, non dovranno essere portate in esecuzione.

7.5. Alla luce delle considerazioni che precedono, il principio affermato dalla sentenza *Garlsson*, secondo il quale l'art. 187 *terdecies* non garantisce che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario e proporzionato rispetto alla gravità del reato, non appare aderente alla peculiarità del caso in esame, caratterizzato da una significativa incidenza delle attività degli imputati sul prezzo del titolo anche a causa della sua protrazione per un lungo periodo, rispetto al disvalore del quale, invece, la sola sanzione penale inflitta – stabilita in sostanza nel minimo sia per la pena della reclusione che della multa – non appare idonea a reprimere il delitto in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva ed il trattamento sanzionatorio derivante dall'insieme delle pene in concreto applicate non risulta eccessivamente oneroso per i soggetti interessati.

8. I ricorrenti hanno, altresì, censurato – nel terzo motivo (omissis) , nel quinto (omissis) (omissis) e nel secondo (omissis) , quest'ultimo sia pur sotto l'apparente censura circa la conferma di sussistenza del reato – il ritenuto concorso di persone nella perpetrazione dello stesso.

Prima di passare allo specifico esame delle doglianze difensive, va qui ricordato che, ai fini della configurabilità del concorso nel reato di aggio manipolativo, materialmente posto in essere da altri, è necessario un contributo, anche soltanto agevolatore, all'altrui attività manipolativa, e la prova di tale contributo, che può prescindere dalla dimostrazione della

24
E. de L.

esistenza di un previo accordo tra i concorrenti, può consistere in un rafforzamento del proposito del correo o, in alternativa, in un apporto materiale efficiente alla condotta di questo (Sez. 5, n. 3971 del 16/07/2015, Donati, Rv. 265864; Sez. 5, n. 9369 del 20/11/2013, Tonini, Rv. 260020).

Chiarito ciò, va detto che tutte le doglianze difensive risultano inammissibili sul punto, avendo sviluppato critiche inerenti il merito del ragionamento decisorio.

Invero, la Corte territoriale ha, con metodo corretto, operato la valutazione combinata degli elementi a disposizione sul punto della collaborazione coordinata tra i tre imputati, ponendo in evidenza e ponderando razionalmente gli elementi ritenuti utili a giustificare la decisione sul tema del concorso nel reato.

A tal fine sono stati valorizzati i seguenti, indiscutibili, dati di fatto.

8.1. Le condotte attribuite ai ricorrenti erano state realizzate lungo l'arco di tempo immediatamente successivo alla quotazione della società sul mercato (mese di luglio 2008) ed a seguito della comunicazione di un aumento di capitale, che sarebbe avvenuto nel Marzo 2009.


(omissis) era all'epoca amministratore delegato di (omissis) spa, controllante di (omissis) spa, soggetto formalmente acquirente delle azioni di (omissis).

(omissis), fratello di (omissis) (e con lui anagraficamente residente allo stesso indirizzo), pur non rivestendo alcun ruolo manageriale nelle società del gruppo, ha instaurato il rapporto (significativamente solo il 22 luglio 2008) con la (omissis), presso la quale v'era il conto sul quale erano state effettuate tutte le operazioni. I giudici di merito hanno evidenziato che tale imputato non risultava avere effettuato operazioni su altri strumenti finanziari azionari nel periodo dal 25 luglio 2008 al 20 marzo 2009.

(omissis) era dipendente (con ruolo di segretaria) di (omissis) e persona legata sentimentalmente all'avvocato: (omissis), Presidente ed Amministratore Delegato della (omissis) (omissis), oltre che Presidente senza poteri delle altre società del gruppo. Nel periodo dal 25 luglio 2008 al 20 marzo 2009 l'imputata ha acquistato azioni (omissis) operando sempre tramite un conto intrattenuto presso la (omissis) (rapporto instaurato in data 22 luglio 2008).

Nelle sentenze di merito sono indicate in maniera specifica le condotte dei singoli imputati, evidenziando - con motivazione esente da vizi logici e di metodo - come fosse palese che tutte le operazioni di compravendita delle azioni fossero state effettuate di concerto, tale da esercitare un impatto positivo sul prezzo teorico d'asta.

8.2. La motivazione ha dato quindi conto analiticamente delle quantità di azioni acquistate nel periodo di riferimento, ritenute considerevoli in quanto individuate in oltre 40mila per (omissis) ed oltre 30mila per (omissis), essendosi sottolineato che nessuno dei due aveva effettuato operazioni similari nello stesso periodo e che la seconda non appariva in condizioni economiche coerenti con le risorse finanziarie che aveva impegnato.

 25

(omissis) aveva effettuato ordini di acquisto per la restante parte delle azioni oggetto delle condotte incriminate.

8.3. Inoltre, le caratteristiche delle proposte di negoziazione, come si è già detto intervenute prevalentemente in prossimità dello scadere del termine della seduta di borsa e quasi sempre per prezzi superiori significativamente alla media, per quantitativi di volta in volta rilevanti, denotavano l'aggressività degli ordini, che, in realtà, avevano inciso sulla quotazione del titolo nella quasi totalità delle occasioni in cui erano stati eseguiti, pari all'84%. Infine, la sentenza impugnata ha dato atto - con sicura efficacia dimostrativa - della percentuale di azioni complessivamente negoziate dai tre imputati rispetto a quelle complessivamente scambiate nello stesso periodo, pari al 48%, nonché del fatto che le loro attività erano perdurate per tutto il tempo previsto per la sottoscrizione delle azioni e fino alla data stabilita per l'aumento di capitale, cioè a partire da Luglio 2008 fino a Marzo 2009, essendo plausibilmente stato ritenuto che anche il prolungato periodo in cui le disposizioni erano state impartite fosse significativo ai fini di interesse.

8.4. A fronte di tale più che adeguata e logica motivazione, le censure dei ricorrenti hanno proposto una visione atomistica delle condotte oggetto dell'imputazione, non confrontandosi con la spiegazione già fornita, che ha congruamente dimostrato il tema della collaborazione tra gli imputati.

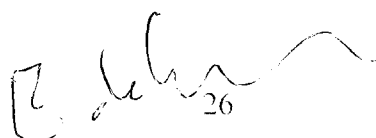
9. Per altro verso è stato censurato il criterio valutativo incentrato sul decremento della quotazione del titolo in seguito alla cessazione degli ordini di acquisto - argomento ripreso pure nel quinto motivo del ricorso di (omissis) .

Tuttavia anche tale doglianza non si è confrontata con la complessiva giustificazione, appuntandosi solo su un aspetto della stessa, senza tener conto che l'argomento era stato usato alla fine del discorso esplicativo innanzi sintetizzato, come riprova logica del ragionamento fino ad allora seguito.

Del resto l'affermazione oggetto di critica è in linea con l'orientamento interpretativo - già segnalato - secondo il quale la verifica "ex post" dell'avvenuta alterazione del prezzo dei titoli scambiati costituisce elemento sintomatico dell'effettiva idoneità della condotta stessa a produrre l'alterazione sensibile del loro prezzo.

10. Con il terzo motivo entrambi i ricorrenti (omissis) hanno dedotto l'illogicità della motivazione riguardo alla valutazione degli indici sintomatici della manipolazione e la sottovalutazione di alcune circostanze di fatto, come la peculiarità del mercato dei titoli di società operanti nel settore delle energie alternative.

Deve - in contrario - osservarsi che l'analisi operata dalla Corte milanese degli indici di anomalia delle proposte di acquisto, già sintetizzata, e le conclusioni da essa tratte in nulla sono illogiche.



10.1. Invero, quanto alla prospettata scarsa significatività della negoziazione ad opera dei ricorrenti, nel periodo di riferimento, della quota del 12,5% delle azioni scambiate, è stato osservato dai Giudici di merito che tale percentuale appariva in sé sintomatica, anche in considerazione del fatto che non in tutte le sedute vi erano stati acquisti da parte degli imputati e che, secondo la relazione Consob, nello stesso periodo non vi erano stati altri operatori che avessero effettuato acquisti del titolo in quella misura.

Quanto alle modalità di immissione degli ordini negli ultimi cinque minuti della seduta borsistica, che corrisponderebbe ad una prassi, è stato razionalmente spiegato che simile modalità, rispondente o meno ad una prassi, determinava un innalzamento della quotazione per la semplice ragione che gli ordini erano disposti sempre per un valore più alto di quello nel momento realizzato dal mercato, senza che la libera contrattazione avesse il tempo di riportarlo ad un prezzo maggiormente rispondente alla reale dialettica tra domanda ed offerta, a causa dell'imminente chiusura della seduta di borsa.

10.2. alcuna consistenza ha l'ulteriore argomento dell'assenza di limiti o criteri nelle negoziazioni, che secondo i ricorrenti inficerebbe il giudizio della Corte e che sarebbe, quindi, disancorato da parametri oggettivi.

Sul punto deve sottolinearsi che di tali ipotizzati limiti e criteri regolanti le attività borsistiche nessuno dei ricorrenti ha citato le fonti normative e che, peraltro, la potenziale alterazione del prezzo del titolo azionario e del mercato in alcun modo è collegato né nella legge, né nell'imputazione concreta, né – a quanto è dato di sapere – nella normativa di settore al superamento di quantità predeterminate o alla violazione di criteri di riferimento.

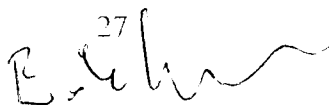
10.3. Neppure soccorrono la tesi difensiva i concetti di mercato illiquido, titolo illiquido e/o titolo sottile, che sono stati adoperati dai ricorrenti a sostegno della prospettazione secondo la quale i Giudici del merito, non avendone tenuto conto, avrebbero errato nella decisione.

Le nozioni evocate, a ben vedere appaiono, invece, in contraddizione con l'assunto che si vorrebbe dimostrare.

Infatti, per mercato illiquido si intende quello caratterizzato da un basso volume di contrattazioni e da elevati differenziali di quotazione, nel quale anche operazioni di dimensioni limitate – come in sostanza sostengono i ricorrenti siano quelle incriminate – sono comunque in grado di provocare ampie oscillazioni di prezzo.

Titolo illiquido e/o sottile è caratterizzato per il fatto di essere poco scambiato, trattandosi di titoli per i quali potrebbe risultare difficile far incontrare domanda ed offerta o che presenta ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso temporale ragionevole.

10.4. Tali caratteristiche, se rispondenti alle qualità reali del titolo di cui si discute – ma non si ha motivo di dubitarne, né si mette minimamente in dubbio la correttezza dei ricorrenti nell'esporre dati informativi – lungi dal confortare le doglianze difensive, avvalorano la tesi accolta dai Giudici del merito circa la significatività delle condotte addebitate agli imputati ai fini dell'integrazione del reato, sotto il profilo delle modalità aggressive di acquisto, delle

27


quantità scambiate, della loro incidenza percentuale sulla totalità delle negoziazioni e della prolungata attività di acquisizione di azioni realizzate dai giudicabili.

10.5. La doglianza – sottolineata anche nel quinto motivo del ricorso (omissis)

– circa la mancata valutazione delle condizioni di fatto in cui si era inserita la vicenda, appare scollegata dall’impianto motivazionale, poiché la sentenza in parola ha dato atto che nel periodo di riferimento, in cui si era manifestata la gravissima crisi finanziaria planetaria a seguito dello scoppio della cosiddetta bolla speculativa immobiliare negli USA, la quotazione del titolo aveva avuto un andamento diverso dagli altri quotati sul mercato Expandi, diminuendo in modo meno rapido.

11. Il quarto motivo del ricorso (omissis) ha riproposto la critica circa la ritenuta artificiosità della condotta, di cui la motivazione non avrebbe dato dimostrazione, citando un antico precedente di questa stessa Sezione.

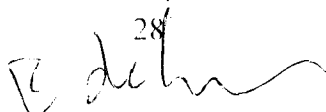
L’argomentazione non ha pregio proprio alla luce della giurisprudenza ricordata dalla difesa, che ha sancito il principio secondo il quale anche l’uso di un mezzo in sé non illecito può integrare la nozione di "altri artifici", di cui alla norma incriminante, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, qualora sia obiettivamente artificioso, ossia posto in essere con modalità dell’azione tali, per ragioni di modo, di tempo e di luogo, da alterare il normale gioco della domanda e dell’offerta, non essendo sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato (Sez. 5, Sentenza n. 2063 del 02/10/2008, Rv. 242356. In senso conforme: Sez. 5, Sentenza n. 4324 del 08/11/2012, Rv. 254324).

11.1. Per quanto già ampiamente esposto la Corte milanese ha dato conto, in modo congruo e plausibile, che il giudizio circa l’artificiosità della condotta era stato ricavato dalle già descritte complessive modalità delle condotte degli imputati, con specifico riferimento alle quantità di azioni di volta in volta e nell’insieme negoziate ed all’aggressività degli ordini di acquisto impartiti.

11.2. La spiegazione risponde anche all’ulteriore argomento per il quale gli acquisti effettuati in chiusura d’asta e ad un prezzo superiore a quello teorico corrisponderebbe all’interesse tipico di qualsiasi acquirente, essendo già stato osservato che le specifiche e concrete modalità di acquisto e le quantità complessivamente rastrellate dagli imputati, impedivano di qualificarli come investitori *standard*.

12. Inammissibile è il quarto motivo del ricorso proposto nell’interesse di (omissis), incentrato sul fatto che questi avrebbe agito in esecuzione di un incarico conferitogli dal Consiglio di Amministrazione di (omissis) spa e che, quindi, difetterebbe nei suoi confronti l’elemento psicologico del reato.

12.1. Infatti, la doglianza non ha relazione con le argomentazioni svolte sul tema dai Giudici milanesi, che hanno posto in luce come all’epoca dei fatti il ricorrente fosse amministratore delegato di (omissis) spa, controllante della (omissis) spa ed

28


acquirente delle sue azioni; acquisto avvenuto in forza di una delibera adottata a Settembre 2008 su proposta dello stesso amministratore delegato.

E' stato, inoltre, oculatamente osservato che dagli atti di riferimento e pertinenti non si ricavavano né i limiti temporali entro i quali l'investimento doveva essere realizzato, né il limite massimo al prezzo di acquisto, essendo, pertanto, l'intera operazione lasciata alla gestione discrezionale dell'amministratore.

12.2. La tesi, del resto solo implicitamente sostenuta dal ricorrente, per la quale egli sarebbe stato una sorta di *nuncius* della volontà dell'organo collegiale, oltre ad essere del tutto generica, è intrinsecamente improponibile per la sua illogicità, alla luce dell'accertata situazione di fatto, nella quale l'imputato si era fatto promotore dell'incarico dato dal Consiglio di Amministrazione a se stesso.

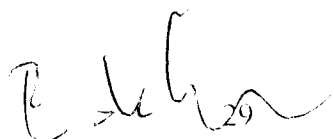
13. Il quinto ed il sesto motivo del ricorso proposto nell'interesse della (omissis) hanno inteso valorizzare il dato dell'andamento della quotazione del titolo che – nella prospettazione della ricorrente – la Corte avrebbe ritenuto, da un lato, frutto delle manovre illecite ma ignorando le previsioni degli analisti finanziari, che avrebbero fissato il suo *target price* ad un prezzo più elevato, e dall'altro anomalo ma in assenza di riferimento ad un prezzo "corretto".

13.1. La censura è, in tal modo, implicitamente fondata sull'idea che le operazioni di cui si tratta, per esser rilevanti, dovessero incidere in concreto sul prezzo del titolo; essa, però, si pone in netto contrasto con la natura di reato di pericolo, sia pure concreto, che l'elaborazione di questa Corte – come già osservato – ha riconosciuto alla fattispecie in esame ed è, quindi, inaccoglibile per l'erroneità della tesi giuridica che la sorregge.

13.2. In fatto la tesi della ricorrente trascura il dato, notorio in base a regole di comune esperienza, che, di regola, non esiste un'astratta quotazione "corretta" dei titoli ma essa è data dall'incrocio tra domanda ed offerta, il cui gioco deve essere libero, mentre sono i meccanismi di funzionamento della *dialettica* di mercato che devono risultare corretti, come la norma di cui si discute vuole garantire.

13.3. Per altro la critica appare frutto di un atteggiamento fideistico, non apparendo razionale proporre quale criterio di riferimento nell'ambito del processo penale, che è finalizzato ad un rigoroso accertamento dei fatti, le previsioni degli analisti finanziari, che l'esperienza di questi anni ha dimostrato essere un dato aleatorio.

14. Il sesto motivo del ricorso proposto nell'interesse della (omissis), incentrato sulla sopravvenuta eliminazione del mercato Expandi, nell'ambito del quale la vicenda si era realizzata, e sulla invocata derubricazione del reato in quello di cui all'art. 2637 cod. civ., è inammissibile, poiché meramente ripetitivo dell'analoga doglianza già sottoposta ai Giudici di Appello e correttamente da questi risolta.



Handwritten signature in black ink, appearing to be 'P. De Luca' with the number '29' written below it.

Sul punto può osservarsi che il principio del *favor rei*, invocato dalla ricorrente, è criterio di interpretazione delle norme penali sostanziali e processuali e di certo non attiene ai presupposti di fatto in cui si sono realizzate le condotte illecite oggetto del giudizio.

15. Le doglianze avanzate da (omissis) e (omissis) sul trattamento sanzionatorio risultano generiche, in special modo quelle della seconda.

Esse, peraltro, riguardano la piena valutazione discrezionale del Giudice di merito, che ha adeguatamente giustificato, alla luce dei dati acquisiti al processo e (come sopra già evidenziato) attestandosi nei minimi della forbice edittale, il ruolo di promotore dell'iniziativa attribuito al primo, in virtù del quale non gli sono state riconosciute le circostanze attenuanti generiche.

Vale la pena ricordare sul punto che secondo il più che consolidato orientamento di questa Corte il mancato riconoscimento delle circostanze attenuanti di cui all'art. 62 *bis* cod. pen. può essere legittimamente giustificato con l'assenza di elementi o circostanze di segno positivo, a maggior ragione dopo la modifica dell'art. 62 *bis* cod. pen., disposta con il D.L. 23 maggio 2008, n. 92, convertito con modifiche nella L. 24 luglio 2008, n. 125, per effetto della quale, ai fini della concessione della diminuzione non è più sufficiente lo stato di incensuratezza dell'imputato (Sez. 1, Sentenza n. 39566 del 16/02/2017, Rv. 270986).

La negatoria giustificata da motivazione esente da illogicità – come nel caso in esame – è insindacabile in Cassazione (Sez. 6 n. 42688 del 29/4/2008, Rv. 242419).

Va infine ricordato che, nel motivare il diniego delle attenuanti generiche, non è necessario che il giudice prenda in considerazione tutti gli elementi favorevoli o sfavorevoli dedotti dalle parti o rilevabili dagli atti, ma è sufficiente che egli faccia riferimento a quelli ritenuti decisivi o comunque rilevanti, rimanendo tutti gli altri disattesi o superati da tale valutazione (Sez. 3, n. 28535 del 19/03/2014, Lule, Rv. 259899; conformi: n. 459 del 1982 Rv. 151649; n. 10238 del 1988, Rv. 179476; n. 6200 del 1992, Rv. 191140; n. 707 del 1998, Rv. 209443; n. 2285 del 2005, Rv. 230691; n. 34364 del 2010, Rv. 248244).

16. Deve, infine e risolutivamente, osservarsi che con le argomentazioni innanzi esaminate le difese hanno provato a frammentare l'unitarietà del discorso logico-argomentativo sviluppato dai Giudici milanesi, con osservazioni critiche che, ciascuna in sé considerata ed in astratto, possono avere un qualche fondamento – alle quali, peraltro, come appena annotato, è stata data adeguata e plausibile risposta – ma che non sono riuscite a mettere in crisi il nucleo essenziale della giustificazione addotta nella sentenza impugnata, individuabile nel contemporaneo ricorrere nella fattispecie concreta di una pluralità di indici di anomalia, il cui effetto potenzialmente incidente sulla quotazione del titolo pure è stato chiaramente esposto.

Alla luce dei principi e delle considerazioni che precedono i motivi di ricorso analizzati devono essere giudicati infondati, i ricorsi rigettati e ciascun ricorrente condannato al pagamento delle spese processuali.



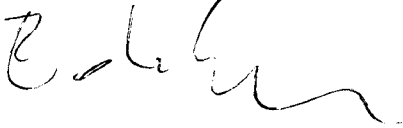
Inoltre, in virtù del principio della soccombenza, ciascun ricorrente deve essere condannato alla rifusione delle spese sostenute nel grado dalla costituita parte civile Consob, che sono liquidate in complessivi euro 4mila, oltre accessori come per legge.

P.Q.M.


Rigetta i ricorsi e condanna ciascun ricorrente al pagamento delle spese processuali, nonché alla rifusione delle spese sostenute nel grado dalla parte civile, che liquida in complessivi euro quattromila, oltre accessori come per legge.

Così deciso in Roma, il 21 giugno 2018

Il Consigliere estensore
Eduardo de Gregorio



Il Presidente
Grazia Miccoli



Corte Suprema di Cassazione
Sez. V[^] Penale

Depositata in Cancelleria

Roma, li _____ 10 011. 2018



Il Funzionario Giudiziario
Carmela Lanzise

